



BANCO DE MÉXICO

Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2017

PRESENTACIÓN

El presente documento es una compilación de los cuatro Informes Trimestrales correspondientes a 2017, 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 2017	1
Capítulo II: Informe Trimestral Abril - Junio 2017.....	74
Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2017	152
Capítulo IV: Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017	228
Anexo	311
Apéndice Estadístico	317
Balance General.....	381

Capítulo I: Informe Trimestral Enero - Marzo 2017..... 1

CONTENIDO

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	5
2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2017.....	5
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor.....	18
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2017	19
3.1. Condiciones Externas	19
3.1.1. Actividad Económica Mundial.....	20
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	24
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior	25
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	26
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	30
3.2.1. Actividad Económica	30
3.2.2. Mercado Laboral.....	42
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	45
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	53
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos	66

RECUADROS

1. Evolución Reciente del Precio del Gas L.P. y Consideraciones sobre su Mercado	14
2. Análisis del Desempeño Reciente de la Inversión Privada	35

Capítulo I: Informe Trimestral Enero - Marzo 2017

1. Introducción

Durante los primeros meses de 2017, la economía mexicana continuó enfrentando diversos choques cuyos efectos sobre la inflación, si bien temporales, han sido de una magnitud importante y una persistencia elevada. En efecto, la inflación ha mantenido desde julio de 2016 una tendencia al alza por más de 10 meses consecutivos, como resultado de los incrementos que se han presentado tanto en la inflación subyacente, como en la no subyacente. Así, la inflación general se incrementó a niveles cercanos al 5 por ciento en el primer trimestre de 2017, y se aceleró a 6.17 por ciento en la primera quincena de mayo. Destacan en este comportamiento los efectos de la depreciación acumulada de la moneda nacional desde finales de 2014; así como las consecuencias del aumento en los precios de los energéticos, en particular los de las gasolinas y los del gas L.P., que tuvieron lugar desde principios de este año. Adicionalmente, el incremento al salario mínimo registrado a inicios de año también contribuyó al incremento en la inflación general anual. El primero de estos choques ha venido afectando de manera significativa la trayectoria de la inflación subyacente, manifestándose en un gradual ajuste de precios relativos de las mercancías respecto a los correspondientes a los servicios. Por su parte, el incremento en los precios de los energéticos ha incidido directamente en el componente no subyacente de la inflación, así como indirectamente en el subyacente, al aumentar los costos de producción de diversos bienes y de algunos servicios, principalmente de alimentación, que utilizan dichos energéticos como insumos. Más recientemente, la inflación anual se ha visto impactada de manera adicional por los aumentos registrados en abril en los precios de algunos productos agropecuarios y en las tarifas autorizadas por diferentes instancias de gobierno, particularmente en autotransporte.

Cabe resaltar que, a pesar de que la simultaneidad y la magnitud de estos choques han afectado la inflación y sus expectativas de corto plazo de manera importante, la política monetaria que de manera oportuna ha implementado el Banco de México ha contribuido a que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se hayan mantenido relativamente estables; es decir, ha conducido a que, hasta el momento, no se hayan presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. En efecto, con el objeto de evitar contagios al proceso de formación de precios en la economía, anclar las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria a la convergencia de la inflación a su meta, en el periodo que cubre este Informe la Junta de Gobierno del Banco de México aumentó en 100 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a un nivel de 6.75 por ciento. Estas decisiones tomaron en consideración, principalmente, la tendencia que ha venido presentando la inflación ante la ocurrencia de los choques temporales en precios relativos antes mencionados, la previsión de que no se anticipaban presiones de inflación provenientes de la demanda agregada, los incrementos en la tasa de política monetaria llevados a cabo desde 2015, así como el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos en su reunión de marzo.

Lo anterior se ha dado en un contexto en el que la economía mundial continuó con su proceso de recuperación al inicio de 2017, reflejando un repunte de la inversión, la producción industrial y el comercio global. No obstante, el escenario previsto de un crecimiento global moderado para 2017 y 2018 sigue enfrentando riesgos a la baja derivados de la elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en países avanzados, de que parecen haberse incrementado las vulnerabilidades de la economía de China, de los posibles efectos de la salida del Reino Unido de la Unión Europea y del aumento de los riesgos geopolíticos en diversas regiones del mundo. En particular, la definición de las características que adoptarán la reforma fiscal y comercial en Estados Unidos, y el ritmo de normalización de su política monetaria, continuarán propiciando una elevada incertidumbre para el panorama de la economía mundial durante los próximos trimestres. En cuanto a la inflación, esta continuó aumentando en las principales economías avanzadas durante el primer trimestre del año, reflejando, entre otros factores, los incrementos registrados en los precios de la energía durante la mayor parte de 2016. No obstante, en la mayoría de los países de este grupo dicho indicador se mantiene por debajo del objetivo de los respectivos bancos centrales, y las expectativas de inflación aún se encuentran en niveles bajos.

Así, la postura monetaria de los principales bancos centrales de países avanzados se mantuvo acomodaticia, si bien continúan existiendo divergencias entre países como reflejo de diferencias en sus posiciones relativas en el ciclo económico. En particular, luego de haberlo aumentado en marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambios el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su reunión de mayo. No obstante, se continúa esperando que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos seguirá a un ritmo gradual, y se anticipa que en su decisión de junio este banco central incremente nuevamente dicho rango. Además, se ha venido fortaleciendo la expectativa de que hacia finales del año en curso, la Reserva Federal comience a tomar acciones orientadas a reducir el tamaño de su hoja de balance, lo que aceleraría el proceso de normalización de la política monetaria. Mientras tanto, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón han mantenido sin cambio su postura monetaria, recalcando la necesidad de mantenerla acomodaticia, aunque no se prevén estímulos adicionales dada la disminución en los riesgos deflacionarios.

En lo que respecta a las economías emergentes, la actividad económica se ha recuperado durante el primer trimestre, aunque desde niveles bajos. A ello ha contribuido el reciente impulso adquirido por el comercio mundial ante la mayor actividad de las economías avanzadas y cierto repunte en los precios internacionales de las materias primas observado durante 2016. No obstante, las vulnerabilidades de la economía china y la reciente crisis política en Brasil pudieran incidir sobre el crecimiento de dichas economías en los próximos trimestres.

A pesar de la incertidumbre que persiste en materia de política económica y de los crecientes riesgos geopolíticos, los mercados financieros internacionales mostraron una marcada reducción en sus niveles de volatilidad y un aumento en los precios de los activos respecto a lo experimentado durante el último trimestre de 2016. El desempeño favorable de los mercados parece estar respondiendo más a las expectativas de un escenario de crecimiento sostenido, apoyado por condiciones crediticias favorables, la recuperación de las utilidades empresariales, y el fortalecimiento de la demanda y el comercio global, que a los elevados niveles de incertidumbre política y económica. No obstante, si bien las medidas de

volatilidad son bajas, los mercados no excluyen riesgos extremos o de cola, observándose un incremento en los costos de cobertura de dichos riesgos. En efecto, aún no se pueden descartar episodios de mayor inestabilidad en los mercados financieros dada la incertidumbre que aún existe tanto sobre la materialización del escenario que está sustentando las expectativas favorables, como la probabilidad de que ocurran los riesgos extremos que enfrenta la economía global anteriormente señalados.

Respecto al desempeño de los mercados financieros nacionales, estos se vieron afectados de manera importante a principios del año, especialmente como consecuencia de la incertidumbre en torno a la posible instrumentación de políticas comerciales y migratorias de la nueva administración estadounidense que pudieran incidir desfavorablemente en la economía mexicana. Así, el peso mostró una depreciación significativa y elevada volatilidad, al tiempo que las tasas de interés para todos los plazos aumentaron. No obstante, como consecuencia de las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, de las medidas anunciadas por la Comisión de Cambios y de algunos comentarios constructivos de miembros del gobierno de Estados Unidos sobre el futuro de la relación bilateral de ese país con México, la depreciación de la moneda nacional antes mencionada se revirtió a partir de la segunda mitad de enero. En particular, el tipo de cambio se apreció considerablemente, a niveles comparables a los observados antes de que el proceso electoral en Estados Unidos finalizara, y las tasas de interés para horizontes de largo plazo mostraron una disminución.

En cuanto a la economía nacional, en el primer trimestre de 2017 la actividad productiva se expandió a un ritmo similar al del trimestre previo. Esto reflejó, fundamentalmente, el crecimiento que continuaron presentando el consumo privado y la demanda externa. En contraste, se acentuó la debilidad de la inversión, toda vez que a la tendencia negativa que ha venido presentado la pública, se ha añadido recientemente una desaceleración en la privada. En este contexto, siguen sin presentarse presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada, aunque el mercado laboral ha venido agotando su holgura lo que, a su vez, se ha reflejado en una trayectoria al alza en los costos laborales unitarios, partiendo de niveles bajos.

El crecimiento observado en el primer trimestre del año fue ligeramente superior al que se anticipaba en el Informe anterior. Como consecuencia de ello, se prevé una mayor expansión del PIB para 2017 en su conjunto, de modo que se ajusta el intervalo de pronóstico para ese año de uno de entre 1.3 y 2.3 por ciento, a uno de entre 1.5 y 2.5 por ciento. A pesar del relativamente favorable desempeño de la actividad económica a inicios de 2017, las cifras más recientes apuntan a cierta desaceleración de la actividad productiva en los próximos trimestres, lo cual pareciera estar parcialmente asociado, tal como se destacó en el Informe previo, a los efectos de la incertidumbre relativa al futuro de la relación económica entre México y Estados Unidos sobre las decisiones de inversión y consumo, si bien estos se han atenuado ligeramente. Para 2018, no se modifica respecto al Informe previo el intervalo de pronóstico de un crecimiento del PIB de entre 1.7 y 2.7 por ciento, de modo que se sigue previendo un mayor ritmo de expansión de la economía respecto a 2017, reflejando la expectativa de un mayor dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos en ese año, así como efectos positivos más evidentes en 2018 de las reformas estructurales sobre las condiciones para la inversión.

Se prevé que en los próximos meses la inflación general anual seguirá siendo afectada de manera temporal por el incremento en las tarifas de autotransporte y de algunos productos agropecuarios, mismos que se añaden a los ajustes que resulten de los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios, derivados de la depreciación acumulada del tipo de cambio real, así como por el impacto transitorio del incremento en los precios de los energéticos y del salario mínimo en enero de 2017. Por ello, se estima que la inflación general anual se ubique durante 2017 por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien durante los últimos meses de 2017 y durante 2018 se anticipa que retome una tendencia convergente al objetivo de 3 por ciento y que alcance dicho nivel al final del horizonte de pronóstico. Esta estimación prevé que en 2017 la inflación subyacente anual permanecerá también por encima del referido intervalo, pero significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual y que a finales de ese año y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente al objetivo de inflación de este Instituto Central. Estas trayectorias serían resultado de diversos factores, tales como el desvanecimiento de los choques mencionados, la reversión que ha registrado el tipo de cambio durante los últimos meses, la ampliación prevista de la brecha del producto a terreno negativo, y los importantes ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015, así como los que se requieran hacia adelante, que seguirán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación durante los siguientes trimestres.

Cabe señalar que aún prevalece incertidumbre en torno a la política económica que se implementará en los Estados Unidos, así como sus efectos sobre la relación bilateral con nuestra nación, por lo que no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad. Ante esto, este Instituto Central contribuirá a la solidez del marco macroeconómico del país a través de procurar una inflación baja y estable. Es a través del cumplimiento de su mandato como el Banco de México mejor contribuye al crecimiento y a la recuperación de los salarios reales de la economía. A la estabilidad macroeconómica también contribuirán las medidas de consolidación fiscal que se han venido aplicando y que se espera que se implementarán en los siguientes años. En complemento a ello, el Directorio del Fondo Monetario Internacional ratificó el 22 de mayo de 2017 la disponibilidad para México de la Línea de Crédito Flexible (LCF) por 86 mil millones de dólares.¹ Esto confirma que México sigue cumpliendo con todos los criterios de calificación necesarios para acceder a dichos recursos contingentes y genera importantes incentivos para continuar manteniendo la solidez de los fundamentos de la economía, toda vez que ello es requisito para conservar el acceso a esta línea de crédito.

Hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio y de los incrementos en los precios de los energéticos al resto de los precios. También se mantendrá atenta a la evolución de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, y a la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para lograr la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento.

¹ Este monto corresponde al equivalente a 62.4 miles de millones de Derechos Especiales de Giro, al tipo de cambio vigente al 22 de mayo de 2017.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2017

La inflación general anual continúa presentando una tendencia al alza, como reflejo de los diversos choques que han venido afectando tanto a la inflación subyacente, como a la no subyacente. En el primer caso, la depreciación que ha acumulado el tipo de cambio desde finales de 2014 sigue manifestándose en la forma de un gradual ajuste de precios relativos de las mercancías respecto a los correspondientes a los servicios. Al mismo tiempo, el incremento en los precios de los energéticos, en particular de las gasolinas y del gas L.P., registrado desde principios de año, así como el aumento sostenido durante el trimestre de referencia de las tarifas industriales y comerciales de la electricidad, han causado efectos indirectos en los precios de algunos rubros de la inflación subyacente, al provocar aumentos en los costos de producción de diversos bienes y algunos servicios, principalmente de alimentación. Por su parte, la inflación no subyacente ha mantenido su tendencia al alza, reflejando tanto los aumentos en los precios de los energéticos referidos, como los incrementos que recientemente se han presentado en los precios de algunos productos agropecuarios y en las tarifas autorizadas por distintas instancias gubernamentales, como es el caso del autotransporte. A su vez, el incremento al salario mínimo que tuvo lugar a principios de año también contribuyó de manera moderada al aumento de la inflación en lo que va del año. No obstante la simultaneidad y magnitud de estos choques, no se han percibido hasta el momento efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía, y las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen estables.

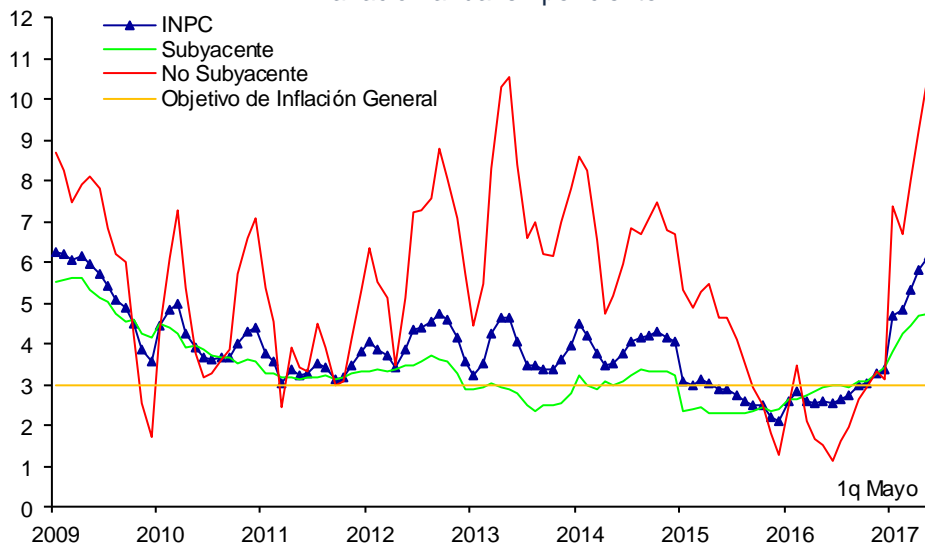
Reflejando el entorno anterior, la inflación general anual aumentó de un promedio de 3.24 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 a uno de 4.98 por ciento en el primer trimestre de 2017, incrementándose a 6.17 por ciento en la primera quincena de mayo. En particular, la inflación subyacente anual promedio pasó de 3.28 a 4.19 por ciento entre los trimestres referidos, mientras que en la primera quincena de mayo registró 4.75 por ciento. Por su parte, la variación anual promedio del componente no subyacente aumentó de 3.14 a 7.38 por ciento entre el último trimestre de 2016 y el primero de 2017, ubicándose en 10.71 por ciento en la primera quincena de mayo (Cuadro 1 y Gráfica 1).

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

	2015		2016				2017	
	IV	I	II	III	IV	I	1q Mayo	
INPC	2.27	2.69	2.56	2.78	3.24	4.98	6.17	
Subyacente	2.40	2.69	2.91	3.00	3.28	4.19	4.75	
Mercancías	2.78	3.04	3.51	3.79	3.98	5.33	6.24	
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.55	2.88	3.69	3.89	4.26	5.93	6.73	
Mercancías No Alimenticias	2.98	3.17	3.36	3.71	3.75	4.83	5.82	
Servicios	2.09	2.40	2.41	2.34	2.68	3.23	3.49	
Vivienda	2.00	2.11	2.21	2.32	2.40	2.52	2.53	
Educación (Colegiaturas)	4.28	4.21	4.13	4.17	4.26	4.37	4.42	
Otros Servicios	1.52	2.15	2.09	1.80	2.50	3.62	4.21	
No Subyacente	1.87	2.71	1.46	2.10	3.14	7.38	10.71	
Agropecuarios	2.76	6.51	4.48	3.81	4.98	-0.20	6.56	
Frutas y Verduras	6.33	22.45	13.30	8.58	8.32	-6.88	10.97	
Pecuarios	0.84	-1.60	-0.01	1.26	3.09	4.02	4.06	
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	1.33	0.39	-0.45	1.01	2.00	12.28	13.50	
Energéticos	0.52	-1.10	-1.49	-0.03	1.75	16.85	16.23	
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.86	3.23	1.41	2.83	2.48	3.91	8.87	
Indicador de Media Truncada ^{1/}								
INPC	2.45	2.46	2.62	2.86	3.15	4.17	4.69	
Subyacente	2.76	2.86	3.05	3.20	3.29	4.02	4.45	

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



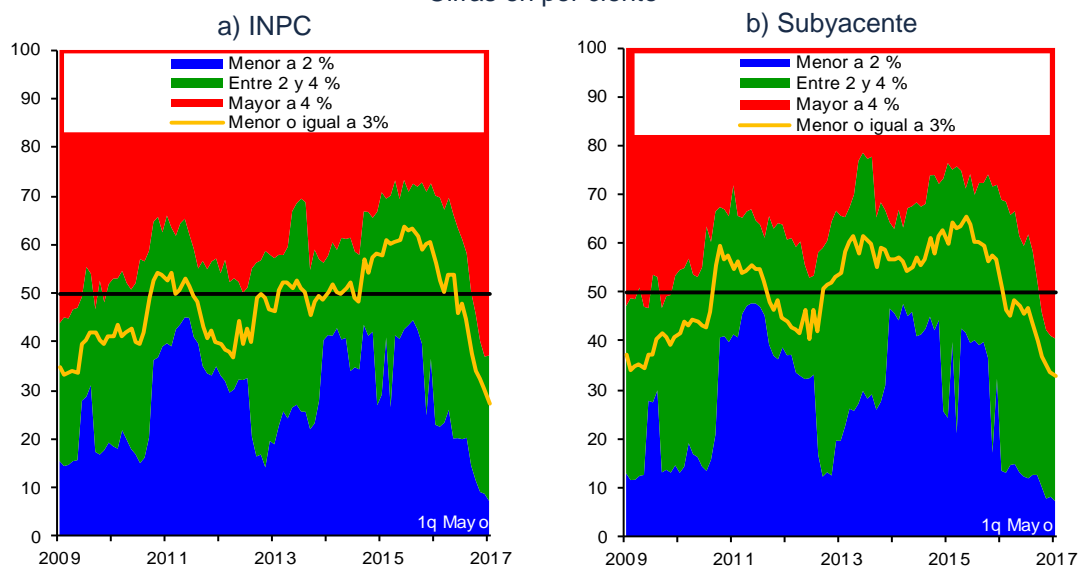
Fuente: Banco de México e INEGI.

Para analizar tanto la tendencia de la inflación general y subyacente, como su comportamiento en el margen, se muestran los siguientes indicadores. En primer lugar, se calcula la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) que presenta variaciones anuales de precios dentro de ciertos intervalos. De esta forma, 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 sus precios: i) genéricos con variación anual menor a 2 por ciento; ii) entre 2 y 4 por ciento; y iii) mayor a 4 por ciento. También se presenta el porcentaje de dichas canastas en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones anuales en sus precios menores o iguales a 3 por ciento, y la que registra variaciones anuales en sus precios mayores a 3 por ciento (Gráfica 2).

Este análisis ilustra que el porcentaje tanto de la canasta del índice general, como del subyacente, que tienen incrementos de precio menores a 4 por ciento, ha venido disminuyendo (áreas azul y verde, Gráfica 2a y Gráfica 2b). Específicamente, en el cuarto trimestre de 2016 la proporción de la canasta de bienes y servicios del índice general con incrementos de precios menores a 4 por ciento fue en promedio 61 por ciento, mientras que en el primer trimestre de 2017 dicha proporción fue 45 por ciento y en la primera quincena de mayo fue 37 por ciento. En cuanto a la canasta del índice subyacente, las proporciones fueron 60, 47 y 41 por ciento, respectivamente, en esos mismos lapsos. Asimismo, el porcentaje de la canasta del índice general con variaciones de precios menores o iguales a 3 por ciento (área por debajo de la línea amarilla) fue en promedio de 46 por ciento en el cuarto trimestre de 2016, 35 por ciento en el primer trimestre de 2017 y 27 por ciento en la primera quincena de mayo. En el caso del índice subyacente los porcentajes respectivos fueron 45, 37 y 33 por ciento.

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



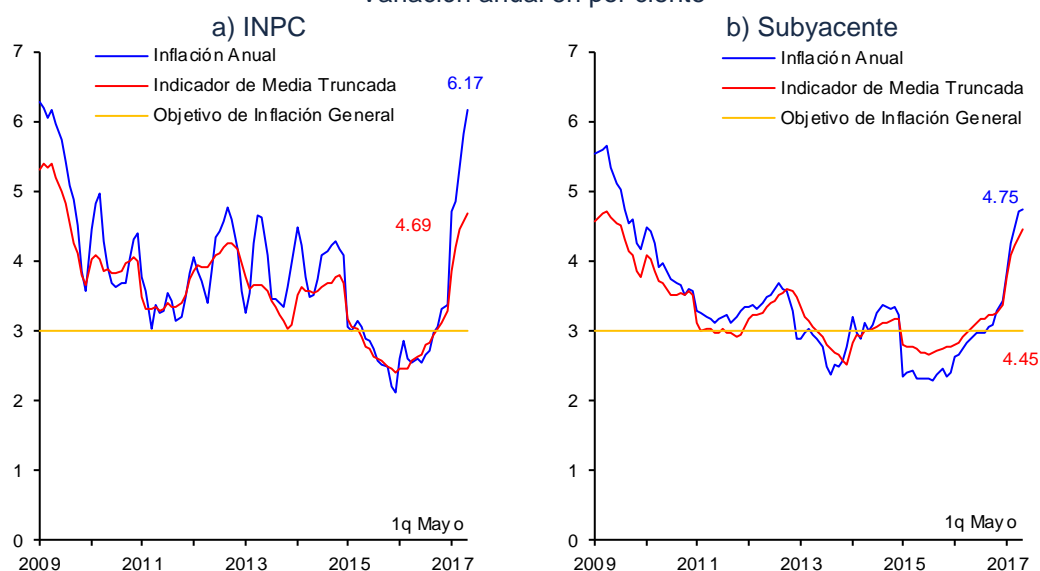
Fuente: Banco de México e INEGI.

En segundo lugar, se ilustra la tendencia de mediano plazo de la inflación general mediante el Indicador de Media Truncada, el cual ha venido aumentando, al pasar de 3.15 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 a 4.17 por ciento en el primer trimestre de 2017 y a 4.69 por ciento en la primera quincena de mayo. De manera análoga, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente ha mostrado incrementos, registrando 3.29 por ciento en el último trimestre de 2016, 4.02 por ciento en el primer trimestre de 2017 y 4.45 por ciento en la primera quincena de mayo. Si bien las cifras del Indicador de Media Truncada para la inflación general y para la subyacente son inferiores a los datos observados, su tendencia al alza,

así como los elevados niveles que registran ambos indicadores, dan cuenta de la trayectoria creciente que han exhibido los precios de la mayoría de los genéricos que los integran (Gráfica 3 y Cuadro 1).

En tercer lugar, se presenta la evolución mensual ajustada por estacionalidad y anualizada de la inflación general y subyacente, así como sus tendencias (Gráfica 4a y Gráfica 4b). Como puede apreciarse, la tendencia tanto de la inflación general, como de la subyacente, es al alza, reflejando los choques a los que han estado expuestos dichos indicadores, aunque ambos en el margen exhibieron cierto descenso. Un comportamiento similar han seguido los componentes de la inflación subyacente, es decir la de las mercancías y la de los servicios (Gráfica 4c y Gráfica 4d).

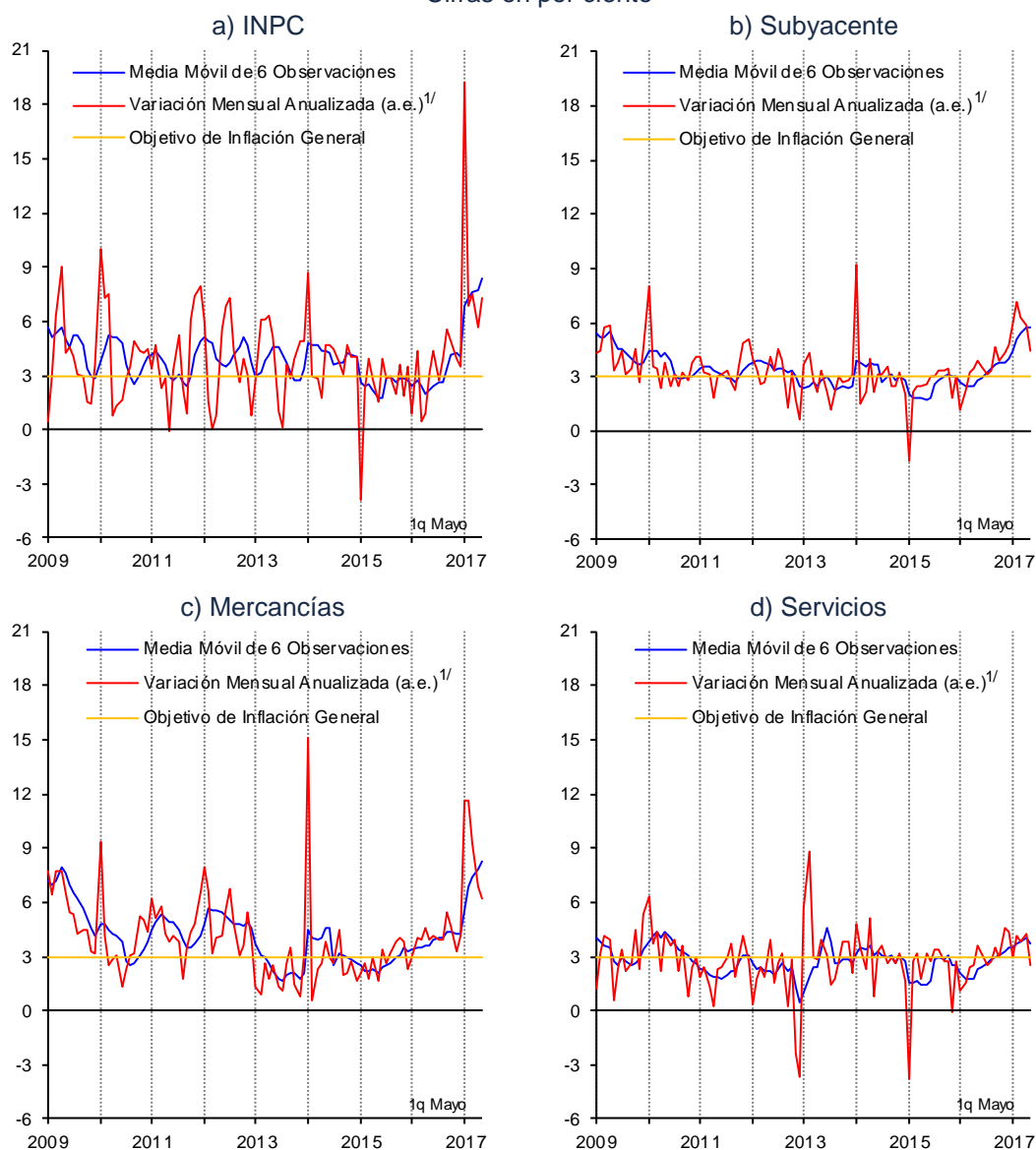
Gráfica 3
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
Variación anual en por ciento



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 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.

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



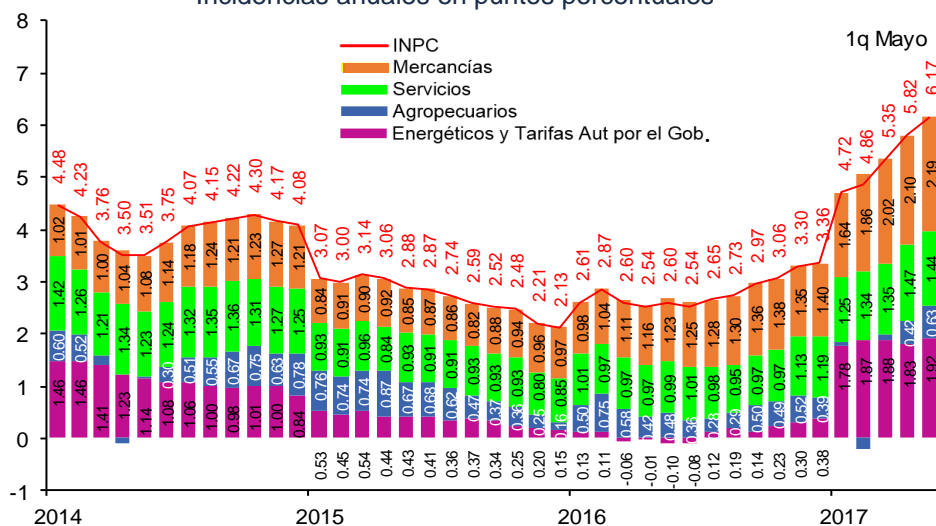
a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

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

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

En el comportamiento de la inflación subyacente destaca la marcada aceleración de las tasas de crecimiento anual del subíndice de las mercancías. Esta trayectoria ha conducido a que la contribución de la variación de los precios de las mercancías a la inflación general anual aumentara de 1.40 a 2.19 puntos porcentuales entre diciembre de 2016 y la primera quincena de mayo de 2017. Por su parte, el subíndice de precios de los servicios también ha incrementado su incidencia a la inflación general anual, aunque en menor grado, al pasar de 1.19 a 1.44 puntos porcentuales entre los periodos referidos (Gráfica 5). En particular:

Gráfica 5
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}

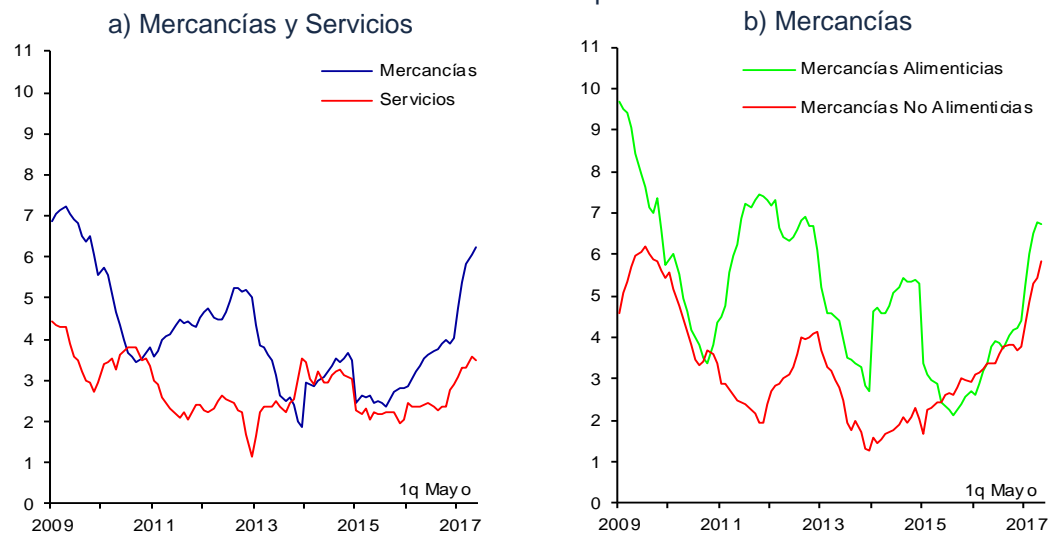


1/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.
 Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

- i. El crecimiento del subíndice de precios de las mercancías ha venido reflejando en los últimos meses de manera más notoria los efectos de la depreciación acumulada de la moneda nacional, aparentemente acelerándose el traspaso después del resultado de las elecciones en Estados Unidos. Esto último quizá debido a que hasta entonces se percibió la depreciación del tipo de cambio real como un fenómeno más permanente y que confluyeron otros choques que afectaron la inflación. Así, este subíndice pasó de una tasa de crecimiento anual promedio de 3.98 por ciento en el último trimestre de 2016 a 5.33 por ciento en el primer trimestre de 2017, ubicándose en 6.24 por ciento en la primera quincena de mayo. Si bien tanto los precios de las mercancías alimenticias, como los de las no alimenticias, han exhibido un incremento en sus variaciones anuales, han sido las primeras las que muestran una mayor aceleración, al pasar su tasa de crecimiento anual de 4.26 a 5.93 por ciento entre los trimestres mencionados, alcanzando 6.73 por ciento en la primera quincena de mayo. Las tasas de crecimiento anuales promedio de las mercancías no alimenticias, por su parte, fueron 3.75, 4.83 y 5.82 por ciento en los mismos lapsos (Gráfica 6a y Gráfica 6b).
- ii. El subíndice de precios de los servicios también ha venido exhibiendo aumentos en sus tasas de crecimiento anual, si bien han sido relativamente más moderados. Ello ha sido resultado, principalmente, de las menores reducciones en las tarifas de telefonía móvil en relación al año previo, así como de los incrementos de precio que han tenido los servicios de alimentación, los cuales han reflejado los aumentos de precios de los alimentos y de los energéticos, especialmente del gas L.P. De esta forma, la variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios pasó de 2.68 a 3.23 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, registrando 3.49 por ciento en la primera quincena de mayo (Gráfica 6a). En particular, el rubro de los servicios distintos a la vivienda y a la educación registró una variación

anual promedio de 2.50 y de 3.62 por ciento por ciento en los trimestres señalados, ubicándose en 4.21 por ciento en la primera quincena de mayo. Cabe destacar que en el dato de la primera quincena de mayo ya se observa cierta corrección a la baja de los precios de los servicios turísticos respecto a los altos niveles que alcanzaron en abril, los cuales estuvieron influidos por el efecto calendario de la Semana Santa.

Gráfica 6
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, como se mencionó, la inflación no subyacente mantiene niveles elevados y ha continuado aumentando en el periodo que se reporta. Esto refleja el efecto de los incrementos de precios de los energéticos, destacando el caso de las gasolinas y del gas L.P., que tuvieron lugar a inicios de año, a lo que en abril y mayo se sumó un repunte en los precios de los bienes agropecuarios, así como los incrementos en algunas tarifas de autotransporte (Gráfica 5 y Cuadro 1).

- i. Efectivamente, si bien la variación anual promedio del subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó de 4.98 a -0.20 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, en la primera quincena de mayo repuntó a 6.56 por ciento debido, principalmente, al aumento de precios registrado en algunas frutas y verduras, como el jitomate, la cebolla y el aguacate.
- ii. Entre el último trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, la variación anual promedio del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno aumentó significativamente, pasando de 2.00 a 12.28 por ciento y ubicándose en 13.50 por ciento en la primera quincena de mayo, con lo que su contribución a la inflación también se incrementó (Gráfica 5).

En relación a lo anterior, cabe destacar que:

- Entre el 1 de enero y el 17 de febrero de 2017, los precios máximos de las gasolinas fueron los que se determinaron el 27 de diciembre de 2016 por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)

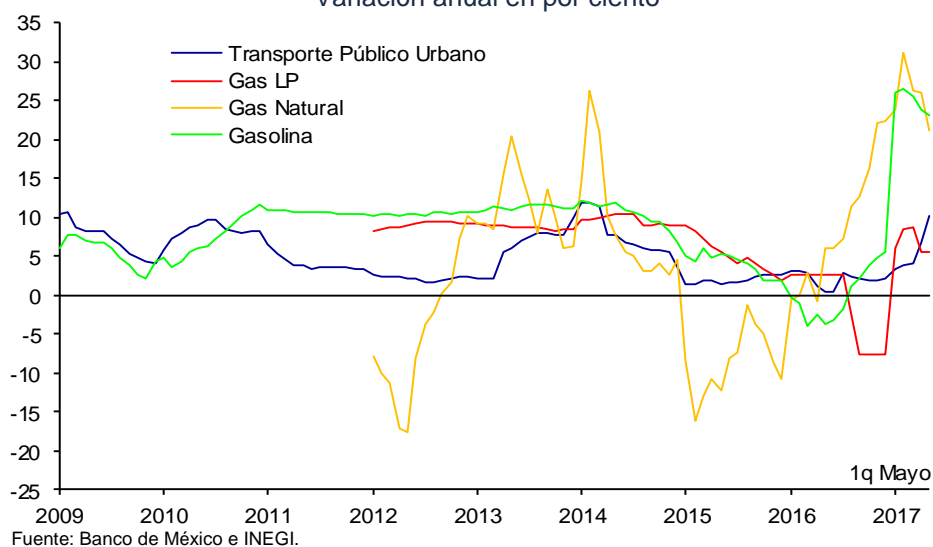
en 90 regiones del país, mediante una fórmula en la cual las referencias internacionales de ese combustible, convertidas a pesos, continuaban considerándose directamente, pero se eliminaron las cotas superior e inferior entre las cuales se permitió fluctuar dicho precio durante 2016. A partir del 18 de febrero de 2017, los precios máximos de las gasolinas se comenzaron a determinar de manera diaria utilizando una nueva fórmula que, si bien sigue contemplando los precios de las referencias internacionales convertidas a pesos, busca mitigar el efecto de las fluctuaciones excesivas en dichas referencias. En apego al cronograma dado a conocer el 20 de diciembre de 2016 por la Comisión Reguladora de Energía (CRE) para la liberalización de los precios de las gasolinas en el país, el precio de las gasolinas en los estados de Baja California y Sonora quedó liberalizado el 30 de marzo, mientras que en el resto del país continuarán rigiendo los precios máximos determinados por la SHCP, en tanto no se estipule su liberalización de acuerdo a dicho cronograma. El impacto directo de las modificaciones de los precios de las gasolinas en la inflación medida ha sido considerable en lo que va del año. En particular, la variación mensual de los precios de las gasolinas en enero de 2017 fue 17.29 por ciento. Más aún, dichos incrementos han incidido de manera importante en la inflación anual. Así, de las inflaciones anuales registradas en enero, de 4.72 por ciento; febrero, de 4.86 por ciento; marzo, de 5.35 por ciento; abril, de 5.82 por ciento, y primera quincena de mayo, de 6.17 por ciento, los precios de las gasolinas contribuyeron con una incidencia directa de 1.35, 1.36, 1.30, 1.23 y 1.20 puntos porcentuales, respectivamente (Gráfica 7).

- En cuanto al gas L.P., a partir del primero de enero de 2017 sus precios quedaron liberalizados, lo que condujo a un incremento de 17.85 por ciento respecto a diciembre previo. Las variaciones mensuales de los precios de este combustible en febrero, marzo y abril fueron 2.27, 0.30 y -2.95 por ciento, respectivamente, mientras que el cambio en la primera quincena de mayo fue -0.76 por ciento (ver Recuadro 1).
- Los precios del gas natural que son determinados de acuerdo a su referencia internacional han exhibido elevadas tasas de crecimiento anual, registrando un promedio de 20.27 por ciento en el último trimestre de 2016 y de 27.16 por ciento en el primer trimestre de 2017. En la primera quincena de mayo, el precio de este energético tuvo una variación anual de 21.27 por ciento.
- A comienzos de 2016, las tarifas eléctricas para el sector doméstico de bajo consumo se redujeron 2 por ciento y se espera que para 2017 permanezcan sin cambio. Por su parte, las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) han venido aumentando aproximadamente desde mediados de 2016, como reflejo del comportamiento de los costos de los insumos necesarios para la generación de energía eléctrica, principalmente de los combustibles. Las variaciones mensuales en las tarifas DAC en lo

que va de 2017 han sido de 2.6 por ciento en enero, 3.8 por ciento en febrero, 8.0 por ciento en marzo, así como de -1.5 por ciento en abril y de -4.8 por ciento en mayo.

- El rubro de las tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno ha venido incrementando su ritmo de crecimiento anual promedio, pasando de 2.48 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 a 3.91 por ciento en el primer trimestre de 2017. La aceleración más notoria ha ocurrido recientemente, al registrarse en abril una variación anual de 6.29 por ciento y de 8.87 por ciento en la primera quincena de mayo. Este desempeño se debió, principalmente, al incremento en las tarifas de transporte público que tuvieron lugar en varias localidades. En particular, en la Ciudad de México las tarifas de transporte colectivo y de autobús urbano aumentaron, en general, 1 peso, lo que representa un alza de entre 16.7 y 25 por ciento, dependiendo del servicio específico considerado. Esta alza se presentó a partir del 27 de abril, por lo que la mayor parte del efecto de este incremento se reflejó en mayo. Lo anterior condujo a un aumento a tasa anual de 10.14 por ciento en el rubro de transporte público urbano del INPC en la primera quincena de mayo (Gráfica 7). Otras ciudades que presentaron ajustes en distintas tarifas de transporte público durante abril fueron Huatabampo, Son.; San Luis Potosí, S.L.P.; Tehuantepec, Oax.; y Tijuana, B.C., si bien tuvieron una menor incidencia sobre la inflación general.

Gráfica 7
Índices de Precios de Servicios de Transporte y Energéticos Seleccionados
 Variación anual en por ciento



Recuadro 1 Evolución Reciente del Precio del Gas L.P. y Consideraciones sobre su Mercado

1. Introducción

En este Recuadro se analiza la evolución reciente de los precios del gas L.P. en México ante el proceso de liberalización que inició en 2016 con la apertura de las importaciones por parte de particulares, y que finalizó el primero de enero de 2017 con la plena liberalización de los precios al consumidor de este combustible. En particular, se analizan algunos de los principales factores que han incidido en la dinámica de precios del gas L.P., así como la relación entre el grado de competencia en este mercado y los precios de este energético. La información disponible muestra que previo a 2016 los precios al consumidor y al productor en México presentaron una tendencia al alza, la cual no estuvo relacionada con la dinámica de la referencia internacional, ya que esta presentó bajas importantes en los últimos años. Por otro lado, a partir de enero de 2017 la evolución de la referencia internacional se ha reflejado solo de manera parcial en los precios de este bien. Asimismo, los precios al consumidor de este energético han presentado incrementos mayores a los registrados a nivel productor.

También se muestra que existen importantes diferencias entre los incrementos de precio a nivel regional, siendo la región norte la que ha exhibido los mayores aumentos. En este contexto, se encuentra que para las distintas entidades federativas del país, a mayor número de empresas minoristas distribuidoras de este bien, tanto el nivel del precio, como su tasa de crecimiento, tienden a ser en promedio menores, fenómeno que se ha presentado durante 2017. Esta evidencia podría ser congruente con la existencia de diferencias en el nivel de competencia a nivel regional que conducen a que en algunas regiones con menos oferentes exista un mayor margen para incrementar los precios del gas L.P. al consumidor, lo cual pudiera explicar en parte el comportamiento del precio de este bien desde principios de 2017. Por lo anterior, sería conveniente reforzar las condiciones de competencia de este mercado mediante la participación de un mayor número de empresas, especialmente en aquellas regiones donde más ha subido el precio de este energético.

2. Evolución de los Precios del Gas L.P. en México

El proceso de liberalización del precio del gas L.P. se anunció con la publicación de la Ley de Hidrocarburos en el Diario Oficial de la Federación el 11 de agosto de 2014, estableciendo que: i) hasta el 31 de diciembre de 2015 los permisos para la importación de gas L.P. serían

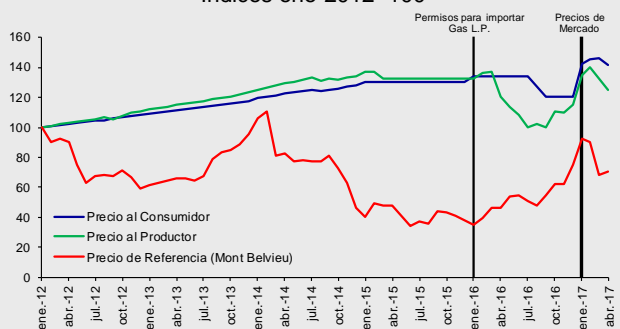
exclusivos para PEMEX, sus subsidiarias y empresas filiales; ii) a partir del 1 de enero de 2016 cualquier interesado que cumpliera con las disposiciones jurídicas aplicables podría obtener permisos para importar gas L.P.; iii) hasta el 31 de diciembre de 2016 el Ejecutivo Federal fijaría los precios máximos de gas L.P. al consumidor final; y, iv) a partir del 1 de enero de 2017 los precios al público de gas L.P. se determinarían bajo condiciones de mercado.

En la Gráfica 1 se presentan los índices de precios de la referencia internacional del gas L.P., así como los del productor y del consumidor en México de dicho energético. La cotización utilizada en la elaboración del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) corresponde al precio de venta de PEMEX, pues es el único productor en el país. Esta empresa determina su precio, el cual se denomina precio de venta de primera mano (PVPM) con base en la metodología establecida por la Comisión Reguladora de Energía (CRE).¹ Por su parte, hasta el 31 de diciembre de 2016, el precio al consumidor de gas L.P. para cada mes, se determinaba con base en cuatro elementos: i) precio al productor; ii) flete del centro embarcador a la planta de almacenamiento para distribución; iii) margen de comercialización; e, iv) impuesto al valor agregado.

Como se puede apreciar en la Gráfica 1, en las trayectorias previas a enero de 2017 los precios al productor y al consumidor del gas L.P. en México no reflejaban las fluctuaciones que se presentaban en la referencia internacional, debido a que los primeros eran determinados por el Ejecutivo Federal. En particular, los precios al productor y al consumidor en México presentaron hasta 2016 una tendencia al alza, lo cual contrasta con el hecho de que el precio de la referencia internacional exhibió de 2014 a 2016 reducciones considerables. Por su parte, a partir de la liberalización de enero de 2017, los precios del gas L.P. en México han reflejado en medida limitada la evolución de la referencia internacional.

¹ La CRE establece que el PVPM se compone de: i) Precio de la referencia internacional en el mercado Mont Belvieu, Texas; ii) costo de internación imputable; iii) ajuste por costos de transporte para reflejar costos de oportunidad y condiciones de competitividad en cada punto de venta; y, iv) tarifas de la planta de suministro en las que se realiza la entrega del gas L.P.

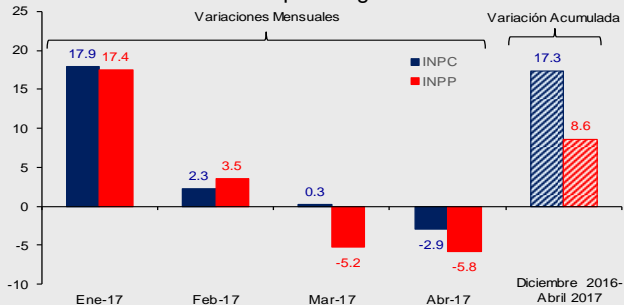
Gráfica 1
Gas L.P.: Índices de Precios al Consumidor, Productor y de la Referencia Internacional
Índices ene-2012=100



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg (precio de referencia expresado en pesos), INEGI (precios al consumidor y al productor).

Más aún, mientras que los precios al productor del gas L.P. en México han aumentado 8.6 por ciento durante los meses que lleva la liberalización, los precios al consumidor se han incrementado en 17.3 por ciento (Gráfica 2 y Cuadro 1). Estas cifras contrastan con la reducción de 6.7 por ciento en el precio de la referencia internacional expresada en pesos durante el mismo periodo e indican que los distribuidores de gas L.P. han trasladado al consumidor incrementos que no se han presentado en el mercado internacional. Adicionalmente, han trasladado un mayor incremento que el que han presentado los precios al productor.

Gráfica 2
Gas L.P.: Precios al Consumidor y Productor¹
Pesos por kilogramo



1/Como se señaló anteriormente, el precio al productor corresponde al PVPM.

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

Durante 2017 se han presentado diferencias en el comportamiento de los precios del gas L.P. a nivel local. En particular, al agrupar las cuarenta y seis ciudades que

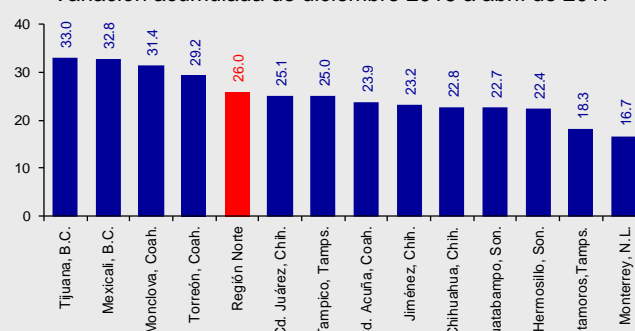
se consideran en el INPC en cuatro regiones, a decir, norte, centro norte, centro y sur, destaca que de diciembre a abril de 2017 los precios en todas las regiones aumentaron por arriba del incremento del gas L.P. reportado en el INPP y del aumento en los precios de la referencia internacional expresada en pesos, sobresaliendo los correspondientes a la región norte (Cuadro 1).² Al interior de la región norte destacan las alzas en la ciudades del INPC que se ubican en Baja California (Tijuana y Mexicali) y Coahuila (Monclova y Torreón), con incrementos acumulados de alrededor del 30 por ciento en los primeros cuatro meses del año, mientras que en Monterrey el aumento en el mismo periodo fue de casi la mitad (Gráfica 3).

Cuadro 1
Gas L.P.: Precios al Consumidor y al Productor en México
Variaciones acumuladas desde dic-2016 en por ciento

Región	2017			
	Enero	Febrero	Marzo	Abril
INPC	17.9	20.5	20.9	17.3
Centro	17.4	18.6	18.3	14.8
Centro Norte	19.6	23.1	23.6	16.5
Norte	18.4	24.6	27.3	26.0
Sur	16.4	18.1	17.4	15.1
INPP	17.4	21.6	15.3	8.6

Fuente: INEGI.

Gráfica 3
Región Norte: Precios al Consumidor de Gas L.P.
Variación acumulada de diciembre 2016 a abril de 2017

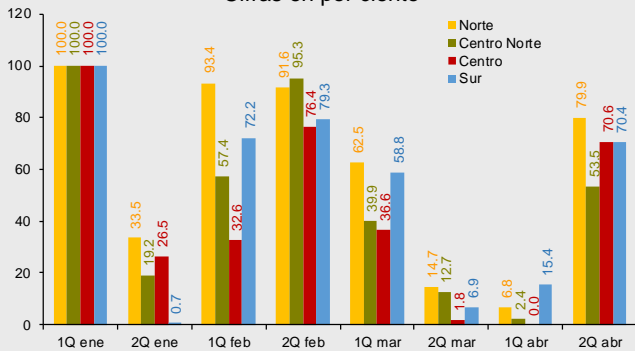


Fuente: Elaborado por Banco de México con base en información del INEGI.

Adicionalmente, al analizar los microdatos del INPC, durante 2017 se encuentra que las regiones norte y centro norte son las que han presentado una mayor proporción de cotizaciones de gas L.P. con revisiones de precios al alza, así como una menor proporción de revisiones de precios a la baja (Gráfica 4a y Gráfica 4b).

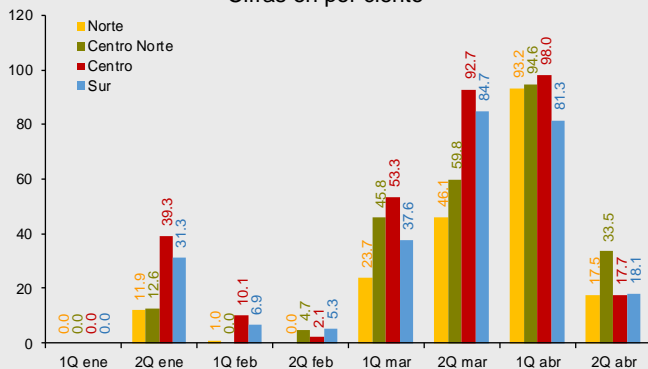
² Esta regionalización coincide con la del Reporte sobre las Economías Regionales del Banco de México.

Gráfica 4a
Frecuencia de Aumentos de Precio del Gas L.P.
Cifras en por ciento



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

Gráfica 4b
Frecuencia de Decrementos de Precio del Gas L.P.
Cifras en por ciento



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

Debido a lo reciente de la liberalización del precio del gas L.P. resulta relevante analizar los factores que han incidido en la evolución de los precios al consumidor. En particular, es importante identificar los elementos que podrían estar limitando el que el consumidor se beneficie de las reducciones que se han presentado tanto en las cotizaciones de la referencia internacional del gas L.P. como en la cotización del dólar, después de los aumentos registrados a principios de año.

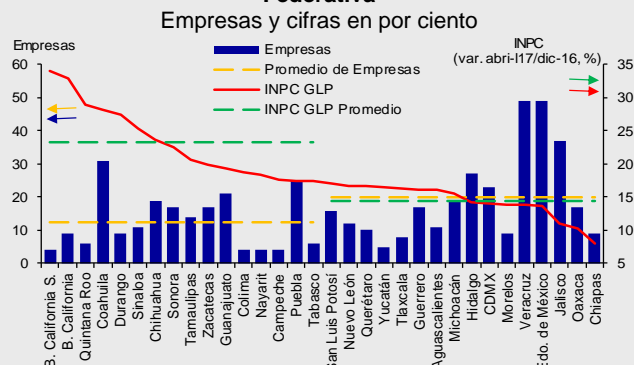
3. Estructura de Mercado y Precios del Gas L.P. en México

En esta sección se argumenta que uno de los factores que incide en los precios al consumidor del gas L.P. en las distintas entidades del país es el número de empresas distribuidoras de este energético. Para ello se dividieron las entidades del país en dos grupos: el primero corresponde a las que de diciembre de 2016 a abril de 2017 registraron alzas de precios del gas L.P. por arriba del incremento promedio a nivel nacional de ese energético en el INPC y en el segundo se agruparon aquellas en las que el alza de los precios fue inferior al promedio en el mismo periodo. Resulta que las entidades

que registraron incrementos en el precio del gas L.P. por arriba del incremento promedio nacional son las que tienen un menor número de empresas distribuidoras. En efecto, mientras que en el primer grupo (variación acumulada de precios por arriba del promedio nacional) la variación de precios fue 23.3 por ciento, el número de empresas que en promedio se tiene por entidad fue de 12.6 empresas. Por el contrario, las entidades que aumentaron de precio en menor medida que el promedio nacional lo hicieron en 14.4 por ciento, teniendo en promedio 20 empresas distribuidoras (Gráfica 5a). Adicionalmente, se realizó un segundo ejercicio, en el cual se empleó el nivel de precios que los distribuidores reportaron a la CRE el 30 de abril de 2017 por estado de la República, siendo en términos generales el mismo resultado: a mayor número de empresas en promedio, menor nivel de precio o viceversa, habiendo coincidencia en la mayoría de las entidades (Gráfica 5b).

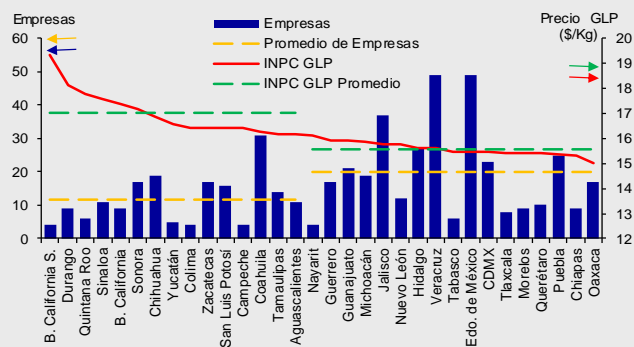
En adición, en la Gráfica 6 se ilustra mediante un diagrama de dispersión la relación entre el incremento acumulado de los precios al consumidor del gas L.P. entre diciembre de 2016 y abril de 2017 y el número de empresas por entidad federativa. Los resultados muestran una asociación inversa entre el número de empresas minoristas distribuidoras de este combustible y las alzas en los precios al consumidor que se han presentado durante 2017. Adicionalmente, en esta gráfica se presenta una ecuación de regresión, la cual es estadísticamente significativa y con una R^2 de 0.35. Los resultados de la estimación muestran que en promedio a mayor número de empresas distribuidoras de gas L.P. mayor es el incremento en el precio de este energético y viceversa. Esta evidencia complementa los resultados previos y sugiere que existen beneficios para el consumidor de promover una mayor entrada de empresas distribuidoras de este combustible, para generar un ambiente de mayor competencia.

Gráfica 5a
Gas L.P.: Variación Acumulada de Precios al Consumidor y Número de Empresas Distribuidoras por Entidad Federativa



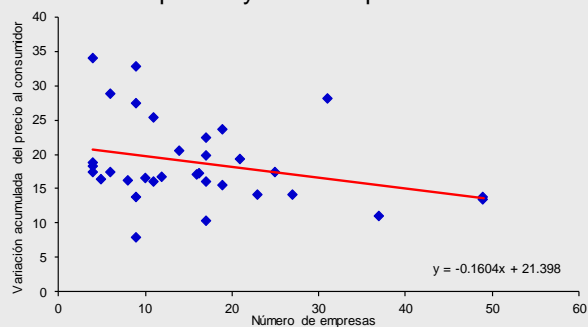
Fuente: CRE (Empresas) e INEGI (variación acumulada del gas L.P. en el INPC).

Gráfica 5b
Gas L.P.: Precios al consumidor y Número de Empresas Distribuidoras por Entidad Federativa
 Empresas y precios en pesos por kg



Fuente: CRE.

Gráfica 6
Relación entre la Variación Acumulada de Precios al Consumidor y Número de Empresas Distribuidoras por Entidad Federativa
 Empresas y cifras en por ciento



Fuente: CRE (Empresas) e INEGI (variación acumulada del gas L.P. en el INPC).

Es importante mencionar que de los ejercicios descritos, destaca que doce estados de la República están tanto en el grupo con incrementos acumulados de precios por arriba del promedio nacional como en el grupo que presenta precios por encima del promedio nacional. Estos

son Baja California, Baja California Sur, Campeche, Chihuahua, Coahuila, Colima, Durango, Quintana Roo, Sinaloa, Sonora, Tamaulipas y Zacatecas. No obstante, algunas entidades que mostraron alzas de precio de diciembre de 2016 a abril de 2017 mayores al promedio nacional se ubican dentro del grupo de estados de la República con precios por debajo del promedio nacional. Ello podría indicar que el precio que prevalecía en diciembre de 2016 en esas entidades era relativamente bajo, por lo que su variación elevada podría estar en parte reflejando un ajuste de precios que anteriormente estaban relativamente distorsionados. Por ende, si bien en este Recuadro se encuentra evidencia congruente con un posible problema de competencia en algunas regiones, no todo el comportamiento de los precios debiese asociarse a dicha situación.

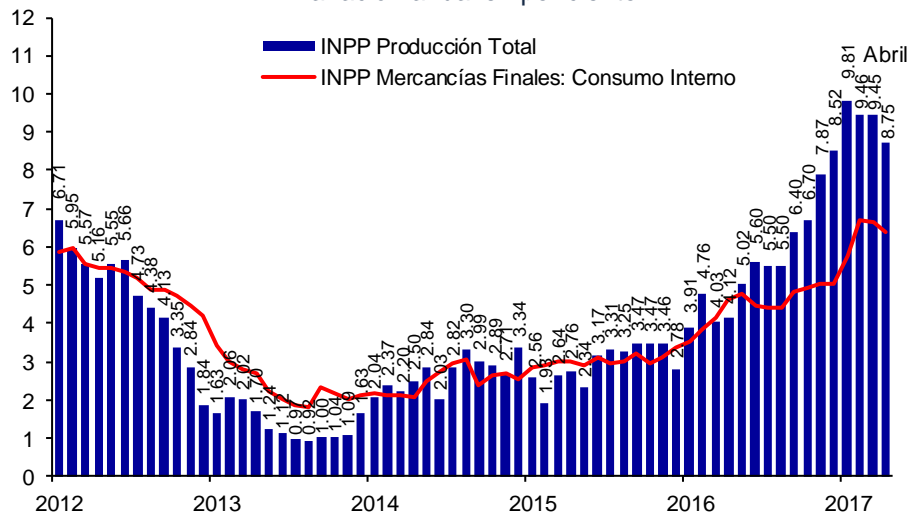
4. Consideraciones Finales

La liberalización de los precios del gas L.P. ocurrida en enero de 2017 ha conducido a un incremento acumulado de 17.3 por ciento entre diciembre de 2016 y abril de 2017 en los precios al consumidor de dicho energético, el cual ha sido mayor al incremento acumulado de 8.6 por ciento en los precios al productor, los cuales también fungen como PVPM en la actualidad. Los aumentos en los precios del gas L.P. se han dado de manera generalizada en las distintas regiones del país, siendo la región norte la que ha presentado los mayores incrementos. Asimismo, la evidencia para las distintas entidades federativas del país muestra que en aquellos estados con un mayor número de empresas minoristas distribuidoras de gas L.P. tanto los precios como los incrementos acumulados durante 2017 han tendido a ser menores. Los resultados previos parecen sugerir que el mercado del gas L.P. en México inició su liberalización con niveles de competencia que difieren entre las entidades y, por ende, que sería recomendable contar con un mayor número de empresas distribuidoras de este energético, en aquellas regiones donde más ha subido el precio, en beneficio de la competencia.

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, entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017 su tasa de variación anual promedio pasó de 7.70 a 9.57 por ciento, ubicándose en 8.75 por ciento en abril 2017 (Gráfica 8). El subíndice de exportaciones del INPP es el que ha presentado las mayores tasas de variación anual (13.31 y 12.71 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, mientras que en abril de 2017 se situó en 9.35 por ciento), pues es un indicador que incluye bienes que se cotizan en dólares y, por lo tanto, refleja en mayor medida la depreciación que ha acumulado la moneda nacional. No obstante, la apreciación que ha experimentado la moneda nacional en los últimos meses parecería estar contribuyendo a reducir gradualmente la tasa de variación de los precios de estos bienes, si bien aún permanece en niveles elevados. Por su parte, el subíndice de precios de las mercancías finales para consumo interno exhibió tasas de variación anual más moderadas (4.99 y 6.36 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, respectivamente, al tiempo que en abril de 2017 se ubicó en 6.39 por ciento). Como se ha mencionado en informes anteriores, el subíndice del INPP de las mercancías finales para consumo interno es el que tiene mayor poder predictivo sobre el comportamiento de los precios subyacentes de las mercancías al consumidor.²

Gráfica 8
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.

² Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril – Junio 2016, “¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP?”.

3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Trimestre de 2017

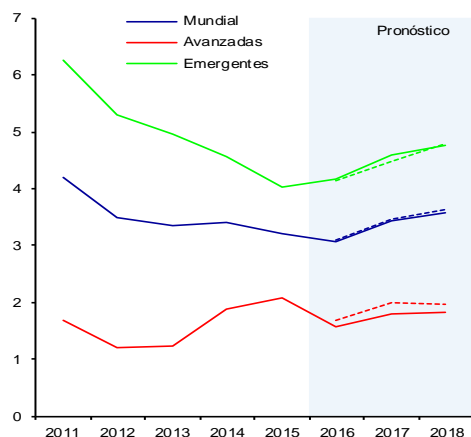
3.1. Condiciones Externas

El fortalecimiento del ritmo de crecimiento económico mundial que comenzó a observarse desde la segunda mitad del 2016 continuó durante el primer trimestre del año, como resultado de un repunte de la inversión, de la producción industrial y del comercio global. Se sigue anticipando una recuperación de la economía mundial en 2017 y 2018, explicada por una expansión mayor a la previamente esperada de algunas de las principales economías avanzadas y por la expectativa de un mayor crecimiento de las emergentes (Gráfica 9). Esto se apoya en gran parte en la relativa fortaleza que ha mostrado desde finales del año pasado la inversión fija en las principales economías avanzadas y en algunas emergentes. Dicha recuperación ha sido impulsada por las condiciones crediticias favorables, la disminución en los niveles de endeudamiento, el aumento de las utilidades empresariales, la relativa disminución en los niveles de volatilidad financiera y el fortalecimiento de la demanda global.

No obstante, el crecimiento continúa siendo modesto y los riesgos para este escenario se mantienen a la baja, prevaleciendo una elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en países avanzados, en particular en relación con las políticas fiscal y comercial de Estados Unidos, la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria más acelerado de lo previsto en ese país, los riesgos asociados a la estabilidad macroeconómica y financiera en China, la evolución de las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea sobre el futuro de sus relaciones económicas y financieras, y la existencia de riesgos geopolíticos en diversas regiones del mundo. Estos factores podrían propiciar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales y afectar las perspectivas de crecimiento mundial.

Gráfica 9
Actividad Económica Mundial

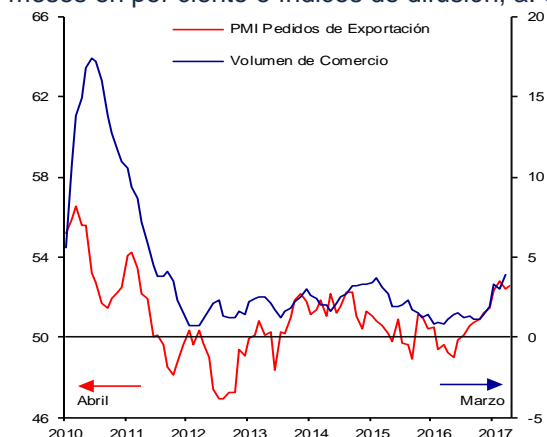
a) Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento



Nota: Las líneas punteadas se refieren a los pronósticos del WEO de abril 2017, las líneas sólidas a los del WEO de octubre 2016.

Fuente: FMI, WEO octubre 2016 y abril 2017.

b) Comercio Mundial de Bienes ^{1/} y PMI Global
Manufacturero
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento e índices de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Se refiere a la suma de exportaciones e importaciones.

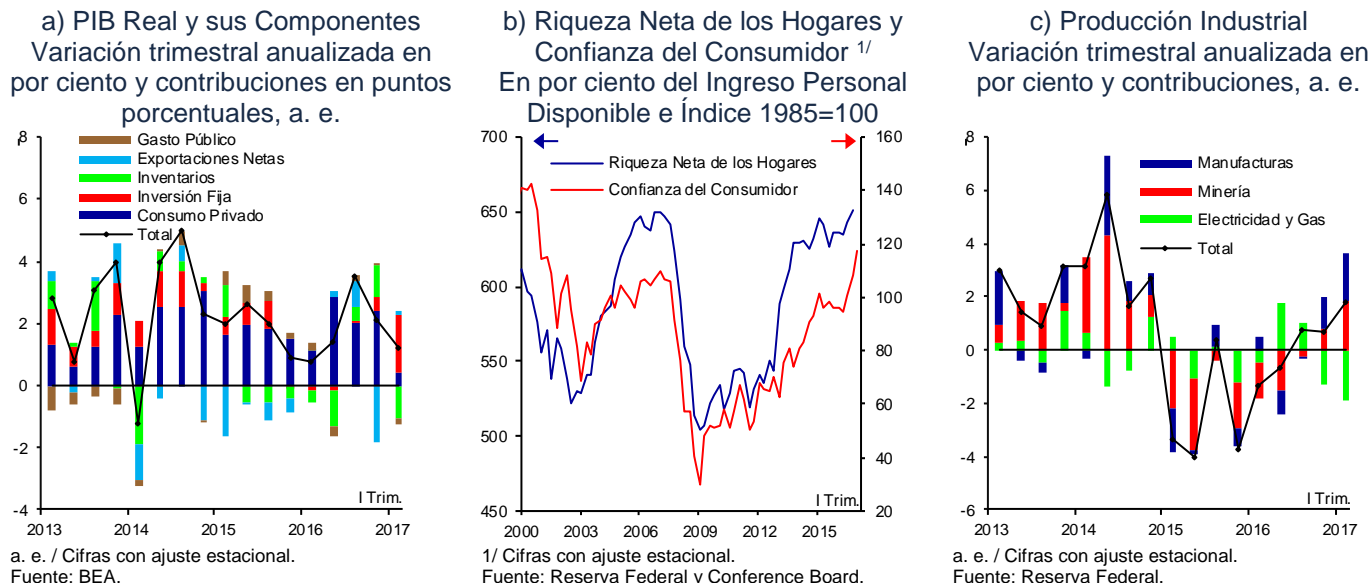
Fuente: CPB Netherlands y Markit.

3.1.1. Actividad Económica Mundial

La economía de Estados Unidos se desaceleró durante el primer trimestre de 2017, al pasar de un crecimiento trimestral anualizado de 2.1 por ciento al cierre de 2016 a una tasa de 1.2 por ciento en el primer trimestre del año (Gráfica 10a). El bajo crecimiento se ha atribuido a factores transitorios, tales como la menor demanda de energía durante el invierno ante las condiciones climáticas inusualmente cálidas, el retraso observado en las devoluciones de impuestos y un menor ritmo de acumulación de inventarios. Además, al igual que durante el primer trimestre en años previos, la medición del PIB podría haber estado sesgada a la baja por dificultades relacionadas con el ajuste estacional de algunos de sus componentes. Por todo lo anterior, se espera un mayor ritmo de expansión en los siguientes trimestres. En particular, si bien el crecimiento del consumo privado se moderó significativamente, se estima que el continuo aumento del empleo, y los elevados niveles de riqueza y confianza de los hogares, contribuyan a un repunte del mismo en los siguientes trimestres (Gráfica 10b). Adicionalmente, se anticipa que la expansión de la economía siga siendo apoyada por una recuperación de la inversión residencial y no residencial.

Por su parte, la producción industrial en Estados Unidos aceleró su ritmo de expansión en el primer trimestre de 2017, al crecer a una tasa trimestral anualizada de 1.8 por ciento, la variación más elevada registrada desde 2014 (Gráfica 10c). Esta recuperación continuó observándose en abril como respuesta a una reactivación en el sector manufacturero y en la minería, sector que se vio apoyado por la mejoría de las actividades petroleras que se presentó a partir de la estabilización de los precios del crudo. Por el contrario, la producción de gas y electricidad se vio afectada al inicio del año por las inusuales condiciones climáticas.

Gráfica 10
Actividad Económica en Estados Unidos

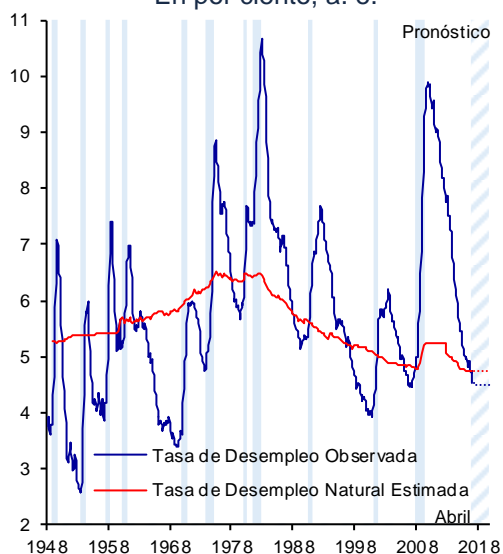


En este contexto, el mercado laboral en Estados Unidos continuó fortaleciéndose durante los primeros meses de 2017. En efecto, se generaron mensualmente 185 mil nuevos empleos en promedio durante los primeros cuatro meses del año, ritmo

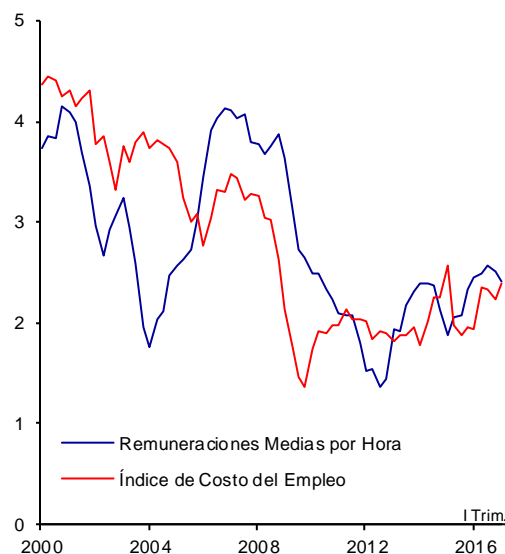
similar al promedio observado durante todo 2016. Ello representó un ritmo superior al que se considera necesario para absorber el crecimiento de la fuerza laboral, lo que condujo a que la tasa de desempleo se ubicara en un nivel de 4.4 por ciento en abril, cifra menor a la tasa natural de desempleo estimada por la Reserva Federal (Gráfica 11a). Adicionalmente, en abril el número de personas empleadas como proporción de la población civil se ubicó en el nivel más alto desde 2009. No obstante, las remuneraciones laborales por hora continuaron expandiéndose a un ritmo moderado durante el primer trimestre del año, similar al observado durante el último trimestre de 2016 (Gráfica 11b).

Gráfica 11
Mercado Laboral de Estados Unidos

a) Tasa de Desempleo Observada y Tasa de Desempleo Natural Estimada
En por ciento, a. e.



b) Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento, a. e.



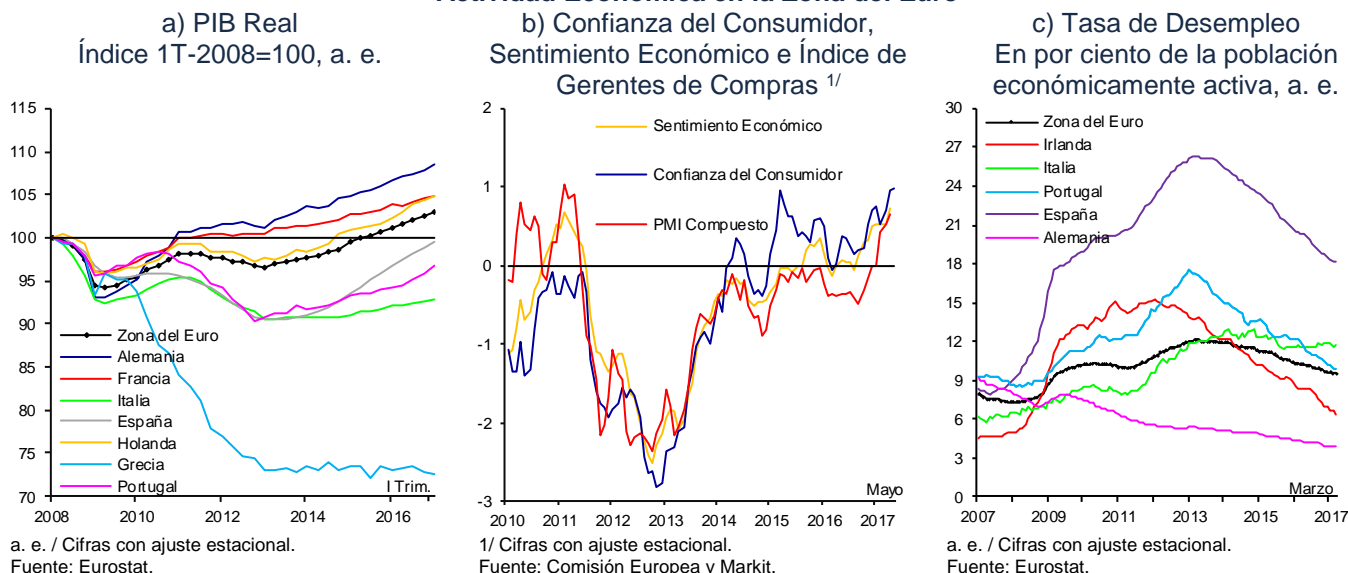
Nota: Las columnas se refieren a las recesiones. Las líneas punteadas se refieren a las medianas de las estimaciones de la tasa de desempleo de los miembros de la Reserva Federal de largo plazo (roja) y de los próximos tres años (azul).
a. e. / Cifras con ajuste estacional. La tasa de desempleo observada corresponde al promedio móvil de tres meses.
Fuente: BLS, CBO, Reserva Federal, y Banco de la Reserva Federal de San Luis.

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

El PIB de la zona del euro se expandió a una tasa trimestral anualizada de 2.0 por ciento durante el primer trimestre de 2017, lo que implica un ritmo de aumento ligeramente mayor al promedio de los últimos cuatro trimestres, el cual fue de 1.8 por ciento (Gráfica 12a). Por su parte, el índice compuesto de gerentes de compras alcanzó en abril su nivel más elevado de los últimos seis años y reflejó una recuperación más generalizada entre sectores y países, lo que sugiere una posible aceleración del crecimiento en el segundo trimestre del año (Gráfica 12b). El dinamismo de la actividad económica en esta región continuó siendo impulsado por la demanda interna, en un contexto en el que se observa una persistente recuperación del mercado laboral y un continuo repunte de la confianza de los agentes económicos (Gráfica 12c). No obstante, si bien los riesgos a la baja para el crecimiento se moderaron luego de conocerse los resultados de las elecciones

en Francia, aún existe incertidumbre en relación con la fortaleza del sector bancario en algunos países y el impacto de la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

Gráfica 12
Actividad Económica en la Zona del Euro



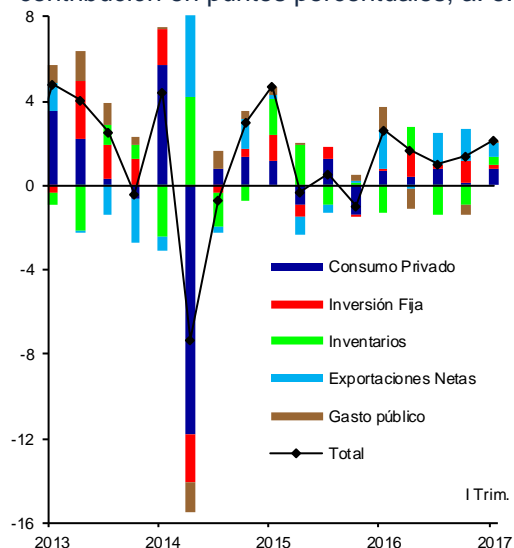
En Japón la economía continuó expandiéndose, al registrar un crecimiento trimestral anualizado de 2.2 por ciento durante el primer trimestre del año, luego de crecer 1.4 por ciento en el trimestre previo (Gráfica 13a). El mayor dinamismo de la actividad económica se debió principalmente a la solidez de la demanda externa, al incremento en el gasto público, a las mayores utilidades corporativas y al repunte en los niveles de confianza de las empresas. Por su parte, si bien la producción industrial moderó su ritmo de expansión durante el primer trimestre del año, los indicadores prospectivos sugieren un sólido crecimiento de esta durante el segundo trimestre del año, en consistencia con un mayor gasto público en el sector de construcción. En este escenario, la tasa de desempleo se ubicó en su menor nivel desde 1994 y el mercado laboral parecería estarse apretando.

En el Reino Unido, la actividad económica moderó su ritmo de expansión más de lo anticipado, al registrar un crecimiento trimestral anualizado de 0.7 por ciento en el primer trimestre del año, después de crecer 2.7 por ciento en el último trimestre de 2016 (Gráfica 13b). Lo anterior se dio luego de que el crecimiento relativamente elevado de los servicios financieros y de negocios y la expansión moderada de la producción industrial y del gasto público fueran contrarrestados por el bajo dinamismo de la construcción y por la contracción de los servicios relacionados con el consumo privado. Por el lado de la demanda, el gasto en consumo se desaceleró significativamente y las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del producto. En contraste, el gasto público y la inversión observaron un importante repunte. Los indicadores prospectivos apuntan a un escenario de crecimiento moderado en el segundo trimestre.

Gráfica 13

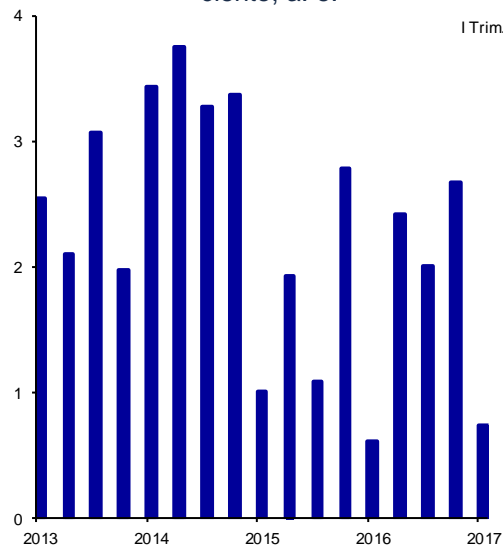
Actividad Económica en Japón y Reino Unido

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Cabinet Office.

b) Reino Unido: PIB Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.

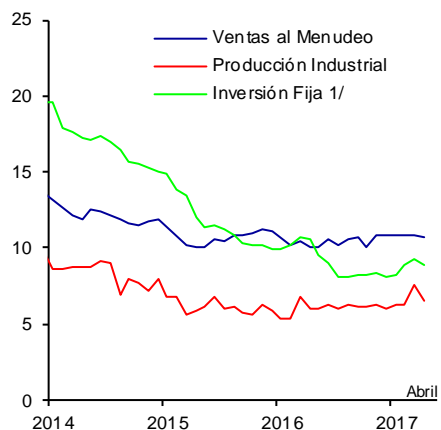


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Office for National Statistics.

En las economías emergentes, los indicadores oportunos sugieren una mejoría de la actividad industrial, de las ventas al menudeo, y de las exportaciones durante el periodo que cubre este Informe (Gráfica 14). A ello han contribuido el reciente impulso adquirido por el comercio mundial ante la mejoría de las economías avanzadas y cierta recuperación durante 2016 en los precios internacionales de las materias primas. En el caso de China, la economía aceleró su ritmo de expansión respecto del último trimestre de 2016, al registrar una tasa anual de crecimiento de 6.9 por ciento. No obstante, los indicadores disponibles apuntan a una moderación en su ritmo de crecimiento en los siguientes trimestres y existe el riesgo de que dicha desaceleración sea mayor a la anticipada, ante el endurecimiento de las condiciones de liquidez y la implementación de medidas macroprudenciales para fortalecer su sistema financiero, lo que pudiera reflejarse en un apretamiento en las condiciones crediticias en los siguientes trimestres. En el caso de Brasil, a pesar de la recuperación de la actividad en el primer trimestre, el deterioro reciente de la situación política pudiera incidir sobre el crecimiento de la economía al aumentar la probabilidad de que se interrumpa el proceso de relajamiento de la política monetaria y al complicar la aprobación de las reformas estructurales en ese país. Por otra parte, la mayoría de las economías emergentes continúan enfrentando riesgos, principalmente ante la posible introducción de barreras al comercio y la inversión, y un apretamiento de las condiciones financieras globales. Dichos factores podrían favorecer salidas de capitales y afectar los niveles de demanda y producción de dichas economías.

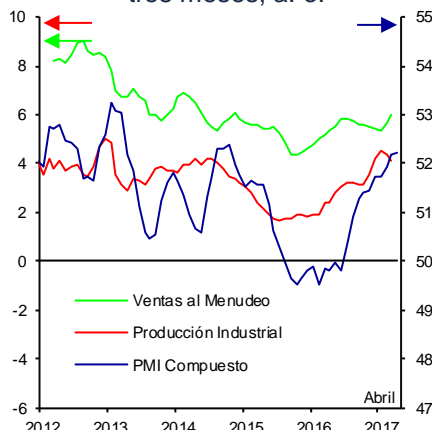
Gráfica 14
Indicadores de Economías Emergentes

a) China: Indicadores de Actividad Económica
Variación anual en por ciento



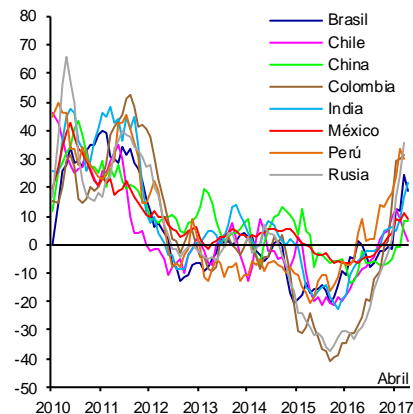
1/ Corresponde a la variación anual acumulada en por ciento.
Fuente: Haver Analytics.

b) Economías Emergentes:
Indicadores de Actividad Económica
Índice de difusión (50=neutral) y
variación anual, promedio móvil de
tres meses, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: Producción industrial y ventas al menudeo expresadas en volúmenes.
Fuente: Markit, CPB Netherlands, Haver Analytics y FMI.

c) Economías Emergentes:
Exportaciones
Variación anual de la media móvil
de 3 meses en por ciento

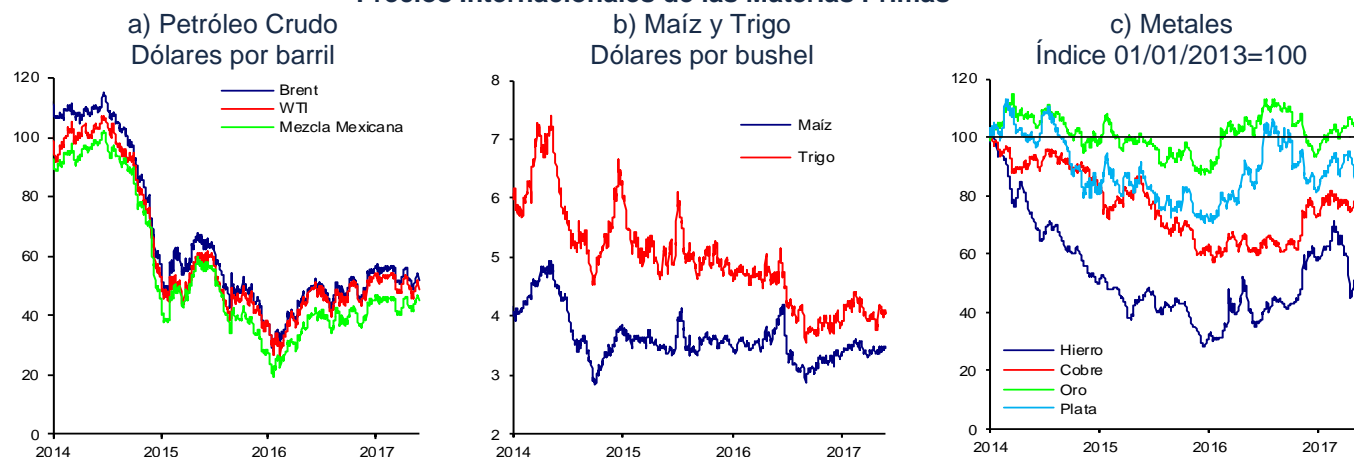


Nota: Cifras nominales.
Fuente: Haver Analytics.

3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas en general se estabilizaron alrededor de los niveles registrados a finales de 2016 durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del petróleo disminuyeron debido a un aumento en los niveles de producción de crudo en Estados Unidos, si bien en las últimas semanas mostraron cierta recuperación ante la conformación de un acuerdo entre los miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo para extender los recortes de producción hasta marzo de 2018. Por su parte, los precios de los metales industriales revirtieron el alza observada a principios de año, al aumentar la producción. Mientras tanto, los precios de los granos disminuyeron luego de una moderada recuperación a principios del año, ante el incremento en los pronósticos de los inventarios finales globales por parte del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (Gráfica 15).

Gráfica 15
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



^{1/} Mercado Spot.

Fuente: Bloomberg.

3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación continuó aumentando en las principales economías avanzadas durante el primer trimestre de 2017, reflejando los incrementos en los precios de la energía registrados durante la mayor parte de 2016, así como una menor holgura en la utilización de recursos. No obstante, en la mayoría de los países la inflación se mantiene por debajo del objetivo de los bancos centrales, mientras que el componente subyacente y las expectativas de inflación se encuentran aún en niveles bajos (Gráfica 16a y 16b).

En Estados Unidos, el deflactor del gasto de consumo aumentó de una tasa anual de 1.6 por ciento en diciembre de 2016 a una de 1.8 por ciento en marzo. Si bien la variación anual del índice subyacente disminuyó de 1.7 a 1.6 por ciento en este periodo, ello se debió principalmente a factores transitorios, como las disminuciones en las tarifas de telecomunicaciones.

En la zona del euro, la inflación continuó aumentando durante el periodo que cubre este Informe, al elevarse de una tasa anual de 1.1 por ciento en diciembre de 2016 a 1.9 por ciento en abril. Por su parte, la inflación subyacente aumentó de 0.9 por ciento a 1.2 por ciento en el periodo mencionado, debido principalmente a factores transitorios, destacando los mayores precios del rubro de servicios turísticos a causa del efecto calendario de la Semana Santa. Si bien la inflación mostró una mayor convergencia entre las economías de la región, la inflación y sus expectativas se ubicaron aún por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE). Esto refleja que todavía existe cierto grado de holgura en el mercado laboral de la zona del euro.

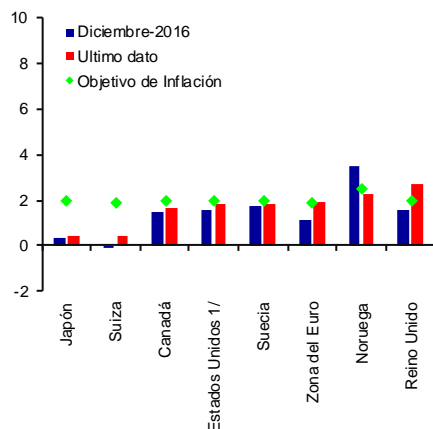
En el Reino Unido, la inflación al consumidor continuó avanzando, al pasar de una tasa anual de 1.8 por ciento en diciembre del año pasado a una de 2.6 por ciento en abril, superando el objetivo de 2 por ciento del Banco de Inglaterra por primera vez desde septiembre de 2013. Asimismo, el indicador subyacente aumentó de una tasa de 1.8 por ciento en diciembre a 2.4 por ciento en abril. El repunte en la inflación se debió en gran parte al efecto de traspaso de la depreciación previa de la libra esterlina a los precios, tendencia que, si bien ha sido contrarrestada por el limitado incremento en costos internos, podría implicar mayores presiones inflacionarias a lo largo del año.

En Japón, la inflación general aumentó de una tasa anual de 0.3 por ciento en diciembre a 0.4 por ciento en abril. Por su parte, el indicador que excluye alimentos frescos pasó de una tasa de -0.2 por ciento a una de 0.3 por ciento en dicho periodo, continuando con la tendencia de recuperación que inició desde el último trimestre de 2016, la cual se relacionó principalmente con el avance en los precios de los energéticos durante buena parte de 2016. Aunque se estima que el apretamiento reciente del mercado laboral podría generar mayores presiones inflacionarias, los indicadores salariales del primer trimestre sugieren que estas continuarán siendo moderadas. Adicionalmente, las expectativas de inflación y las compensaciones inflacionarias reflejadas en instrumentos financieros se mantuvieron muy por debajo de la meta del Banco de Japón.

En las economías emergentes, la inflación ha mostrado comportamientos diferenciados entre países y regiones, pero en muchos casos las presiones inflacionarias se han moderado a medida que se han disipado los efectos del traspaso a los precios de la debilidad cambiaria observada anteriormente en muchos de estos países, así como un menor impacto de los incrementos a tarifas públicas e impuestos que tuvieron lugar en la mayoría de los casos en 2016. Las menores presiones inflacionarias derivadas de movimientos cambiarios y del aumento en los precios de las materias primas han permitido que la inflación en este grupo de economías esté determinada principalmente por su posición relativa en el ciclo económico (Gráfica 16c).

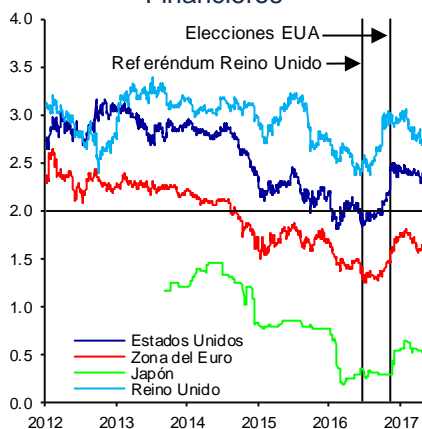
Gráfica 16
Inflación General Anual y Expectativas de Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes
 En por ciento

a) Economías Avanzadas:
 Inflación General



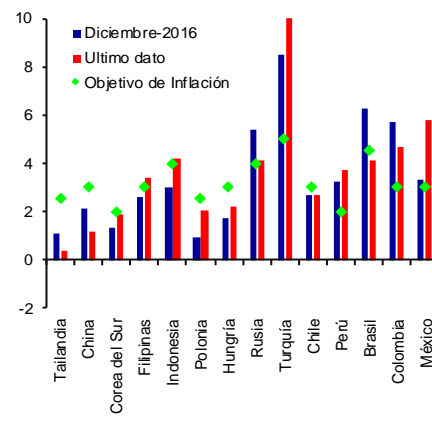
1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo. Cifras con ajuste estacional. Fuente: Haver Analytics.

b) Economías Avanzadas:
 Expectativas de Inflación de Largo Plazo Derivadas de Instrumentos Financieros 1/



1/ Inflación que se espera dentro de 5 años para los próximos 5 años. Expectativas 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: J.P. Morgan.

c) Economías Emergentes:
 Inflación General



Fuente: Haver Analytics.

3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En las economías avanzadas, la postura monetaria de los principales bancos centrales se mantuvo acomodaticia durante los primeros meses de 2017, si bien

continúan las divergencias entre países, como reflejo de diferencias en sus posiciones relativas en el ciclo económico. Mientras Estados Unidos continúa con su proceso de normalización monetaria, en la zona del euro y Japón se ha recalcado la importancia de mantener una política acomodaticia, aunque se percibe una menor necesidad de estímulos adicionales ante la disminución en los riesgos deflacionarios.

En su reunión de marzo, la Reserva Federal incrementó en 25 puntos base al objetivo para la tasa de fondos federales, ubicándola en un rango de entre 0.75 y 1 por ciento, para mantenerla posteriormente sin cambio en su reunión de mayo. En su último comunicado, esta institución enfatizó la fortaleza del mercado laboral y su perspectiva de que la actividad económica continúe expandiéndose, a pesar de la desaceleración durante el primer trimestre, la cual calificó como un fenómeno eminentemente temporal. Ante ello, no se ha modificado la expectativa del mercado de que se reanude el ciclo de alzas de la tasa de fondos federales en su próxima reunión de junio. En este contexto, reiteró que la estrategia más apropiada para estabilizar la inflación alrededor de su meta de 2 por ciento continúa siendo la de un aumento gradual en su tasa de referencia, y que vigilará la evolución de la inflación y de sus expectativas con respecto a un objetivo simétrico. Adicionalmente, se ha venido fortaleciendo la expectativa de que la Reserva Federal hacia finales de este año comience a tomar acciones orientadas a reducir el tamaño de su balance, lo que aceleraría el proceso de normalización de su política monetaria. No obstante, esta institución ha venido enfatizando que dicho proceso deberá darse de manera gradual y predecible, mediante la no reinversión de al menos parte de los vencimientos de los títulos en su poder.

En su reunión de abril, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio los niveles de sus tasas de interés de referencia. Dicha institución percibe una menor probabilidad de implementar estímulos monetarios adicionales considerando que los riesgos para el crecimiento, si bien continúan sesgados a la baja, se han moderado. Sin embargo, aunque los riesgos de deflación han disminuido y la dispersión de los niveles de inflación entre países se ha reducido, esta institución reconoce que las presiones inflacionarias aún se mantienen bajas y sin dar señales claras al alza, por lo que se ha enfatizado la necesidad de mantener una postura monetaria acomodaticia. En este sentido, el BCE reiteró que permanece preparado para ajustar el tamaño y/o la duración de su programa de compra de activos en caso de ser necesario.

El Banco de Japón, en su reunión de abril, mantuvo sin cambio el monto de su programa de compra de activos y su guía para el manejo de la curva de rendimiento, con la tasa de depósito en -0.1 por ciento y la tasa gubernamental a 10 años en aproximadamente cero por ciento. Si bien en su comunicado se menciona que la economía podría iniciar un proceso de expansión moderada y que la inflación se encuentra en niveles bajos principalmente por factores transitorios, se destacó la necesidad de mantener una postura monetaria acomodaticia. En línea con esto, el Banco de Japón elevó sus proyecciones de crecimiento para 2017 y 2018 y, a pesar de que redujo moderadamente su pronóstico de inflación para 2017, estima que la inflación alcance su objetivo de 2 por ciento en 2019.

El Banco de Inglaterra también mantuvo sin cambio su postura monetaria en su reunión de mayo. Si bien dicha institución continúa percibiendo riesgos a la baja

para el crecimiento, destacó que la actividad económica ha continuado mostrando dinamismo, a pesar de la incertidumbre respecto al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, y señaló que su postura monetaria continuará dependiendo del balance entre una inflación superior a su objetivo y el nivel de holgura en la economía. En su Informe de Inflación de mayo, esta institución redujo su expectativa de crecimiento para 2017 y la elevó para los siguientes años. Además, aumentó su pronóstico de inflación para 2017 y revisó a la baja sus perspectivas para los años subsecuentes, si bien anticipa que la inflación permanecerá todavía por encima de su meta durante los próximos tres años, convergiendo lentamente hacia ella. Así, dicha institución destacó que, si la economía evoluciona conforme a sus proyecciones, la política monetaria deberá seguir una trayectoria de apretamiento ligeramente mayor a la reflejada en la curva de rendimientos del mercado.

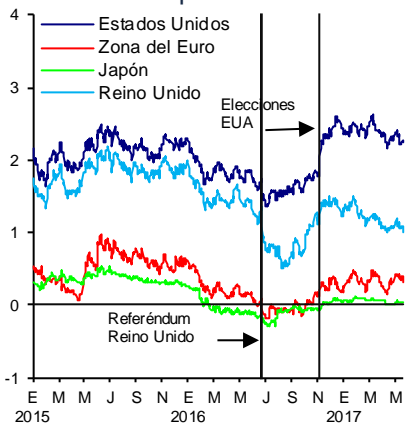
En las economías emergentes, las posturas monetarias en los primeros meses de 2017 siguieron difiriendo de acuerdo a la posición cíclica de los países, así como a diversos factores idiosincrásicos. En efecto, la moderación en las presiones inflacionarias contribuyó a que la postura monetaria permaneciera sin cambio en un gran número de economías, y que incluso se relajara en países como Brasil, Colombia y Rusia, en los que las presiones disminuyeron de manera importante y la brecha del producto continuó siendo significativa. Por otra parte, algunos otros bancos centrales, entre ellos el de Turquía, han optado por una restricción monetaria ante los mayores riesgos inflacionarios derivados de factores geopolíticos.

Los mercados financieros internacionales registraron una reducción en sus niveles de volatilidad y un aumento en los precios de los activos durante los primeros meses de 2017, respecto a lo experimentado en los últimos meses de 2016. Esto, a pesar de que continúa la incertidumbre en materia de política económica en las principales economías avanzadas y los crecientes riesgos geopolíticos en diversas regiones del mundo. El desempeño favorable de los mercados parece estar respondiendo más a las expectativas de un escenario de crecimiento sostenido, que a los elevados niveles de incertidumbre política y económica. Así, las tasas de interés en las economías avanzadas continuaron en niveles históricamente bajos, al mismo tiempo que sus mercados accionarios siguieron experimentando alzas (Gráfica 17). Por su parte, los mercados emergentes registraron significativas entradas de capital, revirtiendo las salidas que tuvieron lugar luego del resultado de la elección de los Estados Unidos. Ante esto, la mayoría de las divisas de economías emergentes experimentaron una apreciación significativa (Gráfica 18). Adicionalmente, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano para este grupo de países disminuyeron de manera generalizada. No obstante, si bien las medidas de volatilidad son bajas, los mercados no excluyen riesgos extremos o de cola, observándose un incremento en los costos de cobertura de dichos riesgos. En efecto, aún no se pueden descartar episodios de mayor inestabilidad en los mercados financieros dada la incertidumbre que aún existe tanto sobre la materialización del escenario que está sustentando las expectativas favorables, como la probabilidad de que ocurran los riesgos extremos que enfrenta la economía global anteriormente señalados.

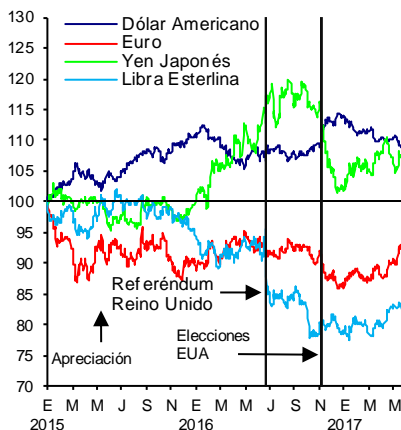
Gráfica 17

Indicadores Financieros de Economías Avanzadas Seleccionadas

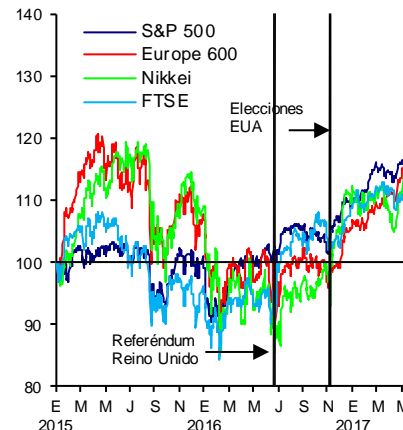
a) Rendimiento de los Bonos a 10 Años
En por ciento



b) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2015=100



c) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2015=100

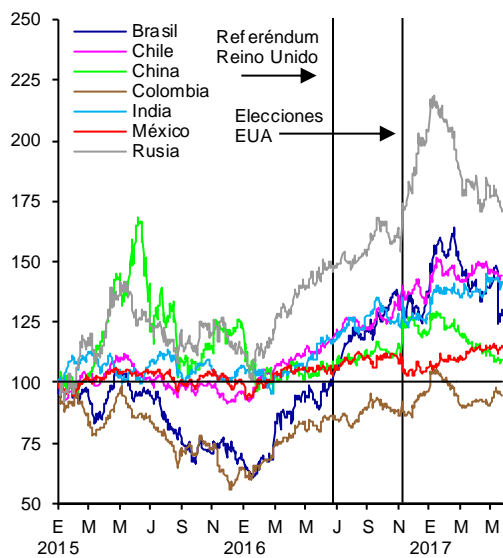


Fuente: Bloomberg.

Gráfica 18

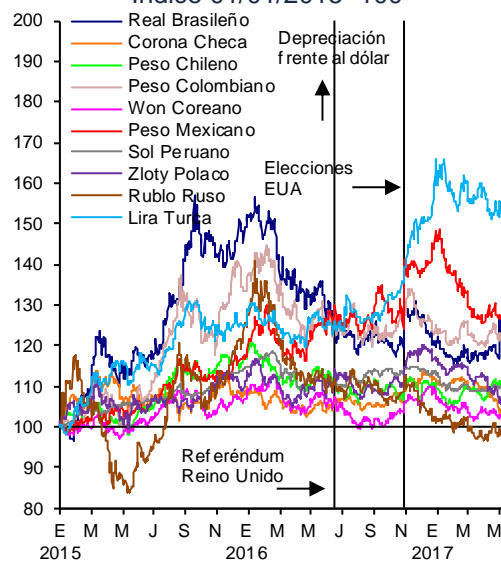
Indicadores Financieros de Economías Emergentes Seleccionadas

a) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2015=100

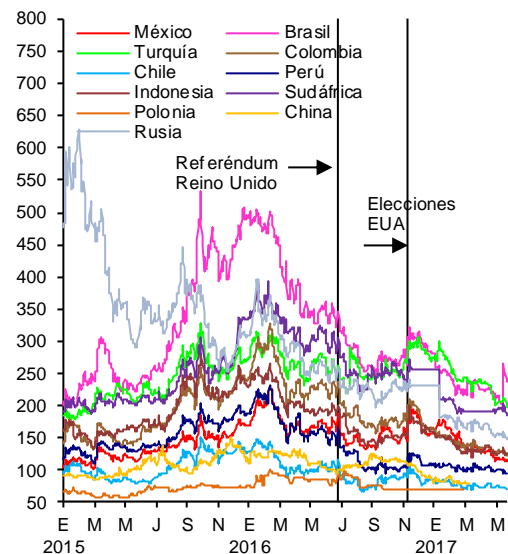


Fuente: Bloomberg.

b) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2015=100

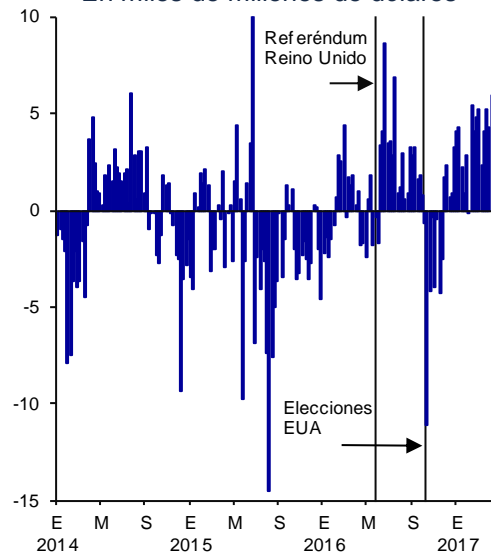


c) Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano (CDS) En puntos base



Fuente: Bloomberg.

d) Flujos Semanales de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y Acciones) ^{1/} En miles de millones de dólares



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.

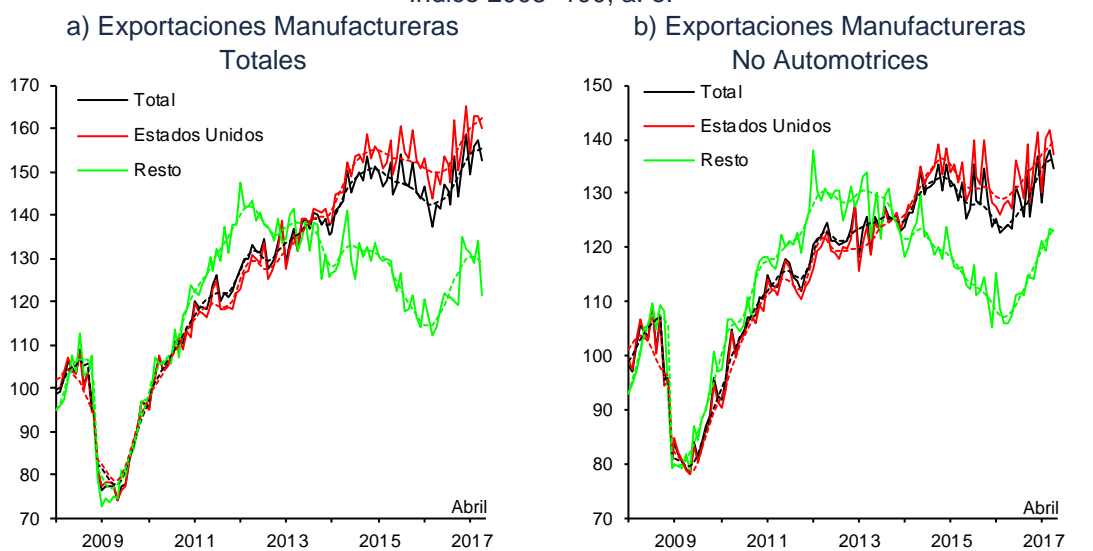
3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

En el primer trimestre de 2017, la economía mexicana registró un ritmo de crecimiento similar al observado en el último trimestre del año anterior. Esto reflejó, principalmente, la expansión tanto del consumo privado, como de la demanda externa. En contraste, se acentuó la debilidad de la inversión.

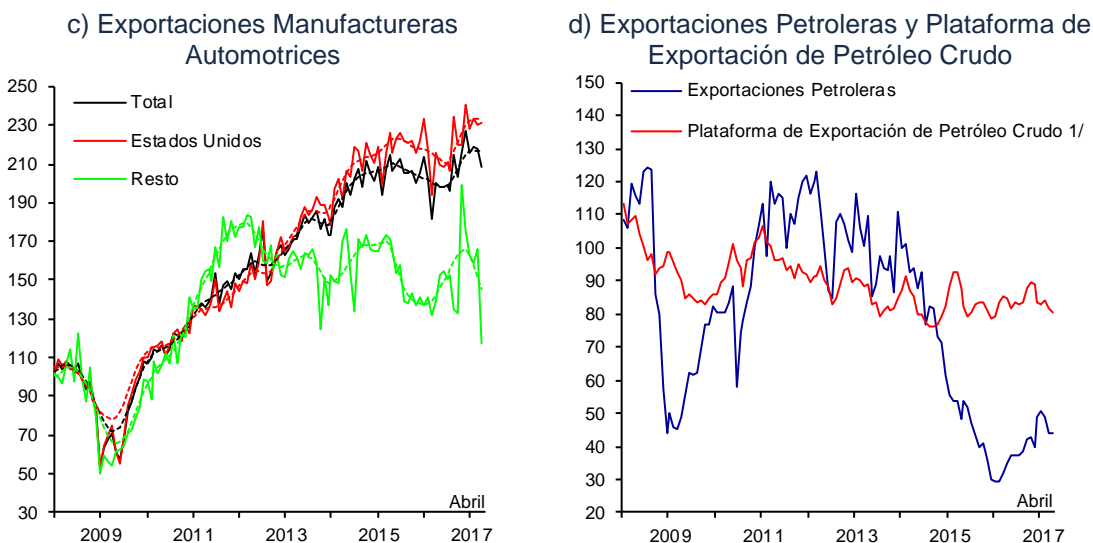
En efecto, en el periodo enero – marzo de 2017 las exportaciones manufactureras continuaron recuperándose, después de la tendencia negativa que mostraron durante 2015 y principios de 2016, a lo cual contribuyó la depreciación del tipo de cambio real y el gradual fortalecimiento de la actividad económica a nivel global en general y, en particular, de la producción industrial y del comercio exterior de Estados Unidos. La mejoría en las exportaciones mexicanas se observó tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las destinadas al resto del mundo (Gráfica 19a). Asimismo, tanto en las exportaciones automotrices, como en las no automotrices, se aprecia una reactivación (Gráfica 19b y Gráfica 19c). Por su parte, las exportaciones petroleras exhibieron una expansión en el primer trimestre del año, aunque siguieron ubicándose en niveles bajos. Dicho incremento se explica por un mayor precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, toda vez que la plataforma de crudo para exportación se redujo (Gráfica 19d).

Gráfica 19
Exportaciones de México
Índice 2008=100, a. e.



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

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



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

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

a. e. / Serie con ajuste estacional basada en información en dólares nominales.

1/ Promedio móvil de tres meses de barriles diarios de la serie con ajuste estacional.

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.

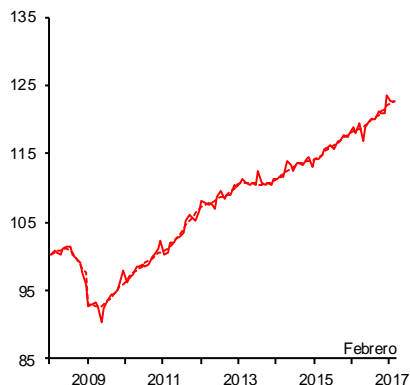
En cuanto a la demanda interna, a principios de 2017 el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior siguió exhibiendo una tendencia positiva. La trayectoria creciente de este indicador reflejó el comportamiento tanto del

componente de bienes y servicios de origen nacional, como el del consumo de bienes de origen importado (Gráfica 20a y Gráfica 20b).

- i. No obstante lo anterior, indicadores más oportunos, pero con menor cobertura, sugieren cierta desaceleración del consumo privado. En efecto, los ingresos en establecimientos comerciales al por menor y las ventas de vehículos ligeros registraron caídas en el trimestre (Gráfica 20c).
- ii. La fortaleza del mercado laboral parecería haber contribuido a mantener los niveles del consumo privado relativamente elevados, si bien en el trimestre se observó una reducción en los salarios reales ante el aumento en la inflación. Además, las remesas y la tasa de variación del crédito al consumo presentaron cierta desaceleración en el periodo que se reporta, aunque permanecieron en niveles altos (Gráfica 21a, Gráfica 21b y ver Sección 3.2.3). Asimismo, la confianza del consumidor continuó en niveles bajos, a pesar de que mostró una recuperación después de la fuerte caída reportada en enero pasado (Gráfica 21c).

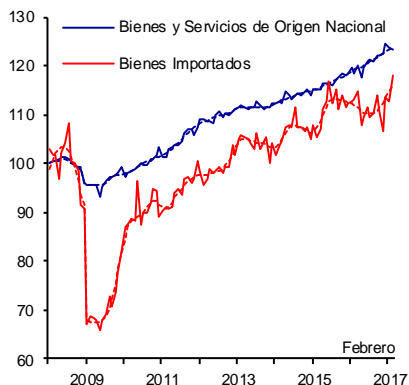
Gráfica 20
Indicadores de Consumo
Índice 2008=100, a. e.

a) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior



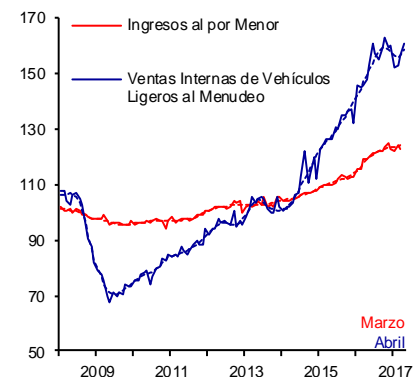
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales (SCNM), INEGI.

b) Componentes del Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior



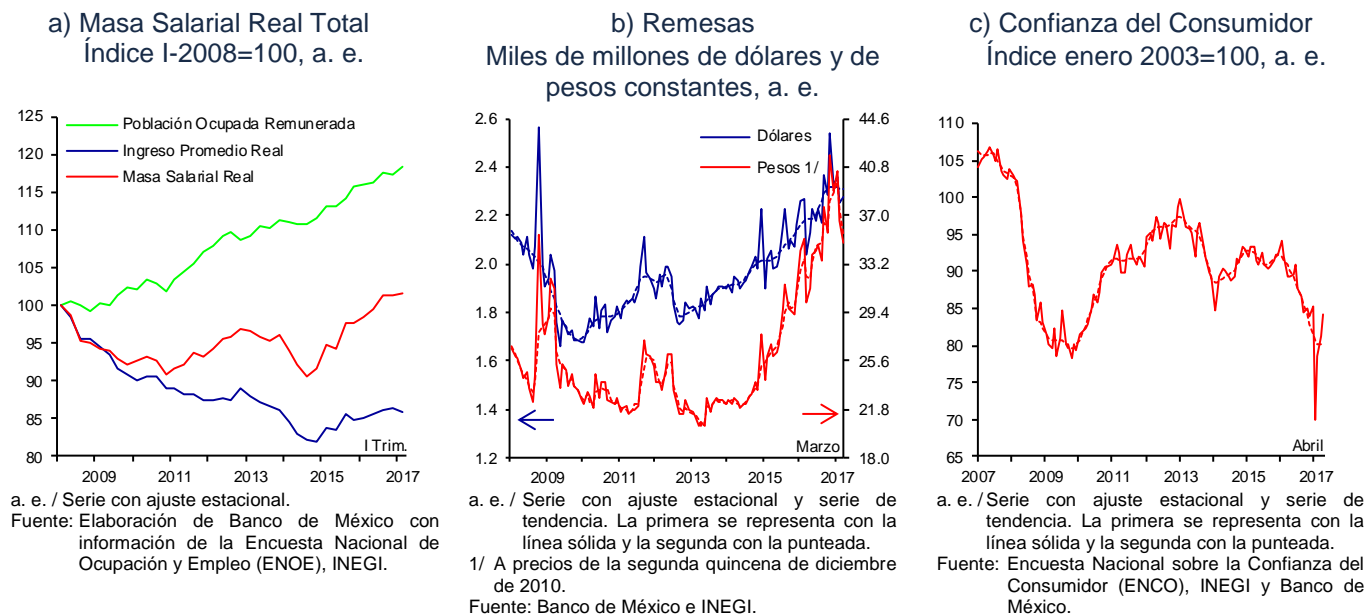
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales (SCNM), INEGI.

c) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor



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) y de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI.

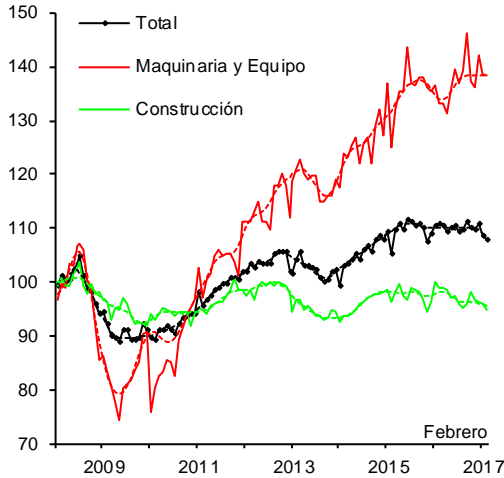
Gráfica 21
Determinantes del Consumo



Por su parte, en el primer bimestre de 2017 se acentuó la debilidad que la inversión ha venido mostrando, apreciándose incluso una incipiente tendencia negativa (Gráfica 22a). En particular, al interior del rubro de maquinaria y equipo, el componente importado continuó disminuyendo, a la vez que el nacional registró cierta desaceleración (Gráfica 22b). En cuanto a la construcción, la tendencia positiva que ha exhibido el componente residencial se ha visto contrarrestada por la trayectoria negativa que ha presentado el no residencial (Gráfica 22c). A su vez, el comportamiento de este último se ha visto influido por la contracción en la construcción del sector público y una desaceleración en la del sector privado respecto al ritmo de expansión que mostró en la primera mitad de 2016 (Gráfica 22d). En específico, dentro de las obras contratadas por el sector privado, se presentó una reducción trimestral en la construcción de edificios industriales, comerciales y de servicios. Por el contrario, persistió la tendencia positiva en las obras relacionadas con instalaciones en edificaciones, como son las electromecánicas y de aire acondicionado (Gráfica 22e). Cabe notar que es posible que la inversión privada en México se haya ubicado hacia finales de 2016 y principios de 2017 en niveles por debajo de los que se habrían observado en ausencia de la incertidumbre asociada a la retórica proteccionista de la nueva administración en los Estados Unidos (ver Recuadro 2).

Gráfica 22
Indicadores de Inversión

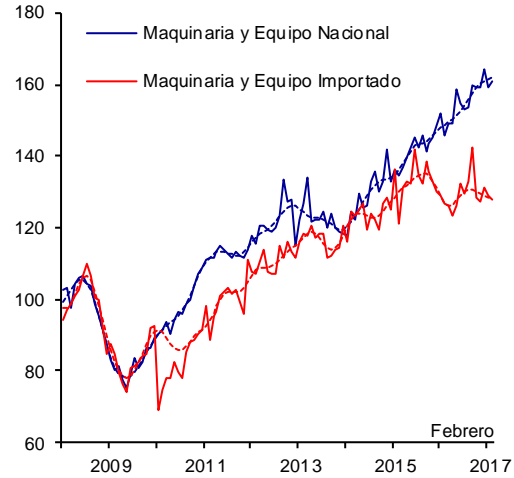
a) Inversión y sus Componentes
Índice 2008=100, a. e.



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 (SCNM), INEGI.

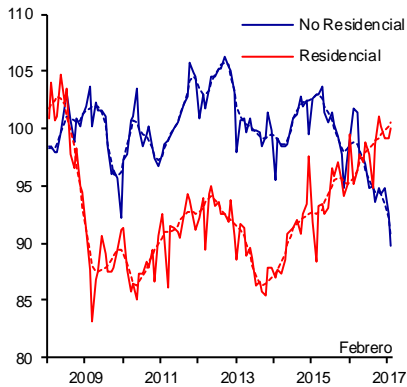
b) Inversión en Maquinaria y Equipo Nacional e Importado
Índice 2008=100, a. e.



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 (SCNM), INEGI.

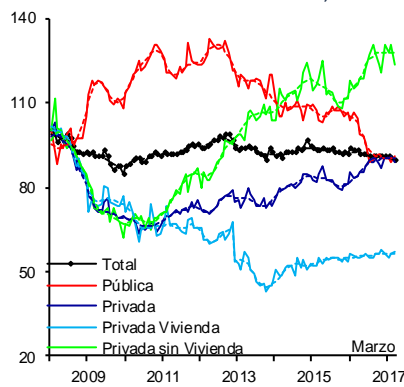
c) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial
Índice 2008=100, a. e.



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 (SCNM), INEGI.

d) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índice enero 2008 = 100, a. e. ^{1/}



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/} Desestacionalización de Banco de México, excepto el total.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENEC, INEGI.

e) Valor Real de la Producción en la Construcción del Sector Privado
Índice enero 2008 = 100, a. e. ^{1/}



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/} Desestacionalización de Banco de México.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENEC, INEGI.

Recuadro 2 Análisis del Desempeño Reciente de la Inversión Privada

1. Introducción

En los últimos años, la economía mexicana ha enfrentado un entorno externo particularmente complejo, caracterizado por la debilidad de la actividad económica global y del comercio mundial, así como por volatilidad en los mercados financieros internacionales y menores precios del petróleo. Además, desde el inicio del proceso electoral en Estados Unidos y posteriormente con su desenlace, el riesgo latente de que en el futuro las autoridades estadounidenses implementen medidas de política que obstaculicen el comercio internacional ha provocado en México un ambiente de alta incertidumbre que ha contribuido a un deterioro en la confianza de los empresarios. Este, a su vez, parecería ya haberse traducido en un nivel de inversión privada menor al que se hubiera observado en ausencia de la retórica proteccionista de las autoridades estadounidenses. Así, la incertidumbre que ha prevalecido en los meses recientes parecería haber contribuido a la debilidad que la inversión privada ha mostrado desde una perspectiva de mediano plazo y, en particular, desde la segunda mitad de 2015.

En este contexto, este recuadro muestra evidencia de que la incertidumbre y deterioro en las perspectivas económicas han afectado negativamente la evolución reciente de la inversión privada en México. Para ello se estimó un modelo econométrico que controla por distintos factores que inciden sobre las decisiones de inversión.

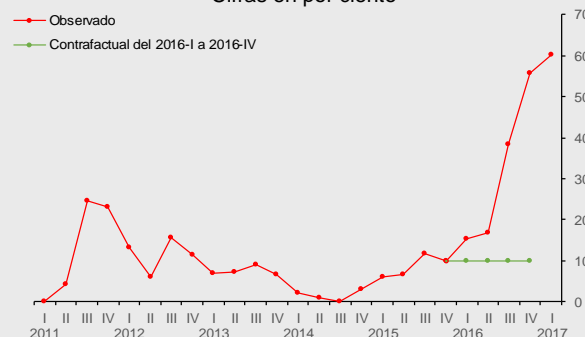
2. Modelo Econométrico

Para explicar el comportamiento reciente de la inversión privada en México se estimó un modelo de corrección de error con información de 1999-I a 2016-IV. Este modelo toma como variable independiente la inversión privada –medida mediante la formación bruta de capital fijo del sector privado– e incluye como variable explicativa el nivel de deterioro sobre el clima de negocios, al tiempo que se controla por otros factores que pueden incidir sobre la inversión.

Las expectativas por parte de empresarios e inversionistas sobre el futuro de la actividad económica son un determinante importante de las decisiones de inversión, ya que influyen directamente en la evaluación de la rentabilidad y de los riesgos asociados a cualquier proyecto productivo. Para el análisis econométrico se utilizó información de la pregunta concerniente a la expectativa del clima de negocios en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que el Banco de México recaba mensualmente. Específicamente, se incluyó el promedio trimestral del porcentaje de

analistas que consideran que el clima de negocios empeorará en los próximos seis meses. Este indicador ha mostrado un fuerte deterioro desde el segundo semestre de 2016 (Gráfica 1). Si bien dicho deterioro puede estar relacionado con diversos factores, el incremento abrupto que se observa parecería, dadas las fechas en que tuvo lugar, asociarse al proceso electoral en Estados Unidos y su resultado. En efecto, dichos eventos dieron pie a una gran incertidumbre sobre la relación económica que prevalecería entre Estados Unidos y México. Al respecto, cabe señalar que en esa misma encuesta, el porcentaje de analistas que mencionó a la incertidumbre política internacional como uno de los principales obstáculos para el crecimiento pasó de un promedio de 1 por ciento en el primer trimestre de 2016 a uno de 13 por ciento en el mismo periodo de 2017.

Gráfica 1
Indicador de Deterioro del Clima de Negocios^{1/}
Cifras en por ciento



1/ Porcentaje de analistas que consideran que el clima de negocios en los próximos seis meses empeorará con base en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

Fuente: Elaboración propia con información del Banco de México.

El costo del capital es otro de los factores que determinan las decisiones de inversión. El análisis econométrico controla por el comportamiento del costo del capital utilizando una medida de la tasa de interés real *ex-ante* con base en los rendimientos anualizados de los Cetes a 28 días y las expectativas de inflación a doce meses. Adicionalmente, el análisis econométrico controla por el crecimiento del Producto Interno Bruto y de la inversión pública. El primero captura, en cierta medida, los recursos disponibles para la inversión, al tiempo que da una señal sobre la rentabilidad de los proyectos productivos. Por su parte, la inversión pública también influye en las decisiones de inversión privada, si bien su efecto desde un punto de vista teórico es ambiguo. En la medida en que la inversión pública contribuya a una mayor y mejor infraestructura, su efecto sobre la inversión privada será complementario. Sin embargo, también podría haber una menor

inversión privada como consecuencia de un efecto de desplazamiento (*crowding out*) por parte de la inversión pública.

Las pruebas de cointegración muestran que en el largo plazo la inversión privada está relacionada de manera positiva con el PIB, pero negativamente con la inversión pública. De acuerdo con el modelo, la relación de largo plazo de la inversión privada con el PIB y la inversión pública está dada por la siguiente ecuación:¹

$$IPr_t = 1.34 Y_t - 0.11 IPu_t$$

(0.08) (0.05)

Donde:

IPr = Formación bruta de capital fijo del sector privado a precios de 2008;

Y = PIB real de México a precios de 2008; y

IPu = Inversión pública en cuentas nacionales a precios de 2008.

Por su parte, la relación de corto plazo se describe mediante la siguiente ecuación:

$$\Delta IPr_t = -1.61 EC_{t-1} + 0.35 \Delta IPr_{t-4} + 1.29 \Delta Y_t - 0.06 \Delta IPu_{t-2} - 0.06 Conf_{t-1} + 0.07 Conf_{t-2} - 0.05 Conf_{t-5} - 1.16 \Delta R_{t-1} - 0.77 \Delta R_{t-3} - 0.54 \Delta R_{t-5}$$

(0.49) (0.06) (0.07) (0.14) (0.03) (0.03) (0.03) (0.02) (0.40) (0.31) (0.23)

Donde:

EC = Término de corrección de error;

Conf = Indicador de deterioro del clima de negocio;

R = Tasa de interés real; y

Δ = Operador de diferencia.

La dinámica de corto plazo estimada sugiere que un deterioro en el clima de negocios está relacionado con un menor crecimiento de la inversión privada. De esta forma, el análisis apunta a que la pérdida de confianza efectivamente pudiera estar incidiendo adversamente en la inversión privada. En este sentido, destaca que la incertidumbre asociada a la mera posibilidad de que Estados Unidos implemente políticas que obstaculicen

¹ El modelo se estimó con cifras trimestrales sin ajuste estacional en logaritmos, excepto en el caso de la tasa de interés y el indicador de deterioro del clima de negocios. Entre paréntesis se incluyen los errores estándar de los coeficientes. La prueba de la traza de Johansen sugiere que la relación de cointegración entre las variables son significativas a niveles convencionales de significancia. Las ecuaciones que describen la dinámica de corto plazo satisfacen las pruebas tradicionales de especificación y diagnóstico a niveles convencionales de significancia e incluyen variables indicadoras que controlan por observaciones atípicas.

su relación económica con México, incluso en ausencia de la aplicación de políticas concretas, parecería ya estar teniendo efectos reales negativos sobre la economía mexicana.

3. Ejercicio Contrafactual

Para analizar en qué medida la pérdida de confianza ha incidido sobre la inversión privada, en esta sección se evalúa un escenario contrafactual sobre el comportamiento de la percepción del clima de negocios en México. En particular, se supone que el indicador de deterioro del clima de negocios permanece sin cambio a partir del último trimestre de 2015 y hasta el cierre de 2016 (Gráfica 1). El resultado de este ejercicio sugiere que la tasa de crecimiento anual de la inversión privada en 2016 hubiera sido 0.56 puntos porcentuales mayor a la tasa observada de 2.21 por ciento en ausencia del deterioro en el clima de negocios que se observó a lo largo de ese año (Cuadro 1 y Gráfica 2).

Cuadro 1

Inversión Privada, a. e.

Resultados de la simulación dinámica

Variación anual observada Por ciento	Efecto marginal del escenario contrafactual sobre la tasa de variación anual Puntos Porcentuales
2016	2.21 0.56

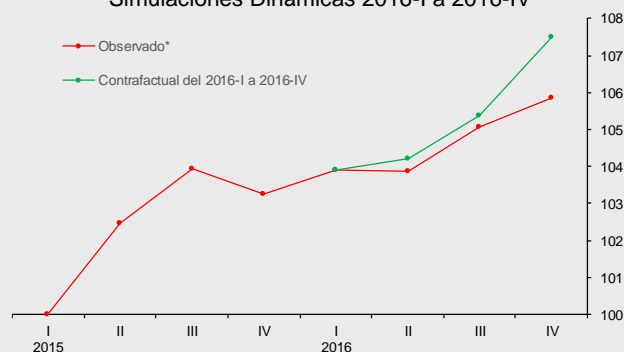
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Estimaciones de Banco de México.

Gráfica 2

Inversión Privada

Índices en términos reales 2015-I = 100, a. e.
Simulaciones Dinámicas 2016-I a 2016-IV



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales y estimaciones de Banco de México

Como se describe en la sección 3.2.1 del presente Informe, la inversión privada continuó desacelerándose a principios del primer trimestre de 2017. De acuerdo a las estimaciones elaboradas para este Recuadro, dicha debilidad podría explicarse por el deterioro adicional en el clima de negocios que se observó en ese periodo (Gráfica 1), el cual, a su vez, puede asociarse a la mayor incertidumbre que prevaleció en relación a la postura de las autoridades estadounidenses sobre el futuro del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

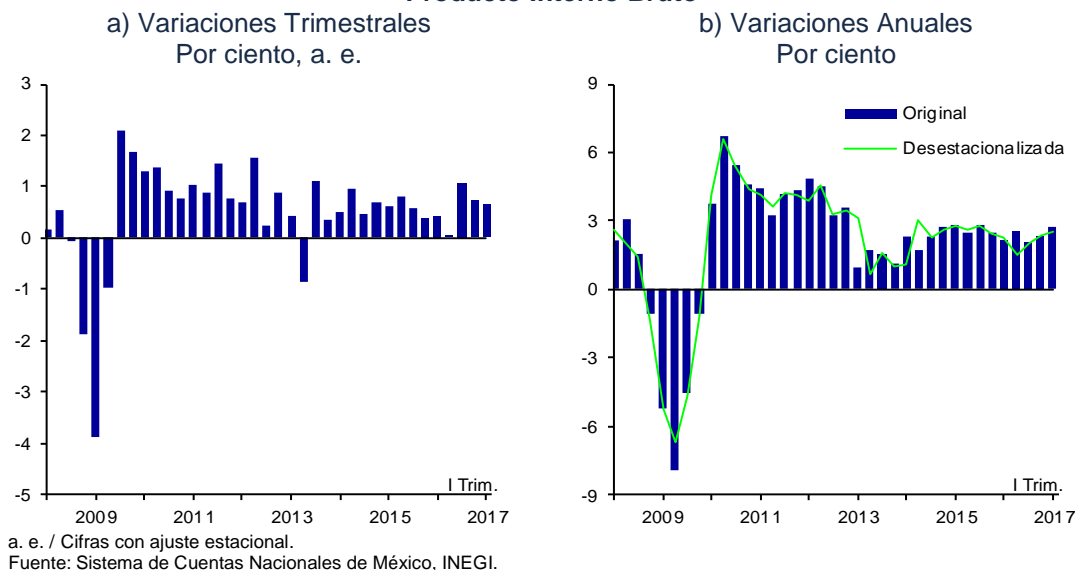
4. Consideraciones Finales

Los resultados de este Recuadro sugieren que la inversión privada en México se ha visto afectada por la menor confianza de los empresarios ante la incertidumbre sobre las políticas económicas que podría instrumentar la nueva administración estadounidense. No obstante, desde una perspectiva de mediano plazo parecería preocupante la debilidad que la inversión privada en México ha mostrado desde la crisis financiera global de 2008. Además, esto se ha observado en un contexto en el que la inversión pública en ese mismo periodo ha mostrado una pronunciada tendencia decreciente. Así, el continuo crecimiento que la economía mexicana ha mostrado en los últimos años podría estar presentando ciertos desbalances, toda vez que el consumo privado se ha mostrado relativamente dinámico, al tiempo que la inversión privada ha

presentado una prolongada atonía. Esta composición podría no ser sostenible en el mediano plazo, en particular debido a que, de extenderse la debilidad de la inversión, el crecimiento potencial de México podría verse adversamente afectado. Por ello, es imperativo que el país redoble esfuerzos para propiciar las condiciones que permitan la recuperación de la confianza de los empresarios y que conduzcan a una mayor inversión. En ese sentido, deben continuar adoptándose acciones de política económica que robustezcan el marco macroeconómico de México y se debe avanzar en el esfuerzo de modernización del país con la adecuada implementación de las reformas estructurales. Asimismo, se torna indispensable seguir fortaleciendo el estado de derecho, de tal modo que la corrupción y la inseguridad no se erijan como obstáculos para una mayor inversión y, por lo tanto, como lastres para el desarrollo productivo del país.

Con relación al comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, en el primer trimestre del año en curso el PIB aumentó 0.67 por ciento respecto al periodo previo con cifras ajustadas por estacionalidad, luego de haber mostrado avances trimestrales de 1.08 y 0.73 por ciento en el tercer y cuarto trimestres de 2016, en ese orden. En la comparación anual con datos desestacionalizados, la actividad económica nacional presentó en el periodo enero – marzo de 2017 un crecimiento anual de 2.6 por ciento, después de alzas anuales de 2.0 y 2.3 por ciento exhibidas en el tercer y cuarto trimestres del año anterior, respectivamente. Con datos originales, en el trimestre que se reporta el PIB se expandió 2.8 por ciento a tasa anual, cifra que se compara con el incremento anual de 2.0 por ciento registrado en el tercer trimestre y de 2.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 (Gráfica 23).

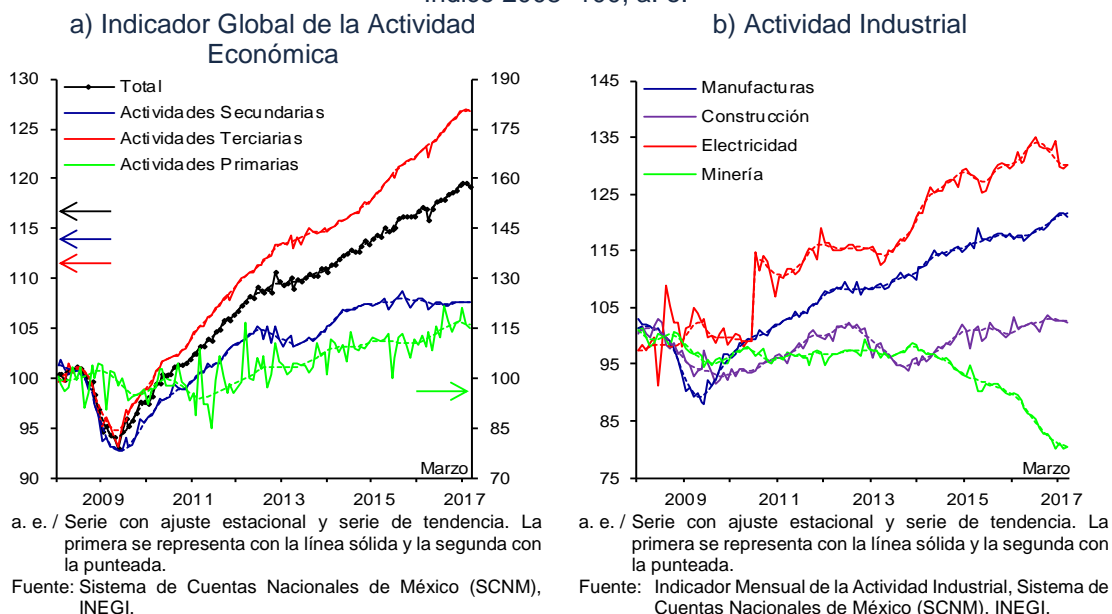
Gráfica 23
Producto Interno Bruto



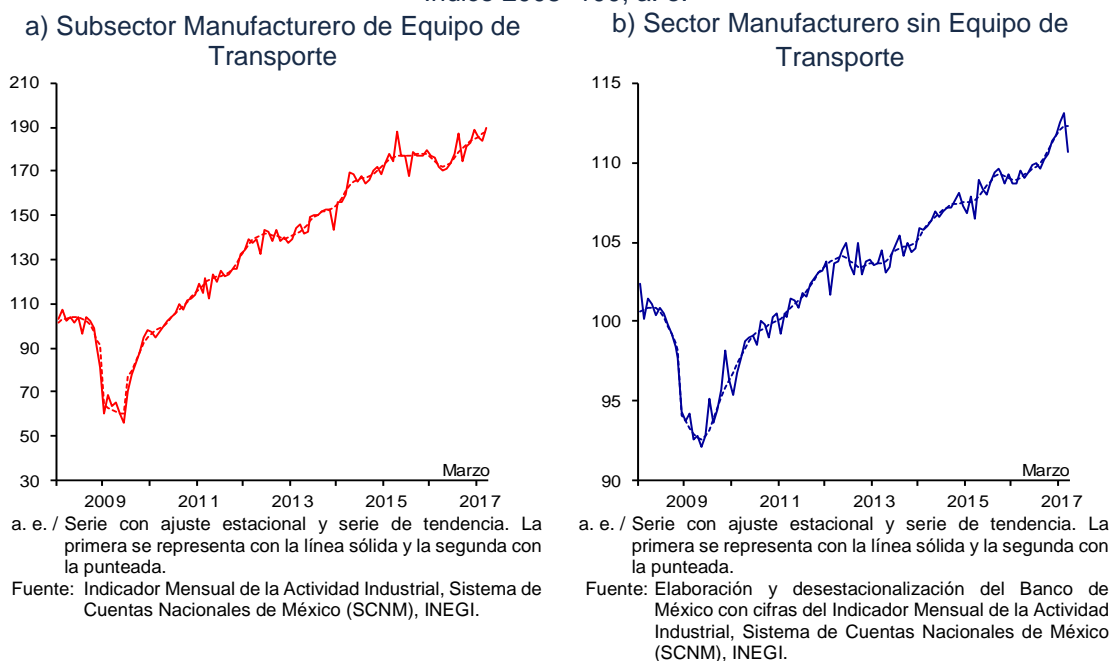
El incremento del PIB en el primer trimestre de 2017 siguió reflejando el dinamismo de los servicios, toda vez que las actividades secundarias en su conjunto continuaron exhibiendo el estancamiento que se ha registrado desde mediados de 2014 (Gráfica 24a). En particular, al interior de la actividad industrial, la producción manufacturera siguió presentando un desempeño positivo, lo cual fue contrarrestado por el estancamiento en la construcción, una evolución negativa en el sector de electricidad y una trayectoria decreciente en la minería.

- i. En efecto, en el periodo que se reporta la producción manufacturera mantuvo una tendencia positiva, mostrando una recuperación respecto a los niveles observados en 2015 y la primera mitad de 2016 (Gráfica 24b). Esta mejoría reflejó las tendencias positivas tanto del rubro de equipo de transporte, como del agregado del resto de las manufacturas, si bien este último registró una contracción en marzo como resultado, principalmente, de caídas en los subsectores de industria química; industria de las bebidas y del tabaco; fabricación de accesorios, aparatos eléctricos y equipo de generación de energía eléctrica; industria alimentaria; y fabricación de maquinaria y equipo (Gráfica 25).
- ii. En contraste, el indicador del gasto en construcción –que, a diferencia del reportado en la clasificación de la inversión en la demanda agregada, no incluye la perforación de pozos petroleros– presentó un estancamiento (Gráfica 24b). En efecto, la pronunciada tendencia positiva que ha exhibido el rubro de trabajos especializados se ha visto contrarrestada por una desaceleración de la edificación, además de que el gasto en obras de construcción civil se mantuvo en niveles bajos, como reflejo de una menor obra contratada por parte del sector público.
- iii. Asimismo, se observó una variación trimestral desestacionalizada negativa en el sector de electricidad, agua y suministro de gas por ductos, el cual ha reflejado menores ventas de electricidad tanto residencial, como industrial y comercial (Gráfica 24b).
- iv. Adicionalmente, la minería siguió contrayéndose, como resultado de una menor plataforma de producción de petróleo crudo y la contracción en la perforación de pozos petroleros (Gráfica 26a y Gráfica 26b).

Gráfica 24
Indicadores de Producción
 Índice 2008=100, a. e.



Gráfica 25
Sector Manufacturero
 Índice 2008=100, a. e.



Gráfica 26

Plataforma de Producción Petrolera y Sector Minero

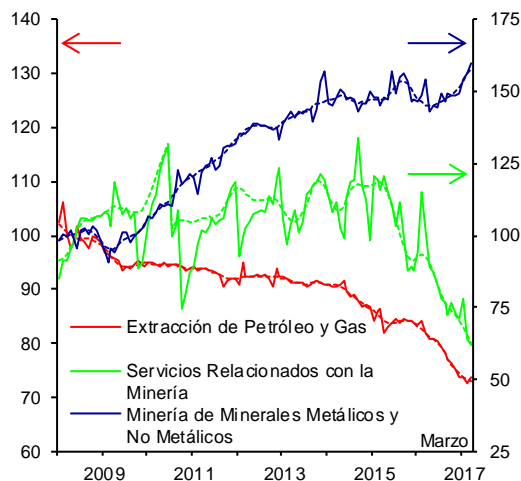
a) Plataforma de Producción de Petróleo Crudo

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

Miles de barriles diarios, a. e.



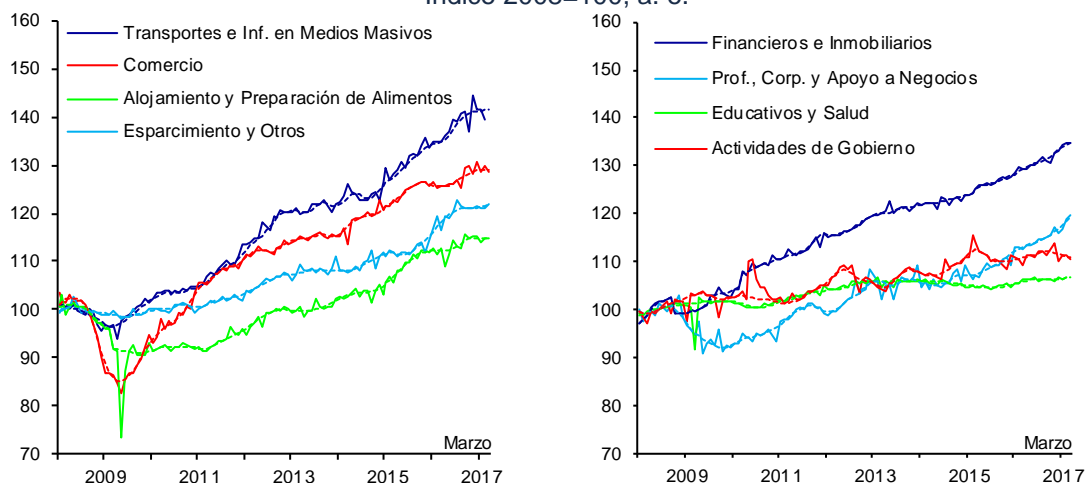
a. e. / Serie con ajuste estacional.
Fuente: Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de PEMEX.



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 (SCNM), INEGI.

- v. En cuanto a la actividad de los servicios, en el periodo enero – marzo de 2017 estos siguieron registrando una tendencia positiva, si bien se presentó una desaceleración. En particular, a dicho crecimiento contribuyó, principalmente, el aumento en los servicios financieros e inmobiliarios y en los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a negocios. No obstante, se observó cierta moderación en el ritmo de expansión del rubro de comercio; del de transporte e información en medios masivos; y del de alojamiento temporal y preparación de alimentos. Este último posiblemente se ha visto afectado, en parte, por cierta desaceleración en el gasto de los turistas internacionales (Gráfica 27).
- vi. La expansión trimestral desestacionalizada de las actividades primarias en el primer trimestre de 2017 se derivó, en buena medida, de un aumento en la superficie cosechada de los ciclos primavera – verano y otoño – invierno, así como de una mayor producción de algunos cultivos perennes, principalmente de caña de azúcar.

Gráfica 27
Indicador Global de la Actividad Económica: 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.

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

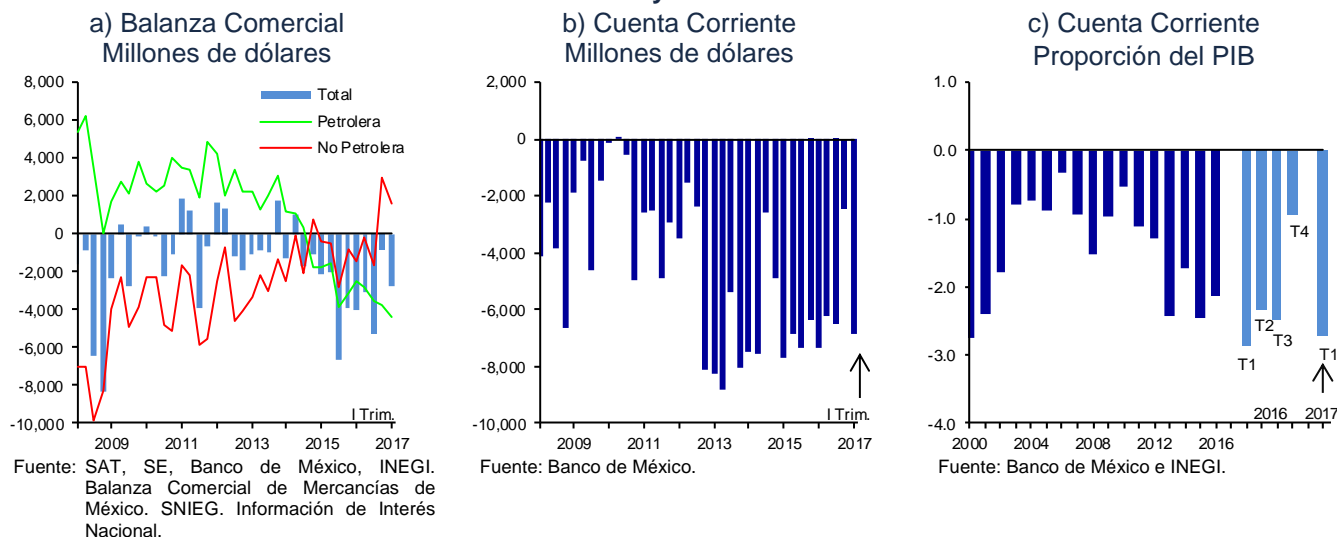
Respecto a las cuentas externas del país, en el primer trimestre de 2017 se observó un déficit de la cuenta corriente de 2.7 por ciento del PIB (6.9 miles de millones de dólares), cifra menor a la registrada en el primer trimestre de 2016 de 2.8 por ciento del PIB (Gráfica 28b y Gráfica 28c). Es importante tener en cuenta que varios de los componentes de la cuenta corriente presentan estacionalidad, por lo que cobra relevancia la comparación con relación a los resultados reportados en el mismo periodo del año previo.³ En cuanto al comportamiento de los componentes de la cuenta corriente, destaca lo siguiente:

- i. En el periodo que se reporta, la balanza comercial no petrolera exhibió un superávit que contrasta con el déficit observado en el mismo periodo de 2016. Por el contrario, el déficit de la balanza comercial petrolera continuó incrementándose. Con estos resultados, en el primer trimestre de 2017 el déficit comercial total se ubicó en 2.8 miles de millones de dólares, monto inferior al registrado en el primer trimestre de 2016 (4.0 miles de millones de dólares; Gráfica 28a).
- ii. Por su parte, en el primer trimestre de 2017 el déficit de la balanza de servicios aumentó con relación al del primer trimestre de 2016. A su interior, sobresale que si bien el superávit de la cuenta de viajes siguió ampliándose, no fue suficiente para contrarrestar el incremento en el déficit del resto de los componentes que integran la balanza de servicios.
- iii. En lo relativo al déficit de la balanza de ingreso primario, en enero – marzo de 2017 este aumentó respecto al del mismo periodo de 2016, derivado principalmente de un mayor pago de intereses netos al exterior, toda vez que el saldo negativo por utilidades se mantuvo relativamente constante.

³ Con la divulgación de la información de la balanza de pagos del primer trimestre de 2017, el Banco de México comenzó a publicar esta estadística conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional.

- iv. Finalmente, el superávit de la balanza de ingreso secundario se incrementó en la comparación anual, fundamentalmente por un mayor ingreso por remesas. No obstante, destaca que estas se desaceleraron en el primer trimestre del año respecto a los niveles alcanzados en los tres trimestres previos.

Gráfica 28
Balanza Comercial y Cuenta Corriente



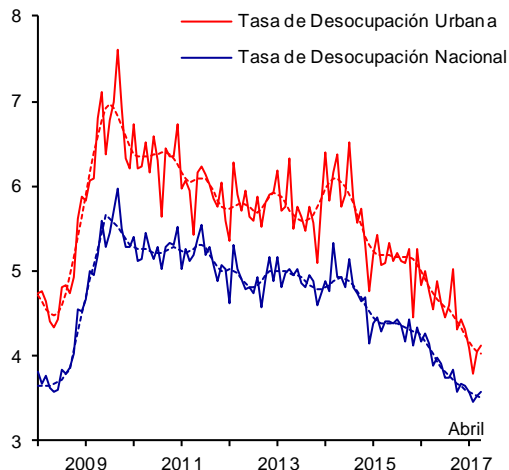
3.2.2. Mercado Laboral

En el periodo enero – abril de 2017, las condiciones en el mercado laboral continuaron estrechándose, de tal modo que, de hecho, dicho mercado parecería ya no estar presentando condiciones de holgura. En efecto, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, mantuvieron una tendencia decreciente y se ubicaron en niveles inferiores a los reportados en 2008, antes del estallido de la crisis financiera global (Gráfica 29a). Lo anterior se observó en un contexto en el que la tasa de participación laboral exhibió un ligero incremento respecto al último trimestre de 2016 (Gráfica 29b). Así, se registró un aumento en la población ocupada. En particular, en el periodo enero – abril de 2017 el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó creciendo (Gráfica 29c). Por su parte, la tasa de informalidad laboral siguió ubicándose en los niveles más bajos de los últimos doce años (Gráfica 29d).⁴

⁴ Actualmente, la tasa de informalidad laboral se mide con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la cual comenzó a levantarse en 2005. En este contexto, en abril de 2017 este indicador se ubicó en el nivel más bajo desde que inició dicha encuesta.

Gráfica 29 Indicadores del Mercado Laboral

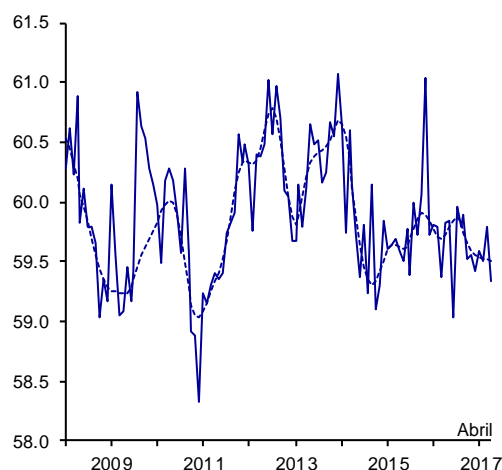
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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.

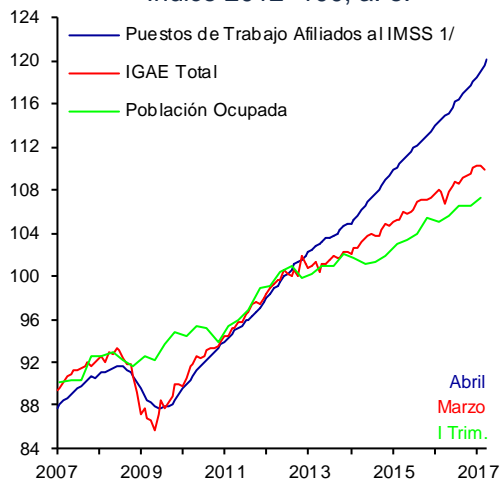
b) Tasa de Participación Laboral Nacional
Por ciento, a. e.



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.

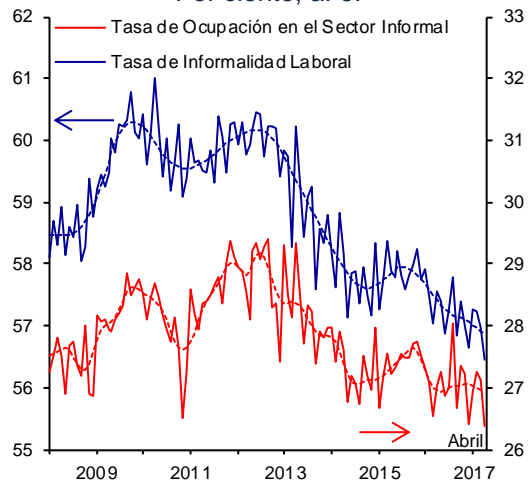


a. e. / Serie con ajuste estacional.

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).

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.

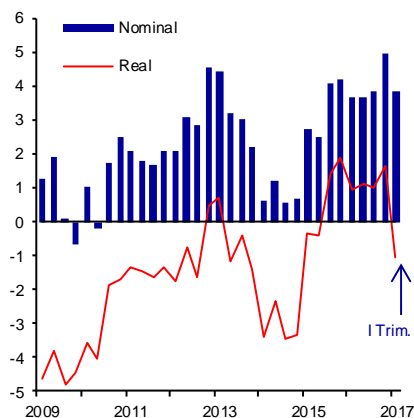
No obstante las condiciones actuales en el mercado laboral, no parecerían percibirse presiones sobre los salarios, toda vez que las remuneraciones medias reales se han reducido. En efecto, de acuerdo con distintos indicadores disponibles, en el primer trimestre de 2017 las remuneraciones medias reales registraron una contracción, derivada del comportamiento reciente de la inflación. En particular:

- i. La tasa de crecimiento anual del salario promedio de los trabajadores asalariados en la economía se ubicó en 3.9 por ciento en el periodo enero – marzo de 2017 (Gráfica 30a). No obstante, como se mencionó, dado el desempeño reciente de la inflación, se observó una disminución anual en términos reales de 1.0 por ciento.
- ii. De manera similar, en el periodo que se reporta, si bien el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS mostró un aumento anual de 4.3 por ciento, el mayor para un trimestre desde el último de 2014, este presentó una reducción anual en términos reales de 0.7 por ciento (Gráfica 30b). En abril de 2017, estos salarios exhibieron un incremento promedio incluso mayor, de 4.9 por ciento. No obstante, ello implicó una caída anual de 0.9 por ciento en términos reales.
- iii. En el primer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal fue mayor a la que se observó en el mismo trimestre de 2016 (Gráfica 30c). Este aumento se explica por un mayor incremento promedio en los salarios negociados en las empresas privadas con relación al año previo, toda vez que la tasa promedio de variación de los incrementos negociados en las empresas públicas fue menor a la registrada en el primer trimestre de 2016. No obstante, en abril de 2017 la tasa de revisión promedio de los salarios contractuales nominales de 3.9 por ciento fue menor a la reportada en el mismo mes de 2016, al tiempo que el comportamiento de la inflación en ese mes condujo a una variación anual negativa en términos reales.
- iv. El comportamiento de las remuneraciones medias reales es congruente con la percepción que tiene el conjunto de empresarios que contestaron la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio en el Primer Trimestre de 2017. Por un lado, tan solo el 2.0 por ciento de las empresas señaló a la Disponibilidad de Mano de Obra como el problema más apremiante que enfrentaron durante el primer trimestre de 2017. Por otro lado, de forma prospectiva, tan solo un 2.2 por ciento de las empresas señaló al Aumento en los Costos Salariales como uno de los factores que limitarían el crecimiento de la actividad económica durante los próximos seis meses.

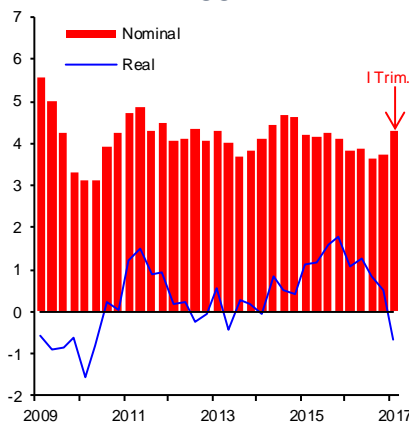
Gráfica 30
Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento

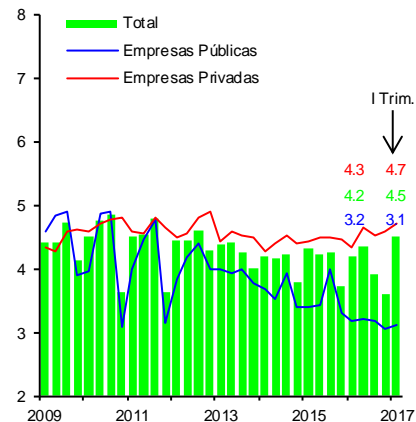
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



b) Salario Diario Asociado a Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}



c) Salario Contractual Nominal ^{3/}



1/ 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 reportado de cero o que no lo reportaron.

2/ Durante el primer trimestre de 2017 se registraron en promedio 18.8 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.

3/ 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 2.3 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 ⁵

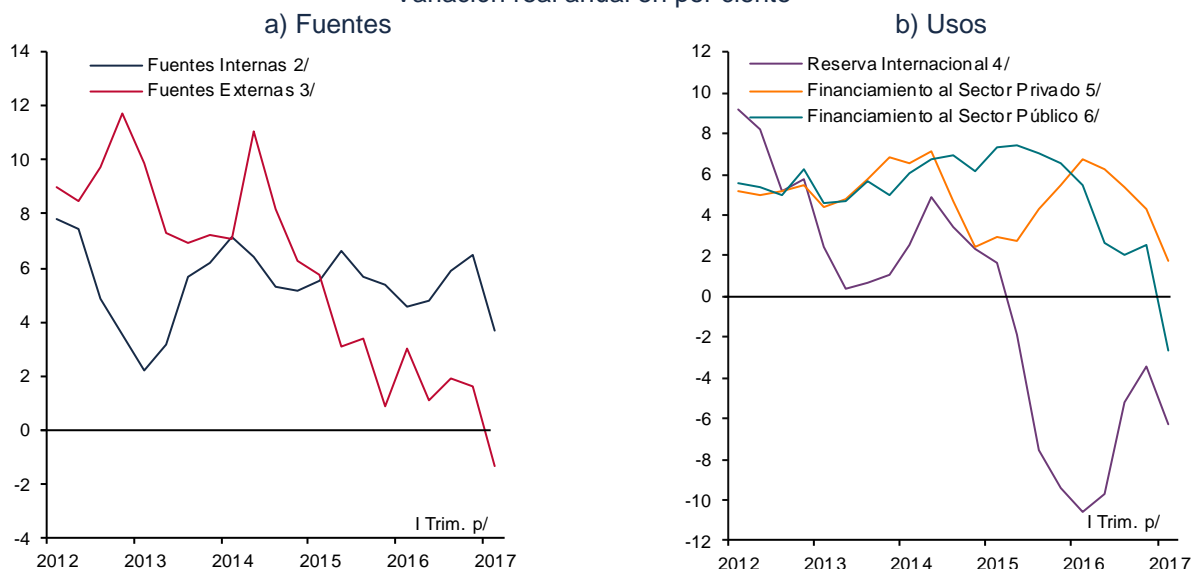
En el primer trimestre de 2017, las fuentes de recursos financieros de la economía se desaceleraron respecto del trimestre anterior. En efecto, en este periodo su variación real anual pasó de 4.5 a 1.7 por ciento, siendo esta última cifra la más baja desde el primer trimestre de 2010 (Gráfica 31a). Ello reflejó menores tasas de expansión tanto de las fuentes internas, como de las externas, en un contexto de elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en países avanzados, particularmente en Estados Unidos, y las implicaciones que ello podría tener sobre la economía mexicana. Así, a pesar de que continúa observándose una disminución en los requerimientos financieros del sector público como resultado de los esfuerzos de consolidación fiscal en marcha, y de que las reservas internacionales disminuyeron ligeramente en el trimestre de referencia, el menor crecimiento de las fuentes de recursos financieros se reflejó en una desaceleración del financiamiento al sector privado con relación al trimestre previo (Gráfica 31b).

Así, en lo que concierne a las fuentes de recursos financieros de la economía, las fuentes internas –medidas por el agregado monetario M4 en poder de residentes– redujeron su ritmo de expansión de 6.5 a 3.7 por ciento real anual entre el cuarto trimestre de 2016 y el primero de 2017 (Gráfica 32a). Ello obedeció a un menor crecimiento tanto del componente voluntario, como del obligatorio (Gráfica 32b). Por su parte, las fuentes externas registraron una variación real anual de -1.4 por ciento en el primer trimestre de 2017, cifra inferior al 1.6 por ciento observado en el trimestre anterior (Gráfica 31a). Ello fue resultado, en buena medida, de la sostenida disminución de recursos externos, tanto bancarios como de mercado,

⁵ En esta sección, a menos de que se indique lo contrario, las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

canalizados a financiar a las empresas en México. En contraste, cabe destacar que el saldo del agregado monetario M4 en poder de no residentes mostró un repunte en su tasa de crecimiento, al pasar de -3.1 a 0.5 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primero de 2017. Esto, como reflejo principalmente de un aumento en la tenencia de bonos gubernamentales de mediano y largo plazo por parte de extranjeros (Gráfica 32c).

Gráfica 31
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Variación real anual en por ciento ^{1/}



p/ Cifras preliminares.

1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de residentes.

3/ 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 externo al sector privado no financiero.

4/ Se constituye por las divisas y el oro propiedad del Banco de México, que se hallen libres de todo gravamen y cuya disponibilidad no esté sujeta a restricción alguna; la posición a favor de México con el FMI derivada de las aportaciones efectuadas a dicho organismo; las divisas provenientes de financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria del FMI y otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, de bancos centrales y de otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera. No se consideran las divisas pendientes de recibir por operaciones de compraventa contra moneda nacional, y se deducen los pasivos del Banco de México en divisas y oro, excepto los que sean a plazo mayor de seis meses al tiempo de hacer el cómputo de la reserva, y los correspondientes a los financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria anteriormente mencionados. Ver artículo 19 de la Ley del Banco de México.

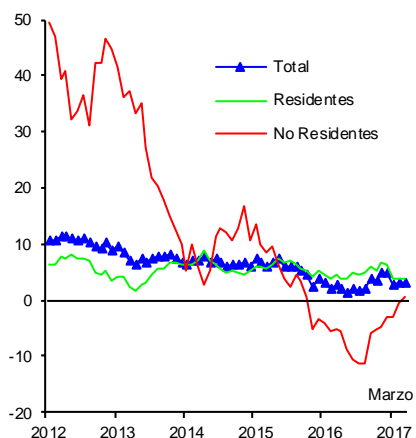
5/ Se refiere a la cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste), la emisión de deuda interna y el financiamiento externo. Incluye programas de reestructura.

6/ Incluye el financiamiento al sector público federal, así como el destinado a los estados y municipios.

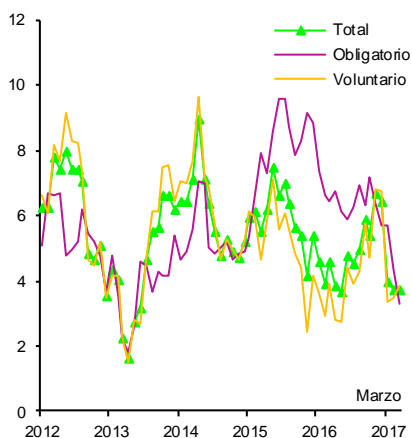
Fuente: Banco de México.

Gráfica 32
Agregado Monetario M4 ^{1/}

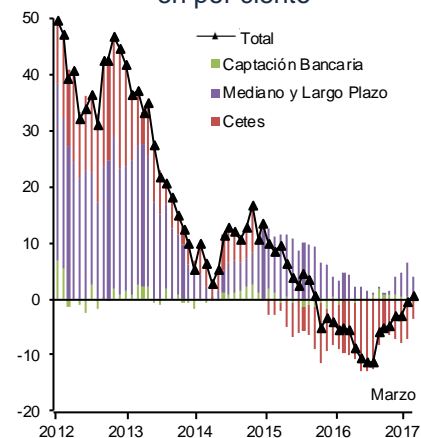
a) Total
Variación real anual en por ciento



b) En poder de Residentes
Variación real anual en por ciento



c) En poder de No Residentes
Contribución a la variación real anual en por ciento



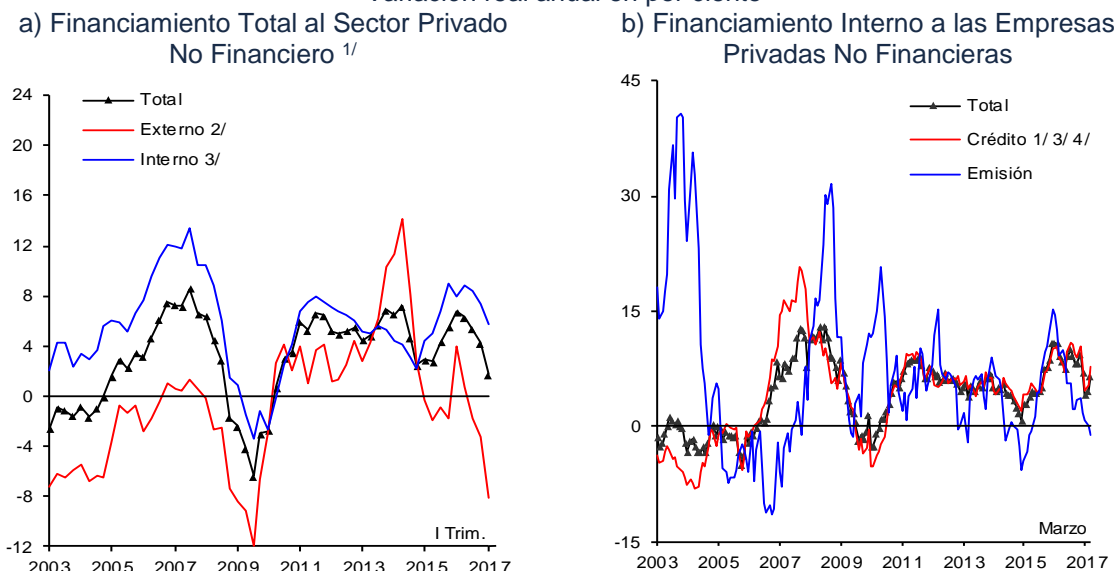
1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.
Fuente: Banco de México.

En lo que toca a la utilización de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público en el primer trimestre de 2017 disminuyó su ritmo de crecimiento. Como se mencionó, ello refleja el esfuerzo de consolidación fiscal que ha venido haciendo el Gobierno Federal, la presencia de ingresos excedentes, y un menor ejercicio del gasto público respecto al programa, además del entero durante el trimestre de referencia del remanente de operación del Banco de México correspondiente al ejercicio fiscal de 2016, el cual ascendió a 321.7 miles de millones de pesos. Así, la variación real anual del financiamiento al sector público en el primer trimestre de 2017 fue de -2.7 por ciento, cifra que se compara con la de 2.6 por ciento registrada el cuarto trimestre del año. Cabe destacar que aun al excluir el efecto del remanente de operación del Banco de México sobre el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público, el financiamiento al sector público federal se habría expandido a una menor tasa que la observada el trimestre previo (0.9 por ciento). Por su parte, en enero – marzo de 2017 el saldo de la reserva internacional se contrajo en 6.3 por ciento real anual, lo que se compara con la disminución de 3.5 por ciento del trimestre anterior.⁶ A ello contribuyó, como se explicó en el Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2016, la venta directa al mercado de 2 mil millones de dólares que tuvo lugar en la primera semana de enero de 2017, en apego a las instrucciones de la Comisión de Cambios y con el objetivo de propiciar un funcionamiento más ordenado del mercado cambiario.

⁶ La variación real anual en pesos de la reserva internacional se obtiene a través del método de flujos efectivos revalorizados. Ello consiste en multiplicar la variación anual absoluta en dólares por el tipo de cambio promedio del periodo; sumar a esta cantidad el saldo inicial de la reserva internacional en pesos, para obtener el saldo final ajustado de la reserva internacional en pesos; deflactar ambos saldos en pesos con el INPC y, por último, calcular su variación anual. Así, en términos de dólares, entre el primer trimestre de 2016 y el mismo trimestre de 2017, la reserva internacional disminuyó en 2.8 miles de millones de dólares. Esta cifra expresada en pesos utilizando el tipo de cambio promedio en el periodo equivale a una reducción anual de 221 miles de millones de pesos, lo que sumado al saldo de 3,508 miles de millones de pesos de la reserva internacional al primer trimestre de 2016 implica una variación real anual de -6.3 por ciento. Para referencia, la variación nominal anual, en dólares, de la reserva internacional en el periodo fue de -1.6 por ciento.

En este contexto, el financiamiento total al sector privado no financiero moderó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2017. Este indicador se expandió a una tasa real anual de 1.7 por ciento en el trimestre de referencia, que se compara con una de 4.3 por ciento en el trimestre previo. Lo anterior resultó de la mencionada contracción del financiamiento externo, así como de un menor dinamismo del financiamiento interno –en especial del crédito a los hogares– (Gráfica 33a).

Gráfica 33
Financiamiento al Sector Privado No Financiero
 Variación real anual en por ciento



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.
 2/ Las cifras del financiamiento externo correspondientes al primer trimestre de 2017 son preliminares.
 3/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 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.

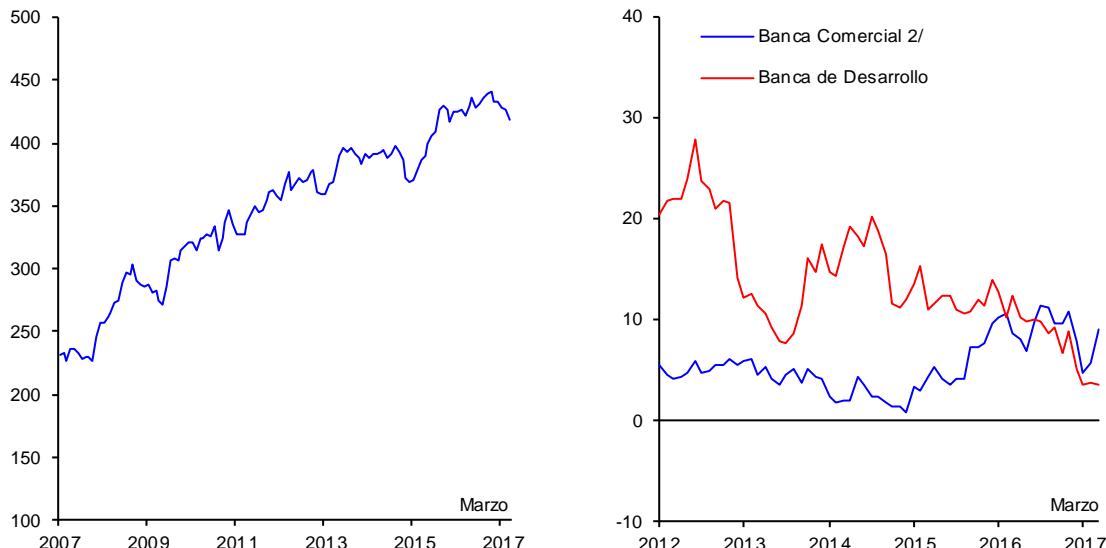
Profundizando en lo anterior, por el lado de las empresas, el financiamiento externo se ha venido contrayendo por varios trimestres, influido por condiciones más astringentes en los mercados externos y un entorno de volatilidad del tipo de cambio. Así, las empresas han recurrido en mayor medida al mercado interno para satisfacer sus necesidades de financiamiento, y en especial al crédito de la banca comercial, toda vez que la colocación de deuda y el crédito de la banca de desarrollo han mostrado poco dinamismo. Al cierre del primer trimestre de 2017, el financiamiento interno a las empresas registró una variación real anual de 6.6 por ciento, cifra similar al 6.8 por ciento observado en diciembre de 2016 (Gráfica 33b y Gráfica 34). En este contexto, los costos de financiamiento a las empresas –medidos por las tasas de interés de nuevos créditos bancarios y de los rendimientos de valores privados de corto y mediano plazo– han seguido aumentando, respondiendo a los incrementos en la tasa de referencia de la política monetaria (Gráfica 35a y Gráfica 35b). En cuanto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad se han mantenido en niveles bajos (Gráfica 35c).

Gráfica 34

Financiamiento Interno a Empresas Privadas No Financieras

a) Valores en Circulación
Saldos en miles de millones de pesos de marzo de 2016

b) Crédito Vigente ^{1/}
Variación real anual en por ciento



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.
2/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Las cifras se ajustan para no verse afectadas por el traspaso de créditos puente.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 35

Tasas de Interés Anual e Índices de Morosidad de las Empresas Privadas No Financieras

a) Tasas de Interés Anual de Valores Privados Promedio del trimestre en por ciento

b) Tasas de Interés Anual de Nuevos Créditos ^{3/} Por ciento anual

c) Índices de Morosidad Por ciento

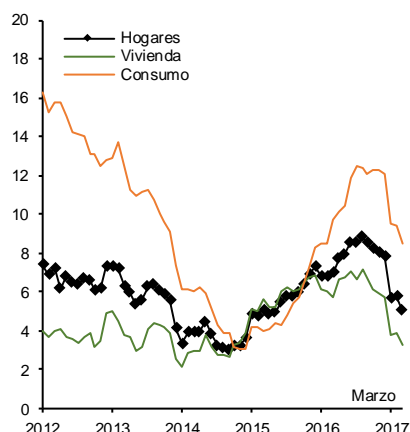


1/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de las emisiones en circulación, con un plazo mayor a un año, al cierre del mes.
2/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada, a un plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.
3/ 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. Se presenta el promedio móvil de 3 meses.
4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
5/ 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.

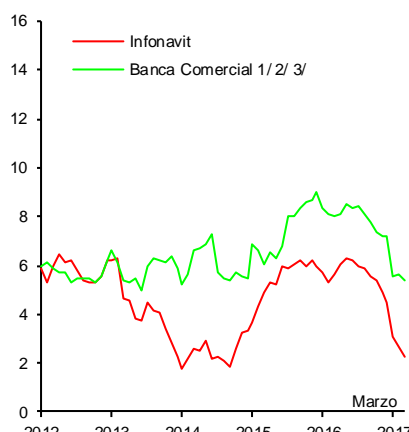
Por otro lado, el crédito a los hogares –tanto el destinado a la vivienda como el canalizado al consumo– siguió desacelerándose, al pasar su variación real anual de 8.0 a 5.0 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017 (Gráfica 36a). En lo que respecta al crédito a la vivienda, el menor dinamismo se observó tanto en la cartera de la banca comercial, como en la del Infonavit –que en conjunto representan más del 90 por ciento del crédito hipotecario en el país– (Gráfica 36b).⁷ En términos de sus costos, en el trimestre que se reporta se registraron, por primera vez en los últimos cinco años, incrementos en las tasas de interés de los nuevos créditos hipotecarios otorgados por la banca comercial. Por su parte, los índices de morosidad correspondientes permanecieron en niveles bajos y estables (Gráfica 36c).

**Gráfica 36
Crédito a los Hogares**

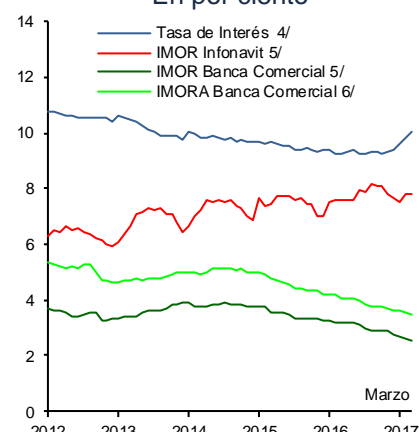
a) Crédito Total ^{1/}
Variación real anual
en por ciento



b) Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual
en por ciento



c) Tasa de Interés Anual de Nuevos
Créditos e Índice de Morosidad del
Crédito a la Vivienda
En por ciento



1/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

2/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

3/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

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

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.

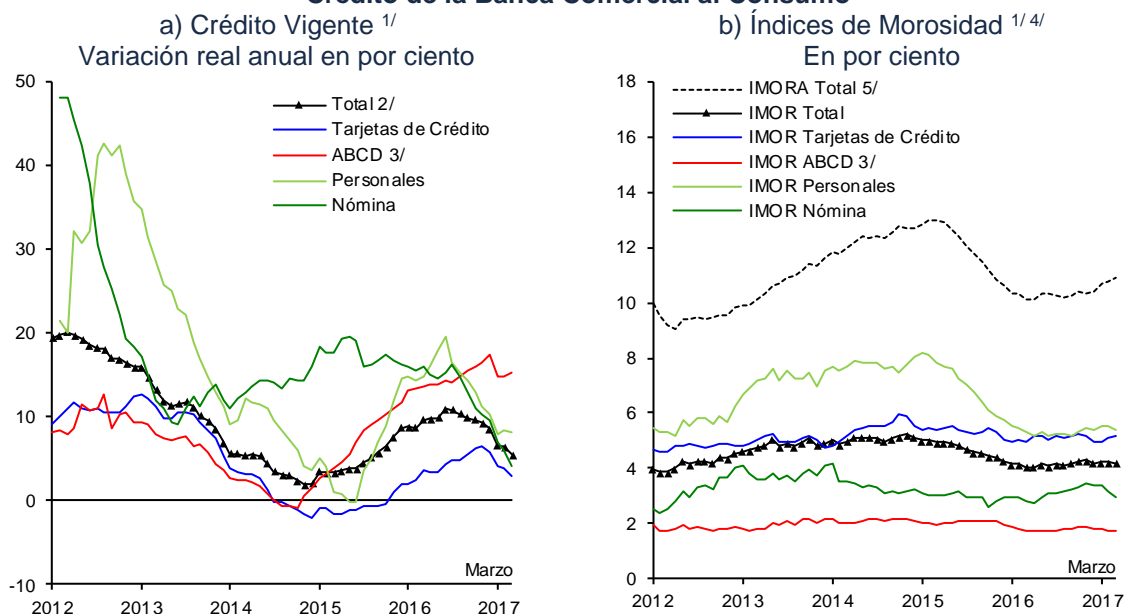
Por su parte, el crédito al consumo moderó sus tasas de crecimiento en relación con el trimestre previo, como reflejo de un menor ritmo de expansión de todos sus componentes (Gráfica 36a y Gráfica 37a). Las tasas de interés en este segmento se mantuvieron sin cambios en el trimestre de referencia, luego de que en el segundo trimestre de 2016 se observaran ciertos incrementos, particularmente en el crédito otorgado vía tarjetas. Por su parte, los índices de morosidad, en general, siguieron en niveles relativamente bajos, aunque el índice ajustado por castigos de

⁷ 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.

cartera acumulados en los últimos doce meses se ha incrementado, reflejando el deterioro en el segmento de nómina (Gráfica 37b).

Gráfica 37

Crédito de la Banca Comercial al Consumo



1/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
 2/ Incluye crédito para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.
 3/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.
 4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 5/ 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 este contexto, y dada la reciente publicación del documento relativo al cumplimiento de las disposiciones contenidas en el artículo 42, fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (LFPRH; Pre-Criterios) y la perspectiva sobre los RFSP en 2017 que ahí se plasma, es relevante elaborar un ejercicio prospectivo de fuentes y usos de recursos financieros de la economía. Ello, con miras a analizar el posible impacto que podría tener la evolución del financiamiento al sector público en el entorno actual de condiciones restrictivas de financiamiento y fuentes de recursos financieros acotadas.

Por el lado de las fuentes de recursos financieros, se espera que en 2017 estas exhiban un bajo dinamismo (Cuadro 2). En particular, se estima que su flujo anual sea de 6.1 por ciento del PIB, cifra menor que la observada en 2016 (6.7 por ciento) y también inferior al flujo anual promedio registrado durante los cinco años previos (8.1 por ciento). En lo que toca a las fuentes externas, se prevé un flujo anual de 1.0 por ciento del producto. Este bajo dinamismo reflejaría una limitada disponibilidad de recursos ante la posibilidad de que persista la incertidumbre sobre el rumbo de las políticas económica y comercial en Estados Unidos, con su consecuente impacto sobre nuestra economía y mercados financieros. Con relación a las fuentes internas, se pronostica un flujo anual en 2017 de 5.0 por ciento, congruente con la evolución esperada de la actividad económica para el año.

En contraparte, con base en las previsiones para los RFSP contenidas en los Pre-Criterios 2017, se proyecta que el flujo anual de financiamiento al sector público se reduzca de 2.9 por ciento del PIB en 2016 a 1.5 por ciento del producto en 2017, reflejando el esfuerzo de consolidación fiscal por parte del Gobierno Federal.⁸ Por su parte, se prevé que la reserva internacional presente una desacumulación en 2017 de 0.1 por ciento del PIB, cifra similar a la observada en 2016. Dado lo anterior, se estima que el financiamiento al sector privado exhiba un flujo anual de 2.8 por ciento del PIB en 2017, igual al flujo observado el año anterior.

De esta forma, en el contexto actual de condiciones de financiamiento más astringentes, y dada la posibilidad de que las fuentes de recursos financieros de la economía sigan presentando un bajo dinamismo, resulta fundamental el esfuerzo de consolidación fiscal por parte del sector público. Ello permitiría, además de fortalecer el marco macroeconómico del país, acotar las presiones sobre los mercados de fondos prestables, al generar el espacio necesario para que, aun en este entorno, pueda mantenerse el dinamismo del financiamiento al sector privado.

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

	Flujos anuales					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e/
Total de Recursos	10.0	8.6	10.2	5.1	6.7	6.1
Fuentes Internas	4.4	4.7	5.8	3.9	5.6	5.0
Fuentes Externas	5.7	3.8	4.4	1.2	1.1	1.0
M4 no Residentes	4.5	1.3	2.3	-0.2	-0.6	0.0
Valores y Crédito del Exterior ^{1/}	1.2	2.5	2.2	1.4	1.7	1.0
Total de Usos	10.0	8.6	10.2	5.1	6.7	6.1
Reserva Internacional ^{2/}	1.8	1.0	1.3	-1.5	0.0	-0.1
Financiamiento al Sector Público	4.2	4.1	4.8	4.2	2.9	1.5
Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) ^{3/}	3.8	3.7	4.6	4.1	2.9	1.4
Estados y Municipios	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
Financiamiento al Sector Privado	3.2	3.9	2.5	2.9	2.8	2.8
Hogares	1.4	1.1	1.1	1.3	1.6	1.4
Empresas	1.8	2.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Otros conceptos ^{4/}	0.9	-0.5	1.7	-0.6	1.0	1.8

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 2016, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. El dato de 2017 corresponde al publicado en los CGPE 2017 y considera el impacto del uso del remanente de operación del Banco de México.

4/ Incluye las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, de los intermediarios financieros no bancarios, del Infonavit y del Banco de México –incluyendo los títulos colocados por este Instituto Central con propósitos de regulación monetaria, destacando aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación–. Asimismo, incluye 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.

⁸ Estas cifras incluyen los recursos extraordinarios del Gobierno Federal recibidos en 2016 por 1.2 por ciento del PIB y en 2017 por 1.5 por ciento del PIB, provenientes de los remanentes de operación del Banco de México de los ejercicios 2015 y 2016, respectivamente.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

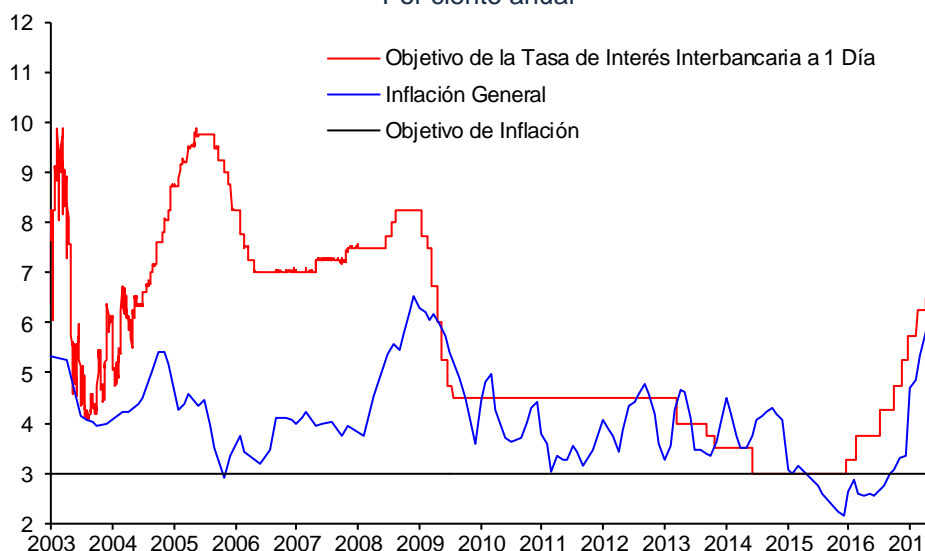
Desde mediados de 2014, la economía mexicana ha venido enfrentado diversos choques que podrían tener consecuencias importantes en el comportamiento de la inflación. Ante ello, la autoridad monetaria ha venido actuando de manera preventiva y oportuna, considerando tanto la naturaleza transitoria de los referidos choques, como el horizonte en el que operan cabalmente los canales de transmisión de la política monetaria, y teniendo como propósito mantener el anclaje de las expectativas de inflación en el mediano y largo plazo. En particular, en la segunda mitad de 2014 se presentaron episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, en un entorno de gran divergencia en las perspectivas de las políticas monetarias de las principales economías avanzadas, así como importantes caídas en los precios del petróleo, aunado a perspectivas de que estos se mantendrían bajos, ante el reducido crecimiento global observado y esperado y las condiciones de oferta que caracterizaban al mercado de este energético. Esto generó una depreciación considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Lo anterior, a su vez, provocó que durante 2015 se diera el inicio de un importante ajuste en precios relativos. Su efecto en la inflación general anual en 2015, no obstante, fue compensado tanto por el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales del 2014, como por las bajas en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos. Así, si bien al cierre de 2015 la inflación alcanzó su mínimo histórico de 2.13 por ciento, la depreciación del tipo de cambio mencionada presentaba una presión para la inflación y un riesgo para el anclaje de sus expectativas. Ante ello, después de mantener el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 3 por ciento desde junio de 2014, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió aumentarla en 25 puntos base, a un nivel de 3.25 por ciento, a finales de 2015. Esta acción también consideró el incremento del rango objetivo para la tasa de referencia en 25 puntos base llevado a cabo por la Reserva Federal.

Durante 2016 el entorno externo que enfrentó la economía nacional siguió deteriorándose. Así, el tipo de cambió continuó mostrando una elevada volatilidad y episodios de depreciación, en particular ante los avances en el proceso electoral en Estados Unidos y en noviembre, ante el resultado del mismo. Si bien no se detectaban presiones sobre los precios por el lado de la demanda, la inflación subyacente mostró una trayectoria gradual ascendente, aunque desde niveles bajos, como consecuencia del efecto de la depreciación del tipo de cambio real sobre los precios relativos de las mercancías respecto de los de los servicios. Por otra parte, en 2016 no se contó con el efecto aritmético favorable del desvanecimiento de un choque del año previo, como en 2015, y las disminuciones en los precios de telecomunicaciones fueron menores. Así, la inflación cerró 2016 en 3.36 por ciento, luego de haberse mantenido por debajo de la meta de 3 por ciento durante la mayor parte de dicho año. Adicionalmente, a finales de 2016 y principios de 2017 se presentaron choques de oferta de magnitud considerable que afectaron a la inflación significativamente, alcanzando esta un nivel de 6.17 por ciento en la primera quincena de mayo. Destaca la depreciación adicional que el peso mexicano experimentó en los últimos meses de 2016, así como el incremento en los precios de los energéticos, sobre todo de las gasolinas y el gas L.P., derivado del proceso de su liberalización, a inicios del presente año. Esto último provocó un deterioro importante en la inflación.

Ahora bien, prácticamente todos los fenómenos descritos que han provocado un aumento en la inflación medida son cambios en precios relativos, lo cual no debería implicar un aumento sostenido y generalizado de los precios, que es, dicho sea de paso, la definición de inflación. Para lograr precisamente que no se generalicen los incrementos en precios relativos, es vital que el Banco Central actúe oportunamente para que no se contamine el proceso de formación de precios en la economía, es decir, que los citados incrementos en precios relativos no tengan efectos de segundo orden. También, como es sabido, la política monetaria tiene un efecto rezagado sobre la inflación, razón por la cual el Banco Central tiene que actuar con oportunidad. Al momento en el que sucede un choque, este impacta de inmediato a la inflación medida y con frecuencia a las expectativas de inflación de corto plazo. Ahora bien, en virtud de las acciones de política monetaria, dicho choque tendría un impacto transitorio sobre la inflación, y las expectativas sobre el comportamiento futuro de la misma en el mediano y largo plazo no se deberían ver afectadas en lo fundamental. De hecho, esto es lo que debe procurar un banco central que opera bajo un esquema de objetivos de inflación.

El Banco de México ha venido ajustando su postura monetaria siguiendo estos principios, de ahí que desde diciembre de 2015 hasta mayo de 2017 haya incrementado el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 375 puntos base de 3.00 a 6.75 por ciento, tomando en cuenta la simultaneidad, magnitud y persistencia de los choques en precios relativos que han impactado las cifras de inflación (Gráfica 38). Los resultados que se han obtenido hasta la fecha van en línea con lo anteriormente descrito. Si bien las mediciones de la inflación contemporánea en diferentes puntos del tiempo y las expectativas de inflación de corto plazo se han elevado considerablemente, este no ha sido el caso de las expectativas de mediano y largo plazo. De hecho, estas últimas se han mantenido estables en 3.5 por ciento. Esto refleja que, ante el entorno antes descrito, los agentes económicos anticipan que el incremento observado en la inflación –incluso por arriba de la cota superior del intervalo de variabilidad definido por la Junta de Gobierno- será temporal, esperándose que en la segunda parte de este año, la inflación general comience a descender, se sitúe por debajo de la citada cota superior al inicio de 2018 y se encamine hacia el objetivo de 3 por ciento en los meses subsecuentes.

Gráfica 38
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General ^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a la primera quincena de mayo.

Fuente: Banco de México.

En lo que se refiere al periodo que cubre este Informe, en sus reuniones del 9 de febrero, 30 de marzo y 18 de mayo de 2017, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió aumentar el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un total de 100 puntos base. Estas acciones tuvieron por objeto, como se señaló, evitar contagios al proceso de formación de precios en la economía derivados de los choques antes mencionados, anclar las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta. Además, se tomó en consideración el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos llevado a cabo en marzo pasado. Respecto a las decisiones del 30 de marzo y del 18 de mayo, la Junta de Gobierno coincidió en que, dadas las condiciones que prevalecían en ese momento, la previsión de que no se anticipaban presiones de inflación provenientes de la demanda agregada y los incrementos en la tasa de política monetaria llevados a cabo desde 2015, el ajuste requerido fuera de 25 puntos base.

Entre los elementos que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria en el periodo objeto de este Informe destacaron los siguientes:

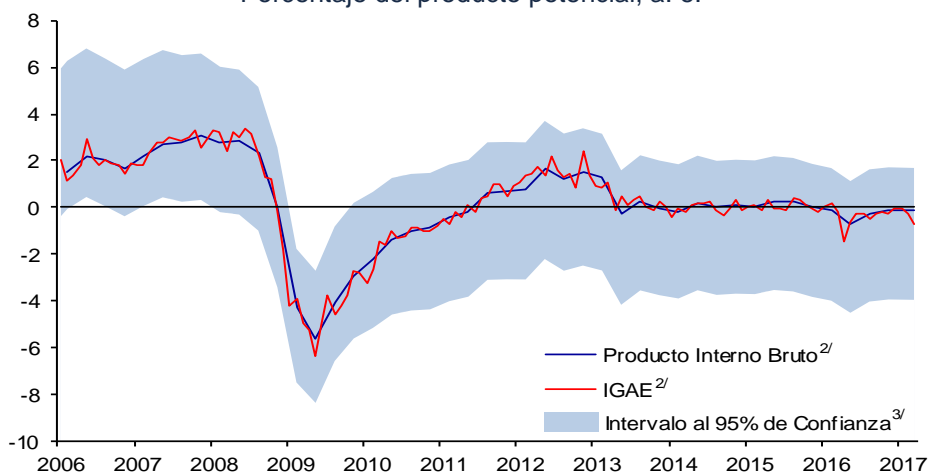
- i. Durante el primer trimestre de este año, la inflación general siguió incrementándose. En particular, la inflación subyacente continuó elevándose en respuesta a la depreciación acumulada de la moneda nacional, de los efectos indirectos derivados de los ajustes en los precios de los energéticos desde principios de año, así como del incremento del salario mínimo. Todo esto ha tenido un impacto significativo en los precios de las mercancías y de algunos servicios. Adicionalmente, la inflación no subyacente siguió creciendo como reflejo del efecto de los incrementos registrados en los precios de los energéticos desde inicios de 2017, lo cual fue exacerbado por el repunte de los precios de algunos

productos agropecuarios y de las tarifas autorizadas por diferentes instancias de gobierno en abril de este año, en particular los de autotransporte.

- ii. Ante los choques descritos y las sorpresas desfavorables en los datos de inflación respecto a lo esperado por los especialistas del sector privado durante el periodo que se reporta, la mediana de las expectativas de inflación para el cierre de 2017 provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre los mismos aumentó de manera notoria. Por su parte, las expectativas de inflación para 2018 registraron un incremento de mucho menor magnitud, mismo que después se revirtió parcialmente, mientras que las de más largo plazo se mantuvieron estables. Así, el comportamiento de las expectativas refleja fundamentalmente la expectativa de un incremento temporal en la inflación.
- iii. Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, seguían sin presentarse presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios y, de hecho, se preveía cierta ampliación de la brecha del producto a terreno negativo en los siguientes trimestres (Gráfica 39). No obstante lo anterior, en el mercado laboral parecería ya no haber holgura. En efecto, la brecha entre la tasa de desocupación observada y aquella congruente con un entorno de inflación baja y estable es negativa y significativamente distinta de cero, si bien una medida ampliada de dicho indicador que incluye a asalariados informales, no es significativamente distinta de cero (Gráfica 40a y Gráfica 40b).⁹ El comportamiento de los salarios y la productividad laboral durante el periodo de referencia se reflejó en una tendencia al alza en los costos laborales unitarios de la mano de obra, tanto para la economía en su conjunto, como para el sector manufacturero en particular, aunque a partir de niveles bajos. Cabe señalar que todo lo anterior no se ha traducido en presiones salariales, como se manifestó en la Sección 3.2 (Gráfica 41).
- iv. El proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, el cual, de acuerdo con la Reserva Federal, seguirá un ritmo gradual.

⁹ Para una descripción de las estimaciones de la holgura en el mercado laboral, ver el Recuadro "Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2016.

Gráfica 39
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 2017; cifras del IGAE a marzo de 2017.

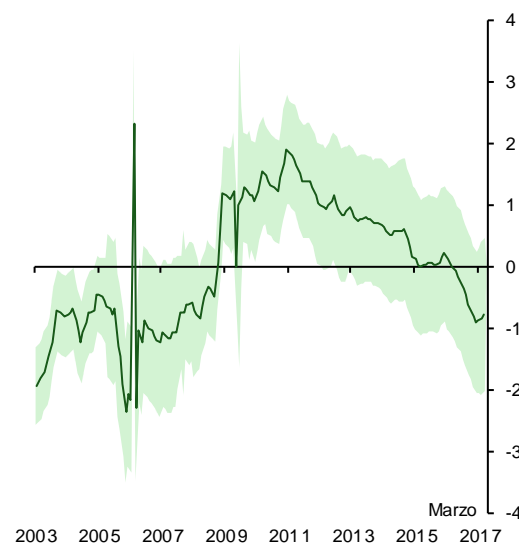
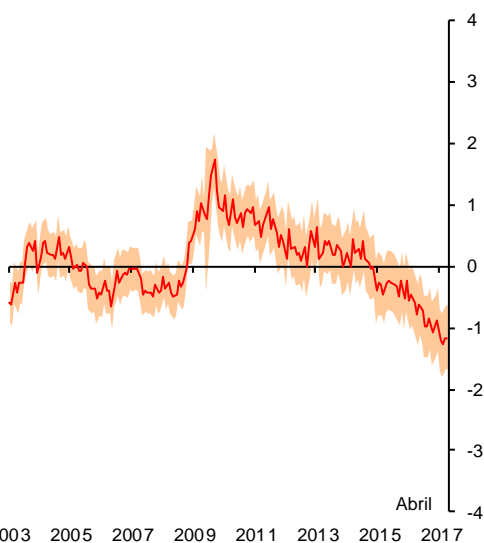
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

Gráfica 40
Estimación de la Brecha de Desempleo
 Por ciento, a. e.

a) Tasa de Desempleo ^{1/}

b) Tasa de Desempleo e Informales Asalariados ^{1/}



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

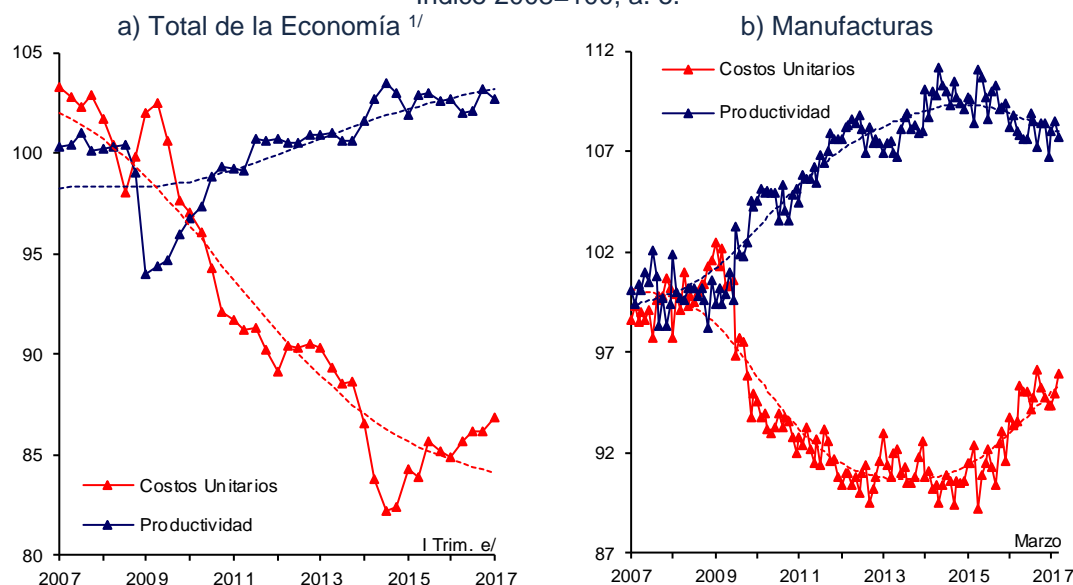
Fuente: Banco de México.

a. e./ Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 41
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.
 e/ Primer trimestre de 2017 es estimación de Banco de México.
 1/ Productividad laboral con base en las horas trabajadas.
 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. 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: 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.

Profundizando en el comportamiento de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que sus medianas para distintos plazos mostraron un comportamiento diferenciado que es compatible con un incremento temporal de la inflación. En particular destaca que, entre diciembre de 2016 y abril de 2017:

- i. La mediana de las expectativas de la inflación general al cierre de 2017 subió significativamente, de 4.1 a 5.7 por ciento, como reflejo de los choques a la inflación antes referidos (Gráfica 42a).¹⁰ Respecto a esta evolución, destaca que la mediana para el componente subyacente pasó de 3.9 a 4.8 por ciento, mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente se ajustó de 5.0 a 8.7 por ciento.
- ii. La mediana de las expectativas al cierre de 2018 se mantuvo por debajo de 4 por ciento aunque presentó cierta variabilidad, ya que se incrementó de 3.6 a 3.7 por ciento entre las referidas encuestas, luego de alcanzar niveles de 3.8 por ciento en los primeros meses del 2017.¹¹ Al interior de esta, la mediana para el componente subyacente se ajustó de 3.5 a 3.6 por ciento, en tanto que la expectativa implícita para el componente no

¹⁰ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2017 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 4.0 a 5.7 por ciento entre las encuestas del 20 de diciembre de 2016 y 22 de mayo de 2017.

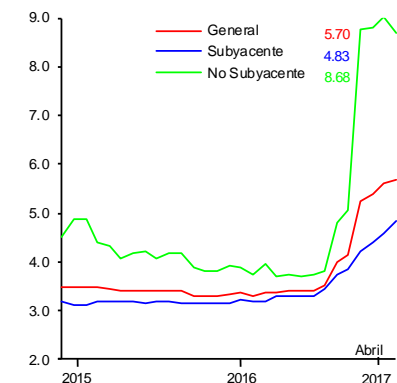
¹¹ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta de Citibanamex incrementó de 3.6 a 3.7 por ciento entre las encuestas del 20 de enero y del 22 de mayo de 2017.

subyacente subió de 3.9 a 4.0 por ciento, si bien registró un nivel de hasta 4.7 por ciento en enero de este año (Gráfica 42b).

- iii. En relación con los comportamientos antes descritos, cabe señalar que al considerar la trayectoria de las medianas de las expectativas de inflación mensual para cada uno de los próximos doce meses, se observa que a pesar de que los especialistas que contestan esta encuesta fueron sorprendidos al registrarse lecturas más altas que las que esperaban durante los meses que cubre este Informe, la dinámica esperada para las inflaciones mensuales para el periodo mayo 2017 a abril 2018 continúa sin cambiar de manera importante en relación a encuestas pasadas (Gráfica 43a). Así, la evolución de la inflación anual implícita en estas expectativas sigue registrando una disminución en los últimos meses de 2017, un ajuste significativo a la baja en enero de 2018, como reflejo de la desaparición del efecto de base de comparación que influirá en la inflación anual medida durante este año, y una tendencia en el mismo sentido durante los meses subsecuentes (Gráfica 43b).
- iv. Las expectativas para horizontes de más largo plazo permanecieron ancladas alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 42c).¹²

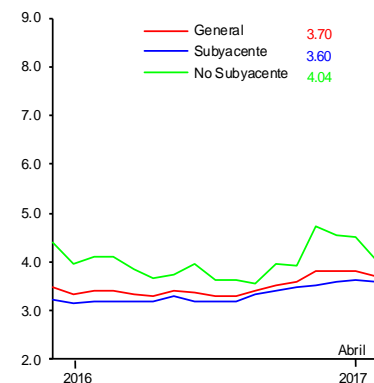
Gráfica 42
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2017



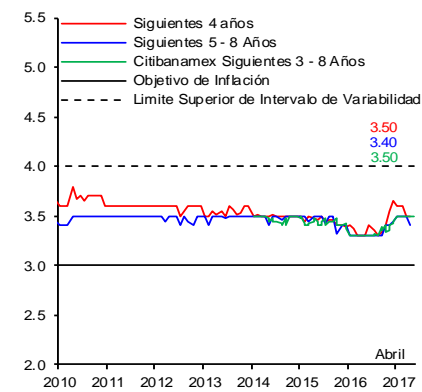
Fuente: Encuesta de Banco de México.

b) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2018



Fuente: Encuesta de Banco de México.

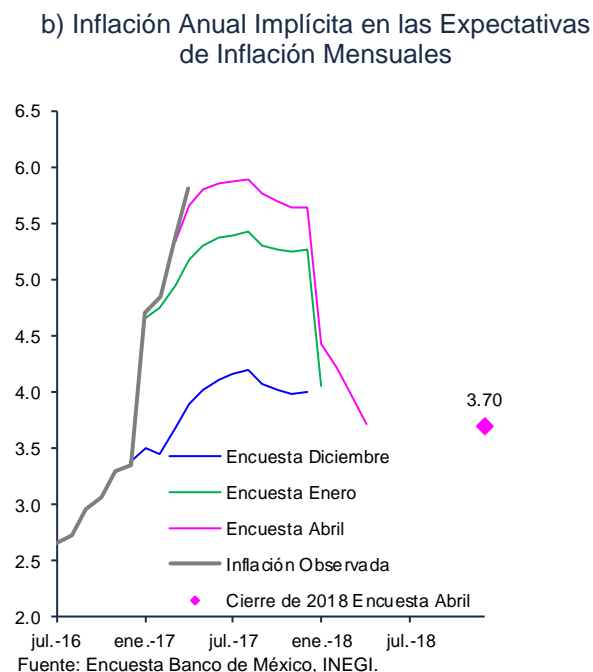
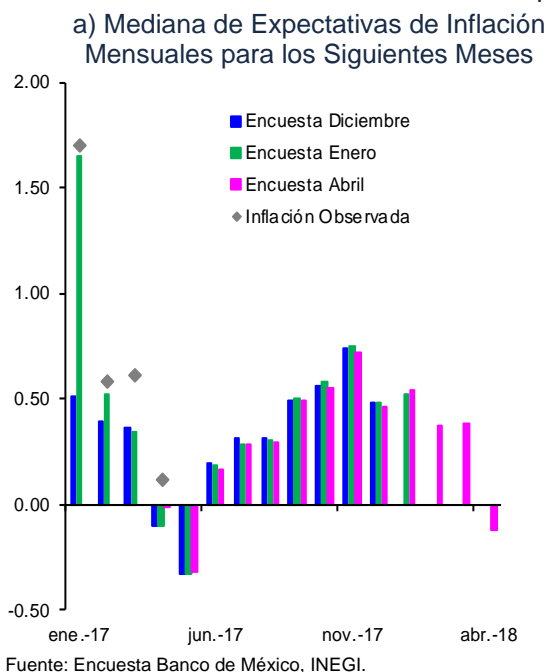
c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



Fuente: Encuesta Banco de México y Encuesta Citibanamex.

¹² Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), esta subió de 3.4 a 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de diciembre de 2016 y la del 22 de mayo de 2017.

Gráfica 43
Expectativas de Inflación
Por ciento

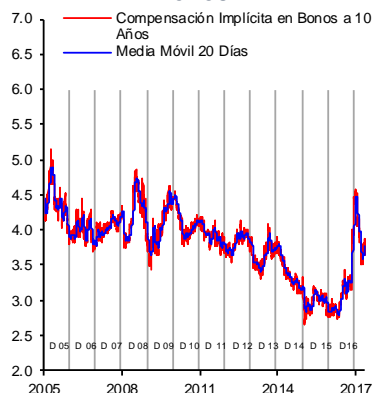


Por lo que respecta a la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo), esta se moderó en el periodo de referencia, después de haber aumentado significativamente a principios del mismo (Gráfica 44a). En relación a los componentes de la misma destaca, por un lado, que las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) presentaron cierto incremento y continúan ubicándose por arriba de 3 por ciento. Ello, debido principalmente al ajuste al alza que han registrado las expectativas de inflación de menor plazo, como lo muestra el promedio de los primeros 1-5 años que se ubica en 3.6 por ciento, en contraste con el promedio de los siguientes 6-10 años que se mantiene muy cercano a 3 por ciento, en 3.1 por ciento (Gráfica 44b). Por otro lado, la estimación de la prima por riesgo inflacionario parecería haber mostrado una disminución, de 87 a 25 puntos base, entre diciembre de 2016 y abril de 2017, luego de que en enero de este año esta registrara un incremento importante (Gráfica 44c).¹³ Cabe señalar que al considerar los diferenciales de liquidez entre los Bonos M y los Udibonos, la información que es posible extraer de los instrumentos antes referidos mediante esta estimación se ha tornado más incierta.

¹³ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

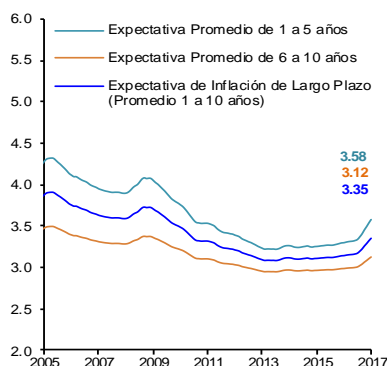
Gráfica 44
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



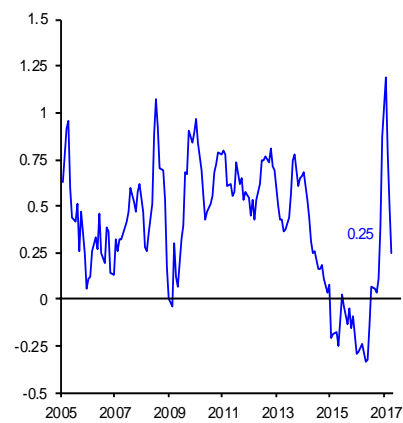
Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

b) Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado ^{1/}



1/ La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

c) Prima por Riesgo Inflacionario a 10 años ^{1/}

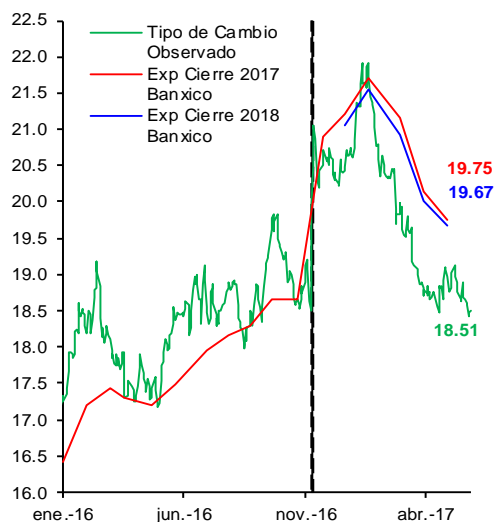


1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

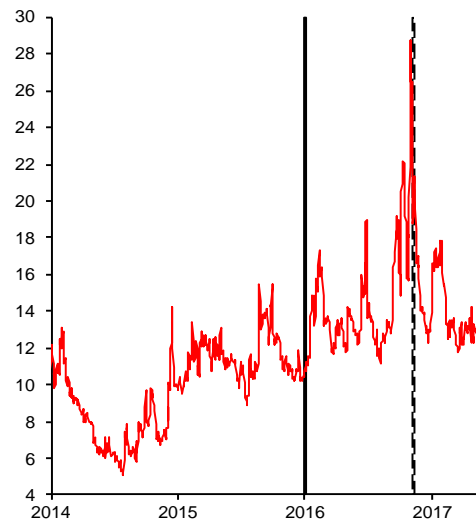
A pesar de que la volatilidad en los mercados internacionales registró una disminución a principios del primer trimestre de este año, los mercados financieros nacionales se vieron presionados por la incertidumbre en torno al impacto que tendrán sobre la economía mexicana las políticas comerciales y migratorias de la nueva administración estadounidense. Con ello, la cotización de la moneda nacional, que inició el año alrededor de 21.10 pesos por dólar, alcanzó un nuevo nivel máximo histórico de 21.91 pesos por dólar el 11 de enero, llegando incluso a cotizar en un nivel máximo intradía de 22.03 pesos por dólar. Posteriormente, a partir de la segunda mitad de enero, y en concordancia con la menor volatilidad en los mercados internacionales, los precios de los activos nacionales registraron un comportamiento más favorable. En efecto, la volatilidad en estos disminuyó, si bien continúa en niveles elevados. En este contexto, reflejando las acciones de política monetaria implementadas y las medidas anunciadas por la Comisión de Cambios, la moneda nacional registró una apreciación considerable, lo que la llevó a ubicarse alrededor de 18.50 pesos por dólar, alcanzando su menor nivel desde el día de la elección presidencial en Estados Unidos, y las condiciones de operación del mercado cambiario mejoraron (Gráfica 45a y Gráfica 45b). Al comportamiento antes descrito contribuyeron también algunos comentarios constructivos de miembros del gobierno de Estados Unidos sobre el futuro de la relación bilateral de ese país con México. Cabe señalar que, si bien más recientemente hubo algunos episodios en los que se percibió un mayor riesgo respecto al futuro de la relación bilateral entre México y Estados Unidos que indujeron cierta volatilidad del tipo de cambio, los efectos en la cotización del peso mexicano frente al dólar estadounidense ante cambios en la retórica ya referida por parte de las autoridades de dicho país parecerían haber mostrado una disminución. En esta coyuntura, las expectativas para la cotización de la moneda nacional al cierre de 2017 y 2018 extraídas de encuestas disminuyeron de manera importante. El tipo de cambio

esperado al cierre de 2017 permanece en niveles mayores a los observados actualmente, en 19.75 pesos por dólar (Gráfica 45a).

Gráfica 45
Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio
 a) Tipo de Cambio Nominal ^{1/} Pesos por dólar
 b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{1/} Por ciento



^{1/}El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX la expectativas corresponden al promedio de la encuesta de Banco de México de abril.
 Fuente: Banco de México.



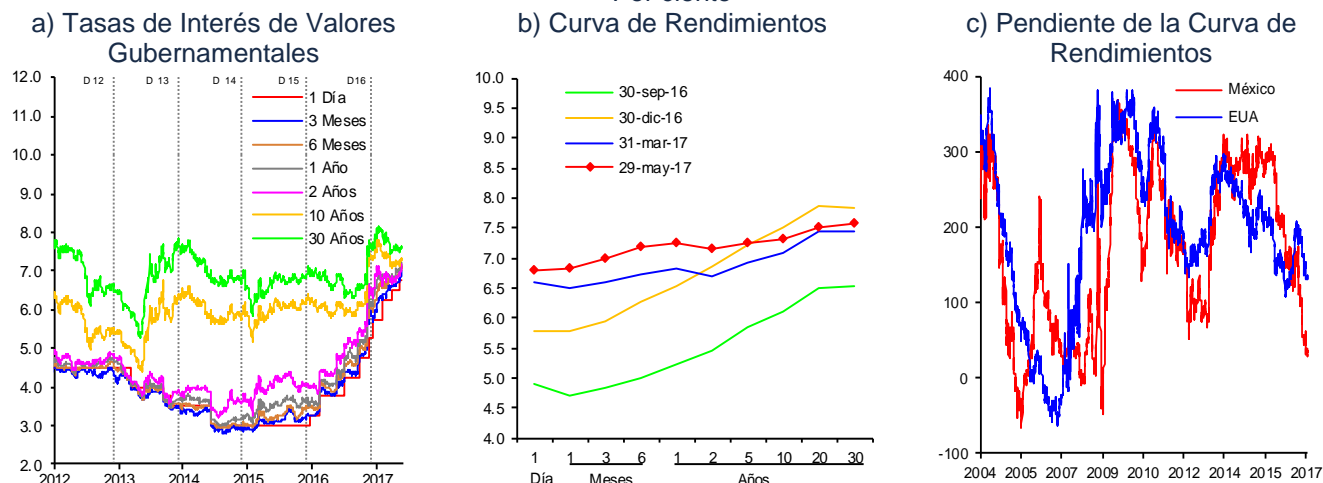
^{1/}La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes. La línea negra vertical indica el 1 de enero de 2016 y la línea punteada indica el 8 de noviembre de 2016.
 Fuente: Bloomberg.

Con respecto a las medidas anunciadas por la Comisión de Cambios con la finalidad de proveer liquidez al mercado cambiario y atenuar los episodios de volatilidad que el tipo de cambio registró a principios de 2017 mencionados anteriormente, es relevante destacar que en la primera semana de enero, esta instruyó la venta directa al mercado de 2,000 millones de dólares. Posteriormente, el 21 de febrero anunció la implementación de un programa de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional, por un monto de hasta 20,000 millones de dólares. De acuerdo a lo anterior, el 6 de marzo el Banco de México llevó a cabo subastas para la venta de coberturas cambiarias a plazos de 30, 60, 101, 178, 283 y 360 días, por un monto total de 1,000 millones de dólares, en tanto que el 5 de abril y el 5 y 8 de mayo renovó la totalidad de los vencimientos de las operaciones previamente pactadas, por un monto de 200 millones de dólares, en cada caso. Asimismo, dicha Comisión señaló que no descarta la posibilidad de llevar a cabo acciones adicionales en caso de ser necesario, ya sea mediante el uso de coberturas cambiarias o de los instrumentos que ha utilizado en el pasado, al tiempo que reiteró que el anclaje del valor de la moneda nacional se procurará en todo momento mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.

Por su parte, las tasas de interés presentaron comportamientos diferenciados durante el periodo que cubre este Informe. En particular, las correspondientes a corto plazo aumentaron, reflejando los incrementos de la tasa de referencia, mientras que las de mayores plazos registraron disminuciones, luego de haberse incrementado durante la primera mitad de enero. No obstante, cabe señalar que las tasas para todos los plazos permanecen en niveles superiores a los registrados

antes de las elecciones en Estados Unidos, a principios de noviembre. Así, entre finales de diciembre de 2016 y mediados de mayo de 2017, las tasas para horizontes de 3 meses y 10 años pasaron de 5.9 a 7.0 por ciento y de 7.5 a 7.3 por ciento, respectivamente (Gráfica 46a y Gráfica 46b). La evolución de las tasas de interés antes descritas condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos (calculada con la diferencia entre la tasa a 10 años menos la tasa a 3 meses) disminuyera de manera importante, de 160 a 30 puntos base, en este lapso, posiblemente reflejando una postura de política monetaria esperada más restrictiva (Gráfica 46c).

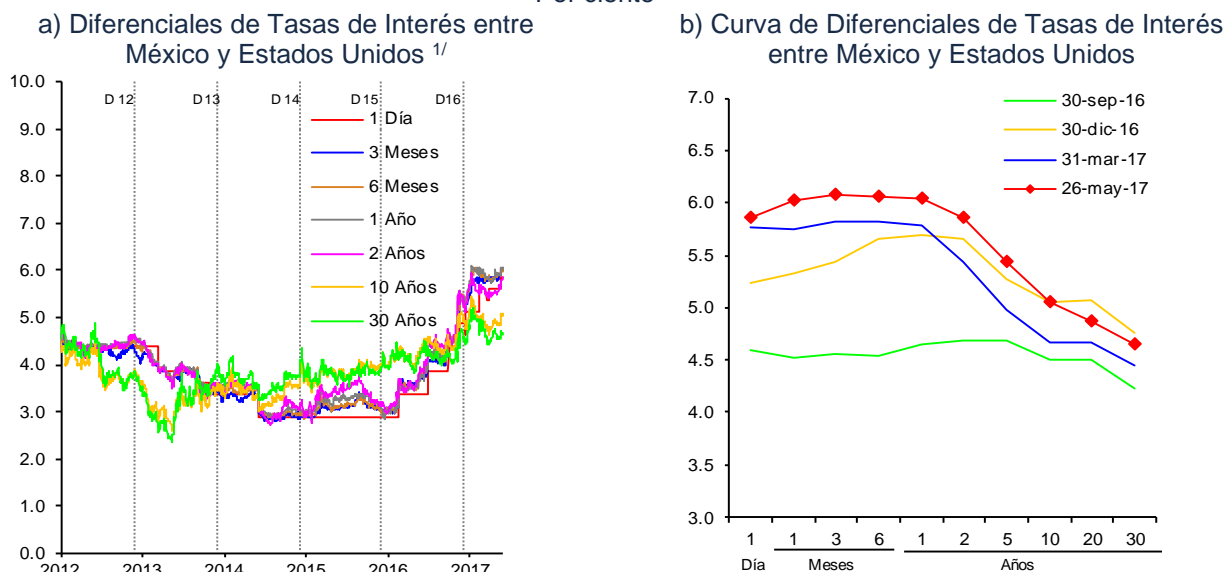
Gráfica 46
Tasas de Interés en México
Por ciento



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

De acuerdo con el comportamiento anterior, y dado que las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos aumentaron en menor medida y las de largo plazo disminuyeron en la misma magnitud que las de México, los diferenciales de tasas de interés entre ambos países (México – Estados Unidos) mostraron incrementos en sus horizontes de corto plazo y permanecieron estables en los de largo plazo. En particular, de finales de diciembre de 2016 a mediados de mayo de 2017, el diferencial de las tasas de corto plazo (3 meses) aumentó de 540 a 600 puntos base, mientras que el diferencial de 10 años se mantuvo alrededor de 500 puntos base. Cabe señalar que el nivel de estos diferenciales (más elevados para el corto plazo que para el largo plazo) sugiere una diferenciación entre las posturas de política monetaria de ambos países, dado que el incremento en la tasa de interés de referencia en México ha sido 375 puntos base, mientras que la de Estados Unidos ha sido de 75 puntos base (Gráfica 47). La diferencia en las posturas monetarias relativas responde, en parte, a los diferenciales de inflación actuales y esperados en el corto plazo entre ambos países. En efecto, en México el dato más reciente de inflación es de 6.17 por ciento, en tanto que en Estados Unidos se ubica en 2.20 por ciento, una diferencia de 397 puntos base. De forma similar, las expectativas de inflación para el cierre de 2017 se ubican en 5.7 y 2.4 por ciento en México y Estados Unidos, respectivamente (diferencia de 330 puntos base).

Gráfica 47
Diferenciales de Tasas de Interés de México y Estados Unidos
 Por ciento

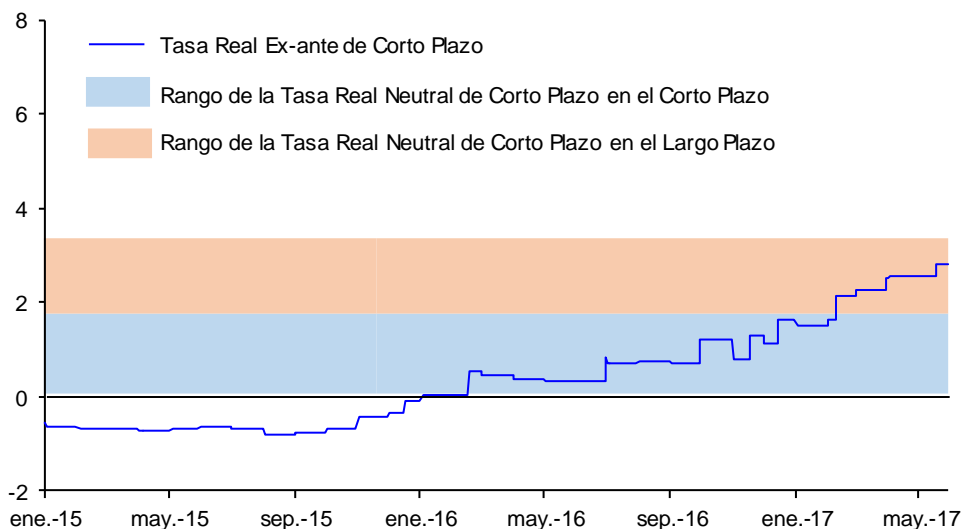


1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Es relevante destacar que, si bien los niveles en los que actualmente se ubican, tanto la pendiente de la curva de rendimientos, como el diferencial de las tasas de interés de corto plazo entre México y Estados Unidos, reflejan una postura de política monetaria más restrictiva en nuestro país, los ajustes en la tasa de referencia implementados por este Instituto Central desde finales de 2015 se realizaron a partir de un nivel mínimo histórico de 3 por ciento. La tasa de referencia alcanzó este nivel mínimo en junio de 2014 y se mantuvo ahí durante 18 meses, hasta noviembre de 2015. En este sentido, el incremento de 375 puntos base registrado en la tasa de referencia de diciembre de 2015 a la fecha, constituye fundamentalmente un retiro del estímulo monetario que prevaleció en el periodo precedente, toda vez que la tasa real ex-ante de corto plazo actual parecería encontrarse cerca del nivel neutral que esta se espera observar en el largo plazo (Gráfica 48).¹⁴

¹⁴ Para una descripción de la estimación de la tasa de interés neutral de corto plazo, ver el Recuadro “Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México” en el Informe Trimestral Julio - Septiembre 2016.

Gráfica 48
Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rangos Estimados para
la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Corto y Largo Plazos ^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la mediana de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México.
 Fuente: Banco de México.

Adicionalmente, como se mencionó en la Sección 3.1, destaca que los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano disminuyeron de manera generalizada en el complejo de economías emergentes. En particular, en el caso de México, la prima del Credit Default Swap a 5 años disminuyó aproximadamente 50 puntos base, para ubicarse en sus niveles mínimos en los últimos doce meses, después de haber tenido un incremento importante durante el cuarto trimestre de 2016. Cabe señalar que esta reducción es mayor a la registrada por el promedio de un conjunto de economías emergentes.

A pesar del mejor desempeño que se ha observado recientemente en los mercados financieros nacionales, la economía mexicana sigue enfrentando un entorno complejo, lo cual hace particularmente relevante que, por un lado, se continúe impulsando la implementación adecuada de las reformas estructurales y, por el otro, que las autoridades perseveren en el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos del país, ajustando la postura de política monetaria al ritmo que sea oportuno y consolidando las finanzas públicas. En este sentido, la ratificación de la disponibilidad de la LCF para México aprobada por el Directorio del Fondo Monetario Internacional el pasado 22 de mayo reconoce la resiliencia que la economía mexicana ha mostrado ante los episodios de volatilidad en los mercados financieros y genera importantes incentivos para preservar un marco macroeconómico sano.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

Crecimiento de la Economía Nacional: A pesar del relativamente favorable desempeño de la economía mexicana en el primer trimestre de 2017, esta continúa enfrentando un entorno internacional complejo derivado, entre otros factores, de la persistencia en la incertidumbre asociada al futuro de la relación comercial entre los miembros de la región de América del Norte, en particular entre México y Estados Unidos. Dicha incertidumbre ha dado lugar a un deterioro de la confianza de los empresarios, lo cual parecería estar incidiendo negativamente sobre las decisiones de inversión en nuestro país. Una situación como la descrita estaba incorporada en los pronósticos de crecimiento económico del Informe anterior, que consideraba ciertos efectos adversos en los flujos comerciales y menores incentivos para la inversión en México, si bien estos se han atenuado ligeramente. Por otro lado, el crecimiento económico del primer trimestre del año ligeramente superior al previsto en el Informe anterior implica una mayor expansión de la actividad productiva para 2017 en su conjunto (Gráfica 49a). En consecuencia, el intervalo de pronóstico de crecimiento del PIB de 2017 se ajusta al alza de uno de entre 1.3 y 2.3 por ciento en el Informe anterior, a uno de entre 1.5 y 2.5 por ciento en el presente Informe. Estas previsiones incorporan una desaceleración en lo que resta de 2017 respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016 y a principios del presente año, lo cual es congruente con las cifras más recientes que apuntan a una pérdida de dinamismo de la actividad productiva en los próximos trimestres. Esta, a su vez, como se mencionó, pareciera estar parcialmente asociada a los efectos de la incertidumbre relativa al futuro de la relación económica entre México y Estados Unidos sobre las decisiones de inversión y consumo. Sin embargo, hacia 2018 se continúa previendo cierta recuperación, acorde con el mayor dinamismo esperado de la producción industrial en Estados Unidos en el horizonte de pronóstico.¹⁵ Adicionalmente, se anticipa que el fortalecimiento del marco macroeconómico que han venido llevando a cabo las autoridades monetaria y fiscal, así como la implementación de las reformas estructurales, alienten condiciones más favorables para la inversión y el consumo, de forma que el mercado interno continúe contribuyendo a la actividad económica. Así, para 2018 se sigue previendo un mayor ritmo de expansión de la economía respecto a 2017 y, por ende, no se modifica el intervalo de pronóstico de un crecimiento del PIB de entre 1.7 y 2.7 por ciento. Cabe señalar que estas previsiones suponen que no se observa una disrupción profunda en la relación económica de México con el vecino país del norte y que los ajustes en los mercados financieros seguirán siendo ordenados. De anticiparse lo contrario, sería necesario realizar ajustes a las expectativas descritas.

Las previsiones de crecimiento no indican la presencia de presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios en el horizonte de pronóstico. En particular, la desaceleración prevista conduciría a que la brecha del producto se amplíe en terreno negativo en los siguientes trimestres (Gráfica 49b).

Empleo: En los primeros cuatro meses del año, el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS continuó mostrando un dinamismo mayor al anticipado, por

¹⁵ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en mayo de 2017, se prevé que la producción industrial en Estados Unidos aumente en 1.7 por ciento en 2017 y en 2.4 por ciento en 2018.

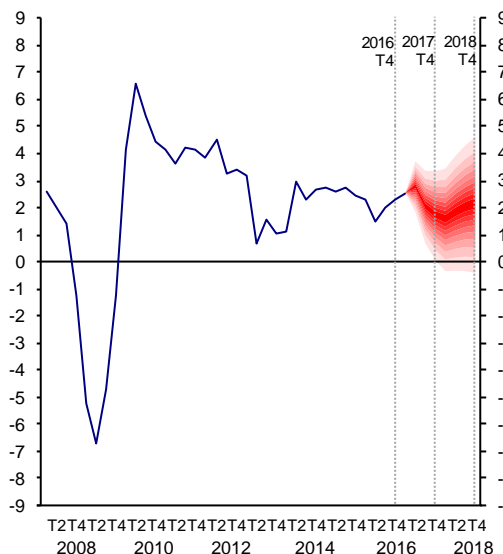
lo que las previsiones para este indicador se ajustan al alza respecto al Informe anterior. En particular, para 2017 se anticipa que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS aumente entre 650 y 750 mil puestos de trabajo, incremento superior al previsto en el Informe previo de entre 580 y 680 mil puestos de trabajo. Por su parte, se prevé que en 2018 se observe un aumento de entre 640 y 740 mil puestos de trabajo, el cual se compara con uno de entre 620 y 720 mil plazas laborales en el Informe previo.

Cuenta Corriente: Respecto a las previsiones sobre las cuentas externas, para 2017 se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.8 y de 24.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.2 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2018, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.1 y 25.8 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden). Cabe señalar que estas previsiones se elaboraron considerando las nuevas cifras de balanza de pagos que siguen la metodología de la sexta edición del Manual del Fondo Monetario Internacional.¹⁶

Gráfica 49

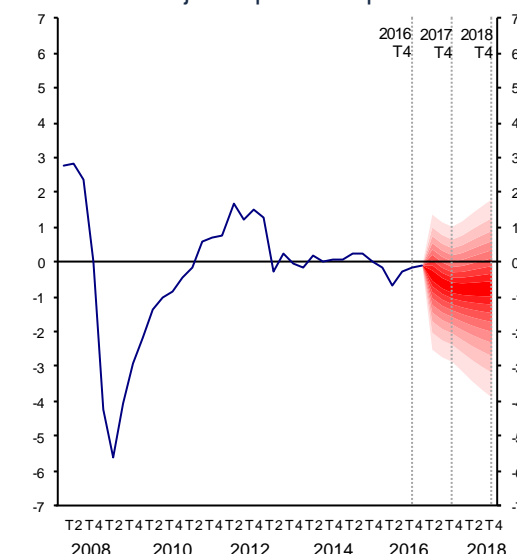
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

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



a. e. / Cifras desestacionalizadas.
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.

¹⁶ Con la divulgación de la información de la balanza de pagos del primer trimestre de 2017 se comenzó a publicar esta estadística conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional. Asimismo, se implementaron mejoras en la medición, las cuales implicaron la revisión de las cifras históricas. En particular, el déficit de la cuenta corriente en 2016 se revisó de 2.7 a 2.1 por ciento como proporción del PIB. Una nota que describe las principales modificaciones a la estadística de balanza de pagos puede ser consultada en el sitio web del Banco de México: <http://www.banxico.org.mx/documentos/%7b8FA1D7F6-FCEE-7CAD-8DB1-979B1102CD47%7d.pdf>. Por su parte, el Comunicado de Prensa de la información de la balanza de pagos y los cuadros estadísticos están disponibles en las siguientes ligas, respectivamente: <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-externo/balanza-de-pagos/index.html> y <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=1&accion=consultarDirectorioCuadros>

En el horizonte de pronóstico el balance de riesgos permanece sesgado a la baja. Entre los riesgos en esa dirección destacan:

- i. Que diversas empresas posterguen sus planes de inversión en México ante la incertidumbre respecto a las políticas que pudiera adoptar el gobierno de Estados Unidos relacionadas al TLCAN.
- ii. Que efectivamente se implementen políticas proteccionistas en Estados Unidos que ocasionen que las exportaciones mexicanas hacia ese país sean menores a las anticipadas.
- iii. Que los flujos de remesas hacia México se ubiquen por debajo de lo previsto, como consecuencia de políticas que obstaculicen su envío o que incrementen las deportaciones de connacionales, así como de un menor empleo de mexicanos en Estados Unidos.
- iv. La posibilidad de que se observen nuevos episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales que pudieran reducir las fuentes de financiamiento hacia México.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento destacan:

- i. Que la próxima renegociación del TLCAN sea exitosa y permita explotar áreas de oportunidad para los países de la región.
- ii. Que la implementación en marcha de las reformas estructurales dé resultados superiores a los esperados.
- iii. Que el consumo muestre un dinamismo mayor al anticipado.
- iv. Que los flujos de remesas hacia México resulten superiores a los previstos, como consecuencia de un mejor desempeño de la actividad económica y del mercado laboral de Estados Unidos.

Inflación: Se espera que en los próximos meses la inflación general anual siga siendo afectada de manera temporal por el incremento en las tarifas de autotransporte y de algunos productos agropecuarios, lo que se suma a los ajustes que resulten de los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios, derivados de la depreciación acumulada del tipo de cambio real, y el impacto transitorio del incremento en los precios de los energéticos y del salario mínimo en enero de 2017. De esta forma, se prevé que en 2017 la inflación se ubique considerablemente por arriba de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien se anticipa que durante los últimos meses de 2017 y durante 2018 retome una tendencia convergente hacia el objetivo de 3 por ciento y alcance dicho nivel al final del horizonte de pronóstico. Esta estimación prevé que en 2017 la inflación subyacente anual permanecerá también por encima del referido intervalo, pero significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual y que a finales de ese año y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente al objetivo de inflación de este Instituto Central. Estas trayectorias serían resultado de diversos factores, entre los que destacan el desvanecimiento de los choques mencionados, la reversión que ha tenido el tipo de cambio durante los últimos meses, la ampliación prevista de la brecha del producto a terreno negativo, y los importantes ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015, así como los que se

requieran hacia adelante, que seguirán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación durante los siguientes trimestres (Gráfica 50 y Gráfica 51).

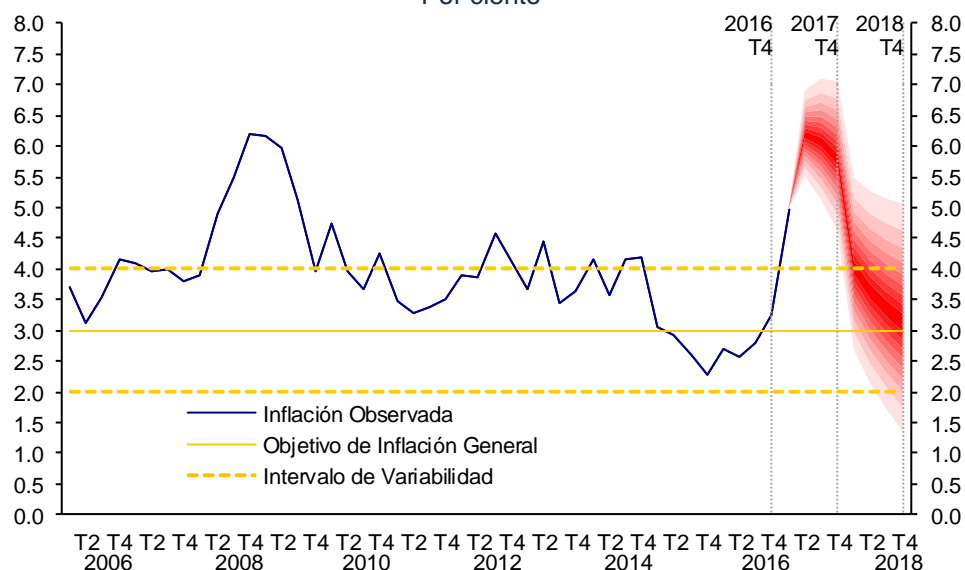
Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que sobresalen al alza:

- i. Que el número y la magnitud de choques que se han observado recientemente aumente la probabilidad de efectos de segundo orden sobre la inflación.
- ii. Que puedan elevarse aún más las expectativas de inflación como consecuencia del comportamiento de la misma, o si la moneda nacional experimenta depreciaciones abruptas, a partir de los niveles actuales.
- iii. Incrementos en los precios de los bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio.
- iv. Finalmente, considerando que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la tendencia al alza de los costos laborales unitarios de la mano de obra podría empezar a reflejarse en la inflación.

Por su parte, como riesgos a la baja destacan:

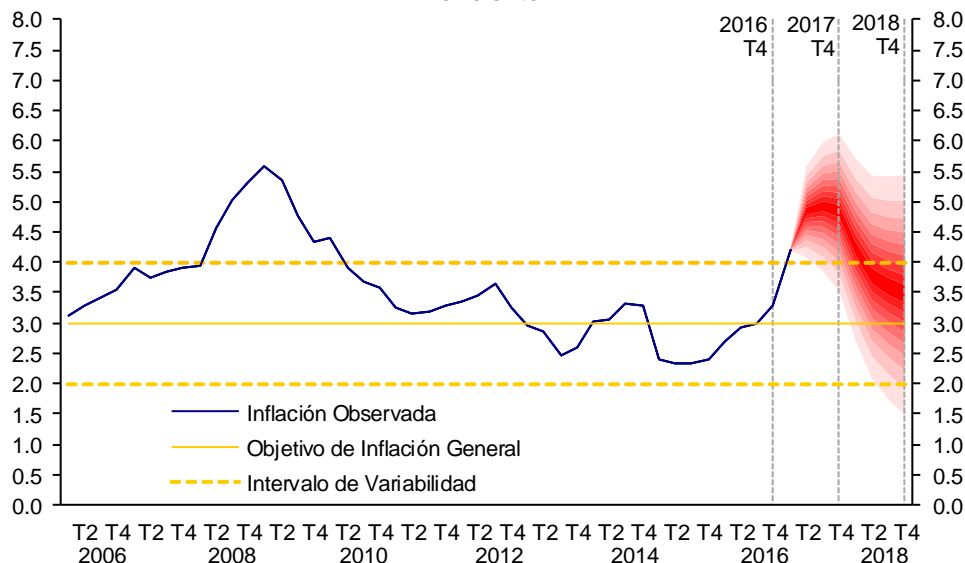
- i. Que se consolide la apreciación observada de la moneda nacional en meses recientes, y esta se profundice.
- ii. Que los precios de los energéticos disminuyan en la medida en que se presenten descensos en sus referencias internacionales.
- iii. Que las reformas estructurales den lugar a reducciones en diversos precios de la economía.
- iv. Que la actividad económica nacional evolucione a un ritmo menos dinámico a lo previsto, lo que reduciría aún más la posibilidad de que surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada y el mercado laboral.

Gráfica 50
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
 Por ciento



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

Gráfica 51
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
 Por ciento



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

En este contexto, hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio y de los incrementos en los precios de los energéticos al resto de los precios. También se mantendrá atenta a la evolución de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y a la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas

necesarias para lograr la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento.

En un entorno internacional en que las secuelas de la crisis financiera global de 2008 han dado lugar a una recuperación frágil y lenta de la economía global y del comercio mundial, así como a diversos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, la economía mexicana ha mostrado resiliencia y crecido de manera continua, si bien a un ritmo moderado. Desde una perspectiva de más largo plazo, a este desempeño ha contribuido el compromiso de las autoridades por mantener un marco macroeconómico sólido, el cual se ha visto complementado de manera importante por la aprobación del paquete de reformas estructurales que buscan continuar con el proceso de modernización del país. Lo anterior ha dado lugar a que se observe un mayor dinamismo del mercado interno y que se siga aprovechando la alta integración del sector exportador mexicano en las cadenas globales de valor. No obstante, hacia adelante es necesario que el país refuerce los fundamentos que le han permitido crecer a pesar de las condiciones externas adversas y que continúe avanzando en la aprobación e implementación de políticas que le permitan corregir deficiencias que aquejan a la economía para poder alcanzar un crecimiento más acelerado y sostenido. En particular, esto permitirá contrarrestar la debilidad que ha venido presentando la inversión desde la crisis financiera global y lograr un crecimiento más balanceado, menos dependiente del dinamismo del consumo. En efecto, el lograr un mayor impulso a la inversión no únicamente favorece la expansión cíclica de la economía, sino que, más importante, permite alcanzar un mayor crecimiento potencial, una mayor competitividad y un aumento del empleo y de las remuneraciones laborales más acelerado de forma sostenible. Por ello, debe prevalecer el compromiso de mantener la solidez macroeconómica del país. En específico, se debe continuar con el oportuno accionar de la política monetaria y con la introducción de medidas que contribuyan al buen funcionamiento de los mercados financieros, potenciando con ello la efectividad de dicha política. Asimismo, debe garantizarse el cumplimiento del proceso de consolidación fiscal, al tiempo que se debe seguir fomentando la adecuada ejecución de las reformas estructurales. Además, con el fin de evitar que la inseguridad y la corrupción se establezcan como un lastre para el crecimiento económico, como se ha mencionado en Informes anteriores, resulta indispensable fortalecer el estado de derecho y garantizar la seguridad jurídica de todos los actores económicos.

Capítulo II: Informe Trimestral Abril - Junio 2017 74

CONTENIDO

1. Introducción	74
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	79
2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2017	79
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor.....	101
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2017	103
3.1. Condiciones Externas	103
3.1.1. Actividad Económica Mundial.....	103
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	108
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior	109
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	110
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	114
3.2.1. Actividad Económica	114
3.2.2. Mercado Laboral.....	123
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	125
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	132
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	143
Anexo	
Modificación al Calendario para la Publicación del Informe Trimestral	
Julio - Septiembre 2017	149

RECUADROS

3. Evolución del Traspaso del Tipo de Cambio a la Inflación.....	80
4. Efecto de los Choques Recientes sobre el Proceso Inflacionario en México	90

Capítulo II: Informe Trimestral Abril - Junio 2017

1. Introducción

En los últimos años la economía mexicana, y en particular la inflación, han estado sujetas a distintos choques de magnitud considerable, que han conducido a que el crecimiento del nivel general de precios se fuera acelerando hasta alcanzar niveles mayores a 6.0 por ciento en los últimos meses, después de haber registrado un mínimo histórico a finales de 2015. Ante ello, el Banco de México ha implementado una estrategia oportuna, tomando las medidas necesarias para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de esta secuencia de choques se den de manera ordenada; esto es, que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanezcan ancladas y, de ese modo, se provean las condiciones para que la inflación regrese al objetivo de 3.0 por ciento. Así, desde diciembre de 2015, este Instituto Central ha realizado incrementos en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, que acumulan 400 puntos base, llevando dicho objetivo de 3.0 a 7.0 por ciento. Con ello, el Banco de México ha sido de los bancos centrales que más han restringido su postura de política monetaria en los últimos años. Considerando que los ajustes en la postura monetaria tienen un efecto rezagado sobre la inflación general, las acciones de política monetaria que se han implementado también han comenzado a reflejarse en diversos indicadores y rubros de la inflación que recientemente han mostrado una disminución en su tasa de crecimiento e, incluso, en algunos casos, cierta reversión en su tendencia. Es de subrayarse la significativa apreciación que ha presentado la moneda nacional frente al dólar en los últimos meses, siendo este uno de los canales más importantes de transmisión de la política monetaria.

Los elevados niveles que ha venido presentando la inflación general anual durante el año en curso reflejan el efecto de diversos choques, como la depreciación que desde finales de 2014 ha acumulado la moneda nacional, así como los efectos del proceso de liberalización de los precios de algunos energéticos y el incremento al salario mínimo en enero pasado. En los últimos meses, la inflación general tuvo un impulso adicional, como consecuencia de incrementos en los precios de ciertos elementos del índice no subyacente, como fueron los aumentos en las tarifas de autotransporte en la Ciudad de México y algunas otras ciudades del país y, más recientemente, en los precios de algunos productos agropecuarios. Si bien en el periodo que se reporta en este Informe la inflación general y subyacente siguieron presentando una tendencia al alza, ubicándose en 6.59 y 5.02 por ciento en la primera quincena de agosto de 2017, respectivamente, su ritmo de crecimiento ha comenzado a desacelerarse. De igual forma, ya se presentan cambios de tendencia en rubros afectados por los choques iniciales, como los correspondientes a los energéticos y a las mercancías no alimenticias.

La Junta de Gobierno del Banco de México aumentó en 25 puntos base la tasa de política monetaria tanto en su decisión de mayo como en la de junio, llevando esta tasa a un nivel de 7.0 por ciento. Estas decisiones tomaron en cuenta, principalmente, la tendencia que había venido presentando la inflación ante la ocurrencia de los choques mencionados, que no se anticipaban presiones de inflación provenientes de la demanda agregada, así como el aumento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos. Por su parte, en la reunión de agosto la Junta decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, considerando,

con la información disponible en ese momento, que el nivel alcanzado en la tasa de referencia en la decisión anterior parecería ser congruente con la convergencia de la inflación general al objetivo de 3.0 por ciento a finales de 2018.

Para el resto de 2017 y 2018, se continúa previendo una ligera recuperación tanto de las economías avanzadas, como de las emergentes. No obstante, dicho escenario de crecimiento aún conlleva riesgos a la baja, incluyendo una elevada incertidumbre sobre el rumbo de las políticas económicas en Estados Unidos, crecientes tensiones geopolíticas en diversas regiones, así como un posible ambiente de mayor proteccionismo en el comercio internacional.

En las economías avanzadas, en general la inflación continuó por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, debido a la disminución de los precios de la energía, la ausencia de presiones salariales a pesar de la reducción en los niveles de holgura en el mercado laboral, así como, en algunos casos, las reducciones en los precios de ciertos rubros cuyos efectos se consideran transitorios. Este ambiente de baja inflación y presiones salariales reducidas también pareciera estar influido, en parte, por ciertos factores estructurales, como el avance tecnológico y la globalización, ante un crecimiento moderado de la demanda agregada global. En este entorno, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido sus posturas de política monetaria acomodaticias y persiste la perspectiva de que estas continuarán siendo laxas en el futuro previsible, para posteriormente acercarse lentamente a una postura más neutral.

A pesar de la incertidumbre que persiste en materia de política económica y de los crecientes riesgos geopolíticos, los mercados financieros internacionales mostraron una marcada reducción en sus niveles de volatilidad y un aumento en los precios de los activos respecto a lo experimentado durante el primer trimestre de 2017. Esto, al beneficiarse de un mayor crecimiento global, de un entorno de amplia liquidez y de la perspectiva de que las tasas de interés se mantengan bajas, lo que se ha reflejado en una continua búsqueda por mayores rendimientos, principalmente por parte de inversionistas institucionales. No obstante que la probabilidad de que se materialicen riesgos extremos o de cola que influyan en el comportamiento de los mercados financieros se ha reducido durante el segundo trimestre, esta se mantiene elevada. En este contexto, no se puede descartar un ajuste desordenado en los mercados financieros dadas las altas valuaciones de múltiples activos y los riesgos asociados a un apretamiento mayor al previsto en las condiciones financieras globales, al proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, los crecientes riesgos geopolíticos, así como la posibilidad de que se adopten barreras al comercio y a la inversión internacionales.

En línea con lo anterior, las condiciones en los mercados financieros nacionales continuaron mejorando en el periodo que se reporta. La cotización del peso frente al dólar redujo su volatilidad y registró una apreciación adicional, regresando a niveles no observados desde mayo de 2016. Lo anterior es reflejo, en buena parte, de las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, así como de un ambiente financiero internacional más favorable y de una mejora relativa en la percepción acerca de la relación bilateral que prevalecerá entre México y Estados Unidos. En relación con el cierre del trimestre previo, las tasas de interés de corto plazo aumentaron en línea con las acciones de política

monetaria, en tanto que las de mediano y largo plazo disminuyeron ante el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo en México, la correspondiente reducción de la prima por riesgo inflacionario, la disminución de las tasas de largo plazo en Estados Unidos y el entorno de mayor apetito por riesgo. Ello condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos continuara reduciéndose. En concordancia con lo anterior, los diferenciales de las tasas de interés entre México y Estados Unidos siguen mostrando aumentos importantes para horizontes de corto plazo y reducciones para aquellos de mediano y largo plazo.

En cuanto a la economía nacional, en el segundo trimestre de 2017 la actividad productiva continuó expandiéndose, si bien su crecimiento fue ligeramente inferior al observado el trimestre previo. Esta expansión se explica por una trayectoria positiva de las exportaciones y del consumo privado, persistiendo la debilidad que la inversión ha venido registrando. En este entorno, siguen sin presentarse presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Además, aunque las condiciones en el mercado laboral continuaron sugiriendo que dicho mercado parecería no tener holgura, no se perciben presiones salariales que pudieran afectar al proceso inflacionario.

El panorama para el crecimiento económico de México parecería haber mejorado desde el Informe previo, toda vez que la actividad económica y el comercio globales se han recuperado de forma más evidente, al tiempo que el mercado interno se ha mostrado resiliente. Incluso, la actividad productiva en el segundo trimestre de 2017 exhibió una desaceleración ligeramente menor a la anticipada en el Informe previo. Además, en cuanto a la relación bilateral entre México y Estados Unidos, la información más reciente apunta a que se ha reducido la probabilidad de que se materialicen los escenarios que podrían afectar en mayor medida al crecimiento, si bien persiste incertidumbre respecto a dicha relación. En consecuencia, y considerando la mayor información disponible, se revisa el intervalo de pronóstico de crecimiento del PIB de México para 2017 de uno de entre 1.5 y 2.5 por ciento publicado en el Informe anterior, a uno de menor amplitud de entre 2.0 y 2.5 por ciento en el Informe actual. Asimismo, se modifica al alza el intervalo de la expectativa de crecimiento del PIB para 2018 de uno de entre 1.7 y 2.7 por ciento reportado en el Informe previo, a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento. De esta forma, al igual que en el Informe precedente, se espera que el ritmo de expansión de la economía mexicana en 2018 sea mayor que en 2017. Esta trayectoria esperada responde a la expectativa de que en el horizonte de pronóstico se vaya consolidando la reactivación de la producción industrial en Estados Unidos, a que algunas reformas estructurales tengan efectos cada vez más notorios sobre el crecimiento y a que se observe un entorno que otorgue mayor confianza para la inversión privada, derivado del fortalecimiento macroeconómico del país y de condiciones más propicias para el intercambio comercial internacional.

Así, es posible concluir que la economía mexicana y los mercados financieros nacionales han reflejado resiliencia ante los choques que los han afectado. El fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos en las últimas casi dos décadas, donde destaca el combate a la inflación, ha sido condición necesaria para que esto suceda. No obstante, es importante tener presente que la economía continúa enfrentando un entorno muy complejo, en particular, debido al posible apretamiento de las condiciones financieras globales, la evolución de las

negociaciones del TLCAN y el proceso electoral de 2018. Ante ello, es particularmente relevante que las autoridades perseveren en mantener fuertes los fundamentos macroeconómicos. En particular, que las políticas fiscal y monetaria continúen contribuyendo a propiciar un ajuste ordenado en la economía y en los mercados financieros. En este sentido destaca el compromiso del Gobierno Federal de obtener un superávit primario de 0.4 por ciento del PIB en 2017, sin considerar los recursos del remanente de operación del Banco de México. Dicho superávit sería el primero que se observe desde 2008. Más aun, para 2018 el Gobierno Federal reforzó su compromiso de consolidación fiscal al proponer un superávit en el balance primario de 1.0 por ciento del PIB.¹⁷ También es importante mencionar los avances logrados en la implementación de las reformas estructurales, en particular la energética y la de telecomunicaciones. En reconocimiento a todo esto, algunas de las agencias calificadoras ajustaron la perspectiva de la calificación de la deuda soberana mexicana de negativa a estable.

A lo largo de los años, el Banco de México ha venido implementando un esfuerzo continuo por mejorar su estrategia de comunicación con el público. En esa línea, a partir del presente Informe Trimestral se incluye en las gráficas de abanico la trayectoria de la proyección central de la inflación y de la actividad económica, la cual se compara con la proyección central correspondiente al Informe Trimestral previo. La Junta de Gobierno considera que esta modificación contribuirá a reforzar el papel del Banco Central en la formación de expectativas, lo que a su vez fortalecerá aún más el canal de expectativas de inflación en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ello, ya que le permitirá explicar al público de manera más detallada sus pronósticos, los riesgos asociados a los mismos y sus posibles actualizaciones.

Si bien se espera bajo la proyección central que en los próximos meses la inflación general anual seguirá ubicándose por encima de 6.0 por ciento, esta parece estar acercando a su techo. De hecho, se prevé que en los últimos meses de este año la inflación general anual retome una tendencia a la baja y que esta se acentúe durante el año siguiente, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento alrededor del tercer trimestre de 2018. Para la inflación subyacente anual, se anticipa que en 2017 esta permanezca por encima de 4.0 por ciento, si bien significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual, y que a finales de 2017 y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente con el objetivo de inflación, alcanzando niveles cercanos de 3.0 por ciento a finales de ese año. Estas previsiones toman en consideración los ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015 hasta el momento y que seguirán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación en los siguientes trimestres. De igual forma, consideran que en enero de 2018 el desvanecimiento del efecto base provocado por el incremento en los precios de varios energéticos que tuvo lugar a principios de 2017 tendrá un impacto importante en la inflación anual, así como que se observará una trayectoria descendente de la inflación en

¹⁷ La cifra para 2017 se toma de los Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública del Segundo Trimestre de 2017. La cifra para 2018 proviene del Documento Relativo al Cumplimiento de las Disposiciones Contenidas en el Artículo 42, Fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (conocido como Pre-Criterios Generales de Política Económica 2018). Ambos documentos publicados por la SHCP.

los siguientes meses como resultado de la fuerte apreciación que ha tenido la moneda nacional, todo ello en un entorno en el que no se anticipan presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada. Estos pronósticos presuponen que de presentarse algún evento de volatilidad en los mercados financieros nacionales, este sería de naturaleza transitoria.

Hacia adelante la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, así como la evolución de la brecha del producto. También evaluará la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos. En todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2017

Los niveles que ha venido presentando la inflación general anual en este año reflejan el efecto de diversos choques. Entre estos, destacan la depreciación que desde finales de 2014 ha acumulado la cotización del peso frente al dólar (ver Recuadro 3), así como los efectos del proceso de liberalización de los precios de los energéticos, en particular el de las gasolinas y el del gas L.P., y el incremento al salario mínimo en enero de 2017. En los últimos meses, la inflación general experimentó nuevas presiones al alza, debido a incrementos en las tarifas de autotransporte que ocurrieron en algunas ciudades del país y, más recientemente, debido a los aumentos en los precios de algunos productos agropecuarios. Así, si bien en el periodo que se reporta en este Informe la inflación general y subyacente continuaron exhibiendo una trayectoria al alza, ubicándose en 6.59 y 5.02 por ciento en la primera quincena de agosto de 2017, respectivamente, su ritmo de crecimiento ha comenzado a desacelerarse. En este sentido, diversos indicadores para diferentes subíndices del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), tales como las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y las medias truncadas, entre otros, sugieren ya un cambio de tendencia. De igual forma, también se han presentado puntos de inflexión en rubros afectados por los choques iniciales, como los correspondientes a los energéticos y a las mercancías no alimenticias. Incluso, si se excluyera del INPC el genérico jitomate, cuyos precios fueron afectados en los últimos meses al alza, la inflación general anual en julio y en la primera quincena de agosto se ubicaría en 6.17 y 6.23 por ciento, respectivamente. Asimismo, si se excluyeran el jitomate, la papa y el tomate verde, la inflación general anual en julio y la primera quincena de agosto hubiese sido 6.08 y 6.10 por ciento, respectivamente, cifras menores a la que se hubiese observado en junio si se realizara un cálculo similar para ese mes. Debe destacarse que en lo anterior han tenido un papel determinante las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, las cuales han evitado la aparición de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía, al tiempo que han coadyuvado a la apreciación que ha tenido la moneda nacional. A su vez, esta apreciación ha ido restando presión a la inflación subyacente. Adicionalmente, en el componente no subyacente, las reducciones en los precios de los energéticos derivadas de la evolución favorable de sus referencias internacionales, así como de la dinámica del tipo de cambio, han ayudado a contrarrestar parcialmente el efecto de los aumentos de precios en los productos agropecuarios.

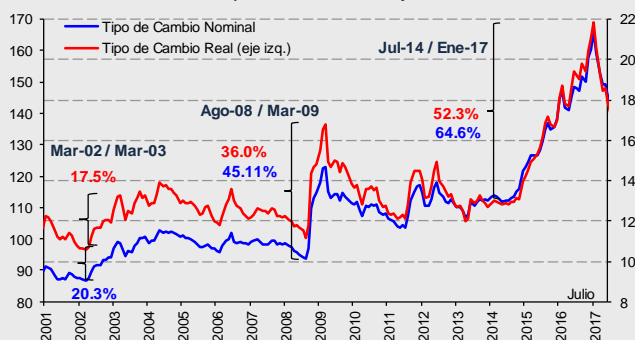
Profundizando en el comportamiento de la inflación general anual, esta pasó de un promedio de 4.98 por ciento en el primer trimestre de 2017 a 6.10 por ciento en el segundo, registrando, como se mencionó, 6.59 por ciento en la primera quincena de agosto. Por su parte, la inflación subyacente anual promedio aumentó de 4.19 a 4.78 por ciento en los trimestres mencionados, situándose en 5.02 por ciento en la primera quincena de agosto, en tanto que la inflación no subyacente anual pasó de 7.38 a 10.31 por ciento durante los trimestres referidos y a 11.60 por ciento en la primera quincena de agosto (Cuadro 3 y Gráfica 52).

Recuadro 3 Evolución del Traspaso del Tipo de Cambio a la Inflación

1. Introducción

El tipo de cambio real es una de las principales y más eficientes variables de ajuste en una economía abierta, como la mexicana. En particular, ante la ocurrencia de choques que tiendan a afectar las cuentas externas del país, movimientos en el tipo de cambio real inducen cambios en los precios relativos de los bienes y servicios comerciables respecto a los no comerciables, lo que a su vez conduce a que la estructura del gasto y de la producción de la economía se modifiquen y, de esta forma, se puedan mitigar los efectos de estos choques sobre la actividad económica. En efecto, ante las importantes perturbaciones externas que han afectado a la economía mexicana en los últimos años, el peso mexicano acumuló una depreciación contra el dólar estadounidense de poco más de 64 por ciento en términos nominales y de alrededor de 52 por ciento en términos reales desde julio de 2014 hasta enero de 2017 —mes en el que alcanzó su nivel más alto— siendo este el episodio de depreciación más importante en los últimos 20 años. No obstante, es de destacarse que desde enero hasta julio de este año el tipo de cambio nominal se ha apreciado en alrededor de 16.5 por ciento y el tipo de cambio real en 17 por ciento (ver Gráfica 1).

Gráfica 1
Tipo de Cambio Nominal y Real
Pesos por dólar, índice junio-01



Fuente: Banco de México.

En este entorno, la principal aportación del Banco de México, dado su mandato, es contribuir a que el cambio en precios relativos derivado de este proceso sea ordenado. En particular, a través de sus acciones de política monetaria, este Instituto Central ha buscado evitar

que dicho ajuste pudiera desanclar las expectativas de inflación, evitando que existan efectos de segundo orden que afecten adversamente el proceso de formación de precios de la economía. En este sentido, cabe destacar que los logros estructurales sobre el control de la inflación que se han alcanzado en México durante las últimas casi dos décadas han contribuido de manera importante a una disminución en el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a la inflación.¹ Ello a su vez, es relevante para la conducción de la política monetaria, ya que el que las fluctuaciones cambiarias afecten en menor medida a la inflación, otorga al banco central mayores grados de libertad para implementar su política monetaria bajo un esquema de objetivos de inflación. Entre los estudios que han documentado la disminución del traspaso destacan Capistrán, Ibarra y Ramos-Francia (2012) que encontraron que el traspaso cambiario a 12 meses a partir de una depreciación del uno por ciento en el tipo de cambio pasó de 0.32 a 0.02 puntos porcentuales del período de enero 1997-mayo 2001 al período junio 2001-diciembre 2010. Por su parte, estimaciones más recientes del traspaso, como Cortés (2013) para el período junio 2001-agosto 2012, así como, Kochen y Sámano (2016) para el período enero 2011-abril 2016, estiman que el traspaso es de 0.04 puntos porcentuales en ambos estudios. Si bien las estimaciones descritas apuntan a que el traspaso de fluctuaciones cambiarias a la inflación es bajo, dada la significativa depreciación que se observó en los últimos años es relevante determinar si el referido traspaso se ha visto afectado. Tomando en consideración lo anterior, el propósito de este recuadro es analizar el referido coeficiente de traspaso y sus características bajo distintos enfoques.

Para llevar a cabo dicho análisis se realizaron cuatro ejercicios con datos de junio de 2001 a mayo de 2017, empleando modelos de Vectores Auto-regresivos (VAR).² En todos los ejercicios se incluyen variables macroeconómicas tanto nacionales como externas, de conformidad con el modelaje típico para economías pequeñas y abiertas como la mexicana.

A. **Modelo Base:** se estima un modelo VAR tradicional que incorpora las principales variables que inciden en la dinámica de la inflación en México. Este modelo se estima para dos periodos, uno que incluye información hasta mayo de 2016 y otro hasta mayo de 2017, con

¹ En efecto, dentro de estos logros destacan: una reducción en el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación, el anclaje de las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta y una reducción en el traspaso de cambios en precios relativos, incluyendo el del tipo de cambio real, al crecimiento general de los precios de los bienes y servicios. Una explicación detallada de los logros estructurales que en materia de control de la inflación se han alcanzado en México se presenta en la primera sección del artículo Aguilar et al. 2014.

² Las estimaciones de los primeros tres ejercicios están basadas en el documento de Angeles, D., J. Cortés y D. Sámano (2017). "Evolución y Características del Traspaso del Tipo de Cambio a Precios en México." La cuarta estimación está basada en el documento Jaramillo, J., L. Pech, C. Ramírez y D. Sánchez (2017) "Traspaso no lineal del Tipo de Cambio a Precios".

el objeto de analizar posibles cambios en el traspaso de variaciones del tipo de cambio a la inflación.

A. **Modelo con Interacción entre el Tipo de Cambio y la Brecha del Producto:** se extiende el Modelo Base mediante la incorporación de una variable del tipo de cambio condicional a la brecha positiva del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE). Esto con la finalidad de identificar si el traspaso del tipo de cambio es distinto en periodos donde la economía se encuentra por encima de su tendencia de crecimiento potencial, respecto a periodos cuando está por debajo de dicha tendencia.

B. **Modelo con Asimetría:** este modelo incluye dentro de su especificación la posibilidad de que la respuesta de la inflación sea cuantitativamente distinta a una apreciación que a una depreciación de la misma magnitud del tipo de cambio.

C. **Modelo VAR Umbral (TVAR):** se analiza la posibilidad de que el traspaso sea distinto cuando se observa una depreciación moderada a un caso cuando se observa una depreciación más elevada, dado un umbral estimado endógenamente.

Los resultados sugieren que a pesar de la significativa depreciación que ha registrado la moneda nacional en los últimos años, el grado de traspaso prácticamente no ha cambiado y se mantiene en un nivel reducido. Adicionalmente, se encuentra que el traspaso del tipo de cambio hacia la inflación: i) es más alto cuando la economía se encuentra creciendo por arriba de su tendencia de crecimiento potencial, si bien con la metodología utilizada en este análisis en particular la diferencia no es estadísticamente significativa;³ ii) el traspaso es mayor cuando la moneda se deprecia que cuando se aprecia; y iii) que existen diferencias en el traspaso del tipo de cambio a la inflación en un entorno de depreciación baja respecto a uno de depreciación alta; sin embargo, las diferencias no son de una magnitud económicamente relevante. Así, no hay evidencia estadística de que el traspaso haya cambiado, y este permanece en niveles reducidos. Incluso considerando condiciones económicas como las actuales, en las que podría haber la percepción de que el traspaso pudiese verse afectado, éste se mantiene bajo.

³ No obstante, con la metodología utilizada en Kochen, F. y D. Sámano (2016) a partir de los microdatos del INPC se encuentra una modesta diferencia estadísticamente significativa en el traspaso cuando la brecha es positiva.

⁴ En particular, para la inflación general se realizó una prueba de cambio estructural de Chow en la cual se obtuvo un valor del estadístico F de 1.46 con un valor de probabilidad de 0.23, lo cual indica que no se

2. Estimaciones

A. Modelo Base

Se estima un modelo VAR en variaciones anuales, con periodicidad mensual considerando una muestra de análisis de junio de 2001 a mayo de 2017. En este modelo se incluyen las principales variables que se ha documentado tienen un impacto sobre la dinámica de la inflación. En ese contexto, se analiza el traspaso del tipo de cambio a la inflación mediante la estimación de funciones impulso-respuesta y elasticidades de traspaso a distintos horizontes, los cuales en este modelo representan meses. La ecuación del VAR correspondiente a la inflación es:

$$\Delta_{12}\pi_t = \alpha + \sum_{j=1}^n \beta_j \Delta_{12}\pi_{t-j} + \sum_{j=1}^n \varphi_j \Delta_{12}TC_{t-j} + \sum_{j=1}^n \delta_j r_{t-j} + \sum_{j=1}^n \tau_j \Delta_{12}IGAE_{t-j} + \gamma_1 \Delta_{12}PI_t + \gamma_2 RFF_t + \gamma_3 \Delta_{12}CPI_t + \gamma_4 \Delta_{12}PCOMM_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Donde:

$\Delta_{12}\pi_t$ es la variación anual en t del INPC o del subíndice estimado.

$\Delta_{12}TC_t$ es la variación anual en t del tipo de cambio bilateral con Estados Unidos en pesos por dólar.

r_t es la tasa de Cetes a 28 días en t .

$\Delta_{12}IGAE_t$ es la variación anual en t del Índice Global de Actividad Económica.

$\Delta_{12}PI_t$ es la variación anual en t de la producción industrial de Estados Unidos.

RFF_t es la tasa de fondos federales en t .

$\Delta_{12}CPI_t$ es la variación anual en t del índice de precios al consumidor de Estados Unidos.

$\Delta_{12}PCOMM_t$ es la variación anual en t del índice de precios de materias primas del Fondo Monetario Internacional.

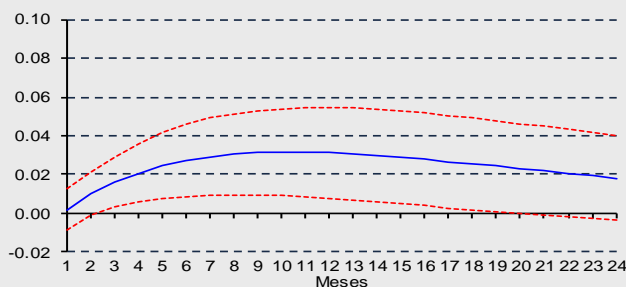
Con la finalidad de cuantificar posibles cambios en el traspaso del tipo de cambio a la inflación en el último año, se realizó la estimación del modelo base con información de junio de 2001 a mayo de 2016 y posteriormente se actualizó la estimación a mayo de 2017. En el Cuadro 2, al final del recuadro, se presentan todos los resultados de los ejercicios con la finalidad de compararlos fácilmente. Para este modelo, se muestra que en el caso de las estimaciones hasta mayo de 2016, la elasticidad de traspaso del tipo de cambio para la inflación general a 12 meses es de 0.03 puntos porcentuales. Al ampliar el periodo de estimación hasta mayo de 2017, se obtiene que dicha elasticidad es de 0.05. Sin embargo, esta diferencia no es estadísticamente significativa, por lo que no hay evidencia empírica que sugiera un cambio en la magnitud en la que las fluctuaciones cambiarías se traspasan a la inflación general.⁴ En lo que se refiere a

puede rechazar la hipótesis nula de que el coeficiente de traspaso sea igual para las dos muestras analizadas. Adicionalmente se puede ilustrar gráficamente que la función impulso-respuesta de la inflación ante un choque del tipo de cambio para la muestra completa no es estadísticamente distinta de la estimada hasta mayo de 2016. Se obtienen resultados similares para los principales subíndices del INPC.

los principales subíndices que componen el INPC se obtienen resultados similares. En particular, para la muestra completa la elasticidad de traspaso acumulada a los 12 meses es de 0.04, 0.11 y 0.10 puntos porcentuales para la inflación subyacente, de mercancías y no subyacente, respectivamente. Estos resultados se comparan con elasticidades de 0.03, 0.09 y 0.09 para estos mismos subíndices considerando la muestra de estimación hasta mayo de 2016. En el caso de los servicios, la elasticidad de traspaso acumulada continúa siendo estadísticamente no significativa.

Adicionalmente, en la Gráfica 2 se muestra la función de impulso-respuesta de la inflación general ante un choque exógeno de uno por ciento de una sola vez en el tipo de cambio junto con sus intervalos de confianza para la estimación a mayo de 2017.⁵ Esta función de impulso-respuesta, así como las sucesivas que se presentan en este recuadro, considera el grado de persistencia endógena que el propio tipo de cambio exhibe ante un choque exógeno en el mismo.

Gráfica 2
Modelo Base: Función de Impulso-Respuesta de la Inflación General ante un Choque de uno por ciento al Tipo de Cambio



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

B. Modelo con Interacción entre el Tipo de Cambio y la Brecha del Producto

En esta sección se introduce una variable condicional (TC_t^{b+}) para calcular el traspaso del tipo de cambio en periodos en los que la economía se encuentra por encima de su tendencia de crecimiento potencial. Asimismo, en lugar de introducir el IGAE en variaciones anuales, como se utilizó en el modelo base, aquí se incorpora en forma de brecha respecto de su tendencia de crecimiento.

La ecuación del VAR correspondiente a la inflación es la siguiente:

$$\Delta_{12}\pi_t = \alpha + \sum_{j=1}^n \beta_j \Delta_{12}\pi_{t-j} + \sum_{j=1}^n \varphi_j \Delta_{12}TC_{t-j} + \sum_{j=1}^n \varphi_j^+ \Delta_{12}TC_{t-j}^{b+} + \sum_{j=1}^n \delta_j r_{t-j} + \sum_{j=1}^n \tau_j Brecha_{t-j} + \gamma_2 RFF_t + \gamma_3 \Delta_{12}CPI_t + \gamma_4 \Delta_{12}PCOMM_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Donde:

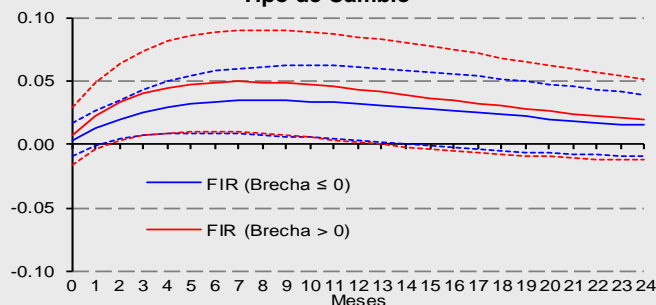
⁵ La función impulso-respuesta se calcula mediante la metodología propuesta por Pesaran y Shin (1998), la cual es una generalización de

$\Delta_{12}TC_t^{b+}$ es la variación anual en t del tipo de cambio si la brecha del IGAE es positiva y cero en caso contrario.

$Brecha_t$ es la brecha en t del Índice Global de Actividad Económica.

Empleando el modelo aquí descrito se obtienen dos funciones impulso-respuesta: (1) para la inflación general ante un choque de uno por ciento de una sola vez en el tipo de cambio cuando la brecha es menor o igual a cero, y (2) para la inflación general ante un choque de uno por ciento en el tipo de cambio de una sola vez cuando la brecha es positiva (Gráfica 3). Los resultados indican que si la economía se encuentra creciendo por debajo de su tendencia de crecimiento de largo plazo, la elasticidad de traspaso acumulada a 12 meses ante un choque al tipo de cambio para inflación general es de 0.05 puntos porcentuales. En contraste, si el choque de tipo de cambio ocurre cuando la economía se encuentra por arriba de su tendencia de largo plazo, esta elasticidad es de 0.14 puntos porcentuales (Cuadro 2). Cabe señalar que aunque en promedio el traspaso del tipo de cambio a la inflación es más alto cuando la brecha es positiva en relación a episodios con una brecha menor o igual a cero, la diferencia con esta metodología de estimación no es estadísticamente significativa.

Gráfica 3
Modelo con Interacción: Funciones Impulso-Respuesta de la Inflación General ante un Choque de uno por ciento al Tipo de Cambio



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

C. Modelo con Asimetría

En esta sección se modifica el modelo base para identificar respuestas asimétricas del traspaso del tipo de cambio a la inflación cuando hay apreciaciones o depreciaciones. Para ello, se añade una variable condicional (TC_t^+) para calcular el traspaso del tipo de cambio a la inflación en periodos donde se observan depreciaciones de la moneda nacional y poder comparar los resultados con la respuesta que se obtendría cuando se observan apreciaciones. Es decir, considerando como depreciación una variación positiva del tipo de cambio (más pesos por dólares), la variable ($\Delta_{12}TC_t^+$) toma los valores positivos de las variaciones anuales del tipo de

la metodología de Cholesky y es invariante al ordenamiento de las variables.

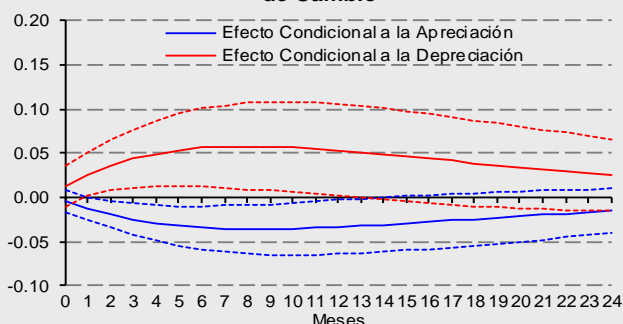
cambio cuando hay depreciaciones y toma un valor de cero cuando hay apreciaciones. Lo anterior permite diferenciar el traspaso del tipo de cambio a la inflación entre apreciaciones y depreciaciones. La ecuación del VAR correspondiente a la inflación es:

$$\Delta_{12}\pi_t = \alpha + \sum_{j=1}^n \beta_j \Delta_{12}\pi_{t-j} + \sum_{j=1}^n \varphi_j \Delta_{12}TC_{t-j} + \sum_{j=1}^n \varphi_j^+ \Delta_{12}TC_{t-j}^+ + \sum_{j=1}^n \delta_j r_{t-j} + \sum_{j=1}^n \tau_j Brecha_{t-j} + \gamma_1 \Delta_{12}PI_t + \gamma_2 RFF_t + \gamma_3 \Delta_{12}CPI_t + \gamma_4 \Delta_{12}PCOMM_t + \varepsilon_t \quad (3)$$

Donde:

$\Delta_{12}TC_t^+$ es la variación anual en t del tipo de cambio si este es positivo, es decir, si la moneda se deprecia y cero en caso contrario.

Gráfica 4
Modelo con Asimetría: Funciones Impulso-Respuesta de la Inflación General ante un Choque de uno por ciento al Tipo de Cambio



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

En relación a este modelo, puede observarse en la Gráfica 4 que la función impulso-respuesta para la inflación general ante un choque de uno por ciento de una sola vez en el tipo de cambio es diferente cuando se trata de una apreciación o de una depreciación. En particular, la elasticidad de traspaso acumulada de una depreciación (variación positiva) 12 meses después de un choque de uno por ciento al tipo de cambio sobre la inflación general es de 0.09 puntos porcentuales con respecto a su nivel previo, mientras que la inflación subyacente, de mercancías y no subyacente suben 0.06, 0.19 y 0.21 puntos porcentuales respectivamente. Por otra parte, una apreciación (variación negativa) de uno por ciento en el tipo de cambio de una sola vez ocasiona que la inflación general baje 0.05 puntos porcentuales 12 meses después del choque, en tanto que la inflación subyacente, de mercancías y no subyacente baje 0.04, 0.11, y 0.12 puntos porcentuales, respectivamente (Cuadro 2). En este sentido, se encuentra que sí existe asimetría en el traspaso del tipo de cambio a la inflación, siendo mayores

los efectos de las depreciaciones en comparación con los de las apreciaciones.

D. Modelo VAR Umbral (TVAR)

En esta sección se presenta la metodología de modelos VAR umbral (Threshold VAR) siguiendo a Afonso, et al. (2011), Balke (2000) y Li y St-Amant (2010). A diferencia de un VAR lineal, como los presentados anteriormente, esta metodología permite identificar si existen diferentes coeficientes de traspaso dependiendo de si la economía está experimentando un entorno de depreciación “baja” o uno de depreciación “alta”. Lo que define un entorno de depreciación “baja” o “alta” es que existan cambios estructurales en la forma en la que la inflación responda ante un choque del tipo de cambio dependiendo del tamaño de la depreciación. En este ejercicio se calcula de manera endógena el umbral del tipo de cambio que distingue entre una depreciación “baja” o “alta”, es decir el valor que diferencia ambos regímenes, como se explicará más adelante. Algunos autores han encontrado para diversas economías que el grado de traspaso es distinto según el régimen de depreciación.⁶ La ecuación de este modelo es la siguiente:⁷

$$\Delta_{12}\pi_t = \alpha_1 + \sum_{j=1}^n \beta_{1j} \Delta_{12}\pi_{t-j} + \sum_{j=1}^n \varphi_{1j} \Delta_{12}TC_{t-j} + \sum_{j=1}^n \delta_{1j} r_{t-j} + \sum_{j=1}^n \tau_{1j} \Delta_{12}IGAE_{t-j} + (\alpha_2 + \sum_{j=1}^n \beta_{2j} \Delta_{12}\pi_t + \sum_{j=1}^n \varphi_{2j} \Delta_{12}TC_{t-j} + \sum_{j=1}^n \delta_{2j} r_{t-j} + \sum_{j=1}^n \tau_{2j} \Delta_{12}IGAE_{t-j}) I(TC_{t-d} > \gamma) + \lambda X_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

En la ecuación (4) se incluyen las mismas variables endógenas utilizadas en el modelo base, X_t es el mismo vector de variables de control; el término $(TC_{t-d} > \gamma)$ es una función indicativa que toma el valor de 1 si la tasa anual de depreciación del tipo de cambio es mayor que el valor γ y 0 de otra forma. De esta manera, γ representa el umbral que distingue entre los regímenes de “baja” y “alta” depreciación. Como se mencionó, dicho umbral se determina de manera endógena en el modelo; para encontrarlo, se estima el modelo utilizando como umbral cada una de las tasas de depreciación en la muestra. Se elige como umbral el valor que proporcione el mejor ajuste, en particular, el que tenga el menor error cuadrático medio.⁸ Así, si la economía experimenta una depreciación por debajo del umbral γ el impacto del tipo de cambio a la inflación se determina por el coeficiente φ_1 en la ecuación (4), mientras que si la depreciación se encuentra por encima de dicho valor se determina por $\varphi_1 + \varphi_2$. Esto implica que al pasar de un régimen de depreciación baja a uno de depreciación alta se observe un traspaso diferente de las variaciones del tipo de cambio a la inflación. Para dar solidez al uso de esta metodología es importante realizar pruebas estadísticas

⁶ Ver por ejemplo Caselli & Roitman (2016), Da Silva Correa & Minella (2010), Frankel et al. (2012) y Pollard & Coughlin (2004).

⁷ El número de rezagos se determinó con el criterio de información Hannan-Quinn.

⁸ Para la estimación del umbral, como primer paso se tiene que fijar el número de observaciones mínimas que se considerará en el régimen

con menos observaciones. Por el tamaño de la muestra se buscó el umbral considerando que por lo menos el 20 por ciento de las observaciones se encuentren en el régimen con menos observaciones.

de no linealidad. En este caso, se busca identificar si existe una relación no lineal entre el tipo de cambio y la inflación. Los resultados indican que para las medidas de inflación aquí analizadas existen no linealidades estadísticamente significativas respecto al comportamiento del tipo de cambio.⁹ En el Cuadro 1 se presentan los umbrales de depreciación anual encontrados para cada uno de los índices de inflación para los cuales las pruebas de no linealidad resultaron estadísticamente significativas. Como puede apreciarse, dicha no linealidad pareciera existir en el caso de la inflación general, en las mercancías (y por ende, en la subyacente), y en la no subyacente. En contraste, la inflación de servicios no parecería presentar este tipo de no linealidad. Se puede observar que para la inflación general, la tasa de depreciación anual que distingue entre ambos regímenes se estima en 7.16 por ciento.

Cuadro 1
Modelo VAR Umbral: Umbrales Estimados de Depreciación Anual de Tipo de Cambio Por ciento

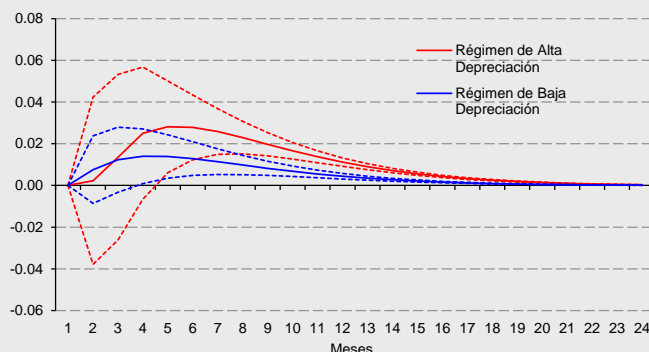
Inflación	Umbral del Tipo de Cambio
General	7.16
Subyacente	9.26
Mercancías	9.26
No Subyacente	7.16

Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

La naturaleza no lineal del TVAR hace el análisis de funciones impulso-respuesta más complicado que en el caso lineal, ya que éstas no son necesariamente simétricas ante choques distintos en signo o magnitud. En este caso se contará con una función impulso-respuesta correspondiente al régimen de baja depreciación y otra al de alta depreciación. En la Gráfica 5 se muestran ambas funciones para la inflación general ante un choque de una sola vez de uno por ciento del tipo de cambio. Se puede apreciar que el efecto sobre la inflación en el régimen de alta depreciación es más fuerte. Además, se puede observar que las respuestas son estadísticamente distintas entre sí, si bien la magnitud de esta diferencia es reducida (Cuadro 2).¹⁰

⁹ Se utiliza un avg-Wald para evaluar la relevancia estadística de cada uno de los valores que toma el umbral dentro del subconjunto de valores seleccionados. Ya que no se conoce la distribución asintótica del umbral, se utiliza la metodología de *bootstrap* empleada por Hansen (1996) para generar una distribución empírica del estadístico, a partir de la cual se puede realizar inferencia.

Gráfica 5
Modelo VAR Umbral: Funciones Impulso-Respuesta de la Inflación General ante un Choque de uno por ciento al Tipo de Cambio



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

En particular, cuando la economía se encuentra en el entorno de baja depreciación, el traspaso de una depreciación adicional de uno por ciento incrementa la inflación general en 0.04 puntos porcentuales 12 meses después, mientras que en el entorno de alta depreciación la aumenta en 0.05 puntos porcentuales. Para la subyacente, cuando la tasa de depreciación está por debajo del umbral, la inflación aumenta en 0.03 puntos porcentuales, mientras que cuando se ubica por encima la incrementa en 0.04 puntos porcentuales. Como era de esperarse, el traspaso más alto se encontró en el componente de mercancías: después de 12 meses una depreciación de uno por ciento causa que la inflación de mercancías aumente en 0.08 puntos porcentuales en el régimen de baja depreciación, y 0.09 puntos porcentuales en el régimen de alta depreciación.

Así, si bien estadísticamente se encuentra que el grado de traspaso es distinto entre ambos regímenes, la diferencia no parece ser económicamente relevante. Por su parte, el coeficiente de traspaso no es estadísticamente significativo para la inflación de servicios en ninguno de los dos regímenes. Cabe destacar que los coeficientes de traspaso que se encuentran en este ejercicio, tanto para la inflación general como subyacente, en el régimen de alta depreciación, son muy similares a los resultados encontrados en el modelo base para este periodo de estimación, sobre todo considerando que en el último año la depreciación del peso fue más elevada que el promedio histórico.

¹⁰ También se estimó una regresión lineal por Mínimos Cuadrados Ordinarios en donde la inflación está explicada por diversas variables, incluido un término cuadrático de la variable del tipo de cambio. Si bien se encuentra evidencia de un comportamiento no lineal en la inflación respecto al tipo de cambio, pareciera que esta forma funcional de introducir no linealidades hace un buen ajuste sólo cuando los niveles de depreciación son muy elevados.

Cuadro 2
Resultados: Elasticidad de Traspaso Acumulada

Inflación	Modelo Base		Con Brecha del Producto		Con Asimetría		VAR Umbral	
	A Mayo de 2016	A Mayo de 2017	Tipo de Cambio	Tipo de Cambio Más el Efecto Condicional a la Brecha Positiva	Depreciación	Apreciación	Régimen de Baja Depreciación	Régimen de Alta Depreciación
INPC	0.03*	0.05**	0.05**	0.14***	0.09**	-0.05**	0.04**	0.05**
Subyacente	0.03*	0.04***	0.04***	0.09***	0.06***	-0.04***	0.03***	0.04***
Mercancías	0.09***	0.11***	0.10***	0.22***	0.19***	-0.11***	0.08***	0.09***
Servicios	-0.01	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	-0.01	-0.01
No Subyacente	0.09*	0.10*	0.12**	0.30**	0.21*	-0.12**	0.08*	0.09

Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

Nota: Los superíndices ***, **, y * denotan significación estadística al 1 por ciento, 5 por ciento y 10 por ciento, respectivamente.

3. Consideraciones Finales

En este recuadro se estimó el traspaso de los movimientos cambiarios a la inflación y sus características bajo distintas condiciones económicas. En relación al modelo base, se encuentra que el traspaso promedio del tipo de cambio a la inflación se ha mantenido prácticamente sin cambio en el último año, ubicándose aún en un nivel bajo. Por otro lado, en el modelo con interacción del tipo de cambio con la brecha del producto, se muestra que el traspaso promedio del tipo de cambio a la inflación es más alto cuando la economía se encuentra creciendo por arriba de su tendencia de crecimiento potencial, sin embargo esta diferencia no es estadísticamente significativa. En el caso del modelo con asimetría, se obtiene evidencia que ilustra que el traspaso del tipo de cambio a la inflación es mayor cuando la moneda se deprecia que cuando se aprecia en una magnitud equivalente. Finalmente, el modelo de VAR umbral muestra que existen dos regímenes, uno de alta depreciación y mayor traspaso y otro de baja depreciación con un traspaso relativamente menor. Las diferencias en el traspaso entre ambos regímenes, si bien son distintas estadísticamente, son reducidas y no son económicamente relevantes. Adicionalmente, los resultados de las distintas metodologías utilizadas muestran que los coeficientes de traspaso más elevados se encuentran en los subíndices de mercancías, como es de esperarse, mientras que el coeficiente para el subíndice de servicios no es estadísticamente significativo bajo ninguna metodología. Estos resultados confirman que los movimientos del tipo de cambio se han reflejado en un cambio en precios relativos, afectando en mayor medida a los precios de los bienes que se esperaba respondan a los movimientos del tipo de cambio y no se han generalizado a otros componentes de la inflación que no están relacionados directamente con la cotización de la moneda nacional. Cabe señalar que estos resultados son consecuencia, en buena medida, de los avances obtenidos a lo largo de muchos años en el abatimiento de la inflación. Todos los ejercicios anteriores,

en su conjunto, indican que el grado de traspaso de variaciones del tipo de cambio a la inflación no ha cambiado de manera significativa en los últimos años, por lo que se han preservado las ganancias estructurales que se obtuvieron al respecto hace casi dos décadas. No obstante, esos logros no se deben dar por sentados, razón por la cual la Junta de Gobierno ha venido actuando preventivamente, tomando las acciones de política monetaria que ha considerado adecuadas, y manteniéndose atenta que no se presenten efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía.

Referencias

- Afonso, A., J. Baxa and M. Slavik (2011). "Fiscal Developments and Financial Stress". ECB Working Paper Series.
- Aguilar A. G. Cuadra, C. Ramírez, y D. Sámano (2014) "Anclaje de las expectativas de inflación ante choques de oferta adversos". Banco de México, Documento de Investigación 2014-20.
- Aleem, A. and A. Lahiani (2014). "A Threshold Vector Autoregression Model of Exchange Rate Pass-Through in Mexico". Research in International Business and Finance, Elsevier.
- Angeles, D., J. Cortés y D. Sámano (2017). "Evolución y Características del Traspaso del Tipo de Cambio a Precios en México". Mimeo, Banco de México.
- Balke, N. (2000). "Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks". Review of Economics and Statistics, 82(2), pp. 344–349.
- Capistrán, C., R. Ibarra y M. Ramos-Francia (2012). "El Traspaso de Movimientos del Tipo de Cambio a los Precios: Un Análisis para México". El Trimestre Económico, vol. 74, núm. 316, pp. 813-838.
- Caselli, F. and A. Roitman (2016). "Non-Linear Exchange Rate Pass-Through in Emerging Markets". International Monetary Fund Working Paper WP/16/01.

Cortés, J. (2013). "Una estimación del Traspaso de las Variaciones en el Tipo de Cambio a los Precios en México". Banco de México, Documento de Investigación 2013-02.

Da Silva Correa, A. and A. Minella (2010). "Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: A Phillips Curve Model with Threshold for Brazil". Research Department, Central Bank of Brazil and Department of Economics, Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro.

Frankel, J., D. Parsley and S. Jin Wei (2012). "Slow pass-through around the world: a new import for developing countries?" *Open Economies Review*, vol. 23, issue 2, pp. 213-251.

Hansen, B. E. (1996). "Inference when a nuisance parameter is not identified under the null hypothesis". *Econometrica*, vol. 64(2), pp. 413-30.

Jaramillo, J., L. Pech, C. Ramírez y D. Sánchez (2017) "Traspaso No Lineal del Tipo de Cambio a Precios". Mimeo, Banco de México.

Kochen, F. y D. Sámano (2016). "Fijación de Precios y Traspaso del Tipo de Cambio en la Economía Mexicana Evidencia de los Micro Datos del INPC". Banco de México, Documento de Investigación 2016-13.

Li, F. and P. St-Amant (2010). "Financial Stress, Monetary Policy, and Economic Activity". Staff Working Papers 10-12, Bank of Canada.

Pesaran, H. and Y. Shin (1998). "Generalized impulse response analysis in linear multivariate models". *Economics Letters*, num 58, pp. 17-29.

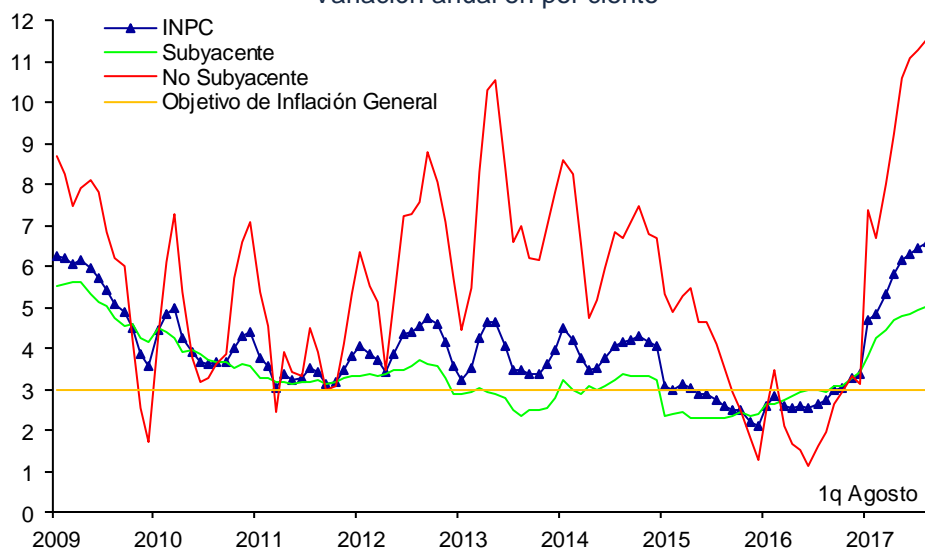
Pollard, S. and C. Coughlin (2004). "Size matters: Asymmetric exchange rate pass-through at the industrial level". Research Paper Series, University of Nottingham.

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

	2016				2017		
	I	II	III	IV	I	II	1q Agosto
INPC	2.69	2.56	2.78	3.24	4.98	6.10	6.59
Subyacente	2.69	2.91	3.00	3.28	4.19	4.78	5.02
Mercancías	3.04	3.51	3.79	3.98	5.33	6.22	6.58
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.88	3.69	3.89	4.26	5.93	6.82	7.57
Mercancías No Alimenticias	3.17	3.36	3.71	3.75	4.83	5.73	5.76
Servicios	2.40	2.41	2.34	2.68	3.23	3.55	3.70
Vivienda	2.11	2.21	2.32	2.40	2.52	2.56	2.60
Educación (Colegiaturas)	4.21	4.13	4.17	4.26	4.37	4.39	4.55
Otros Servicios	2.15	2.09	1.80	2.50	3.62	4.34	4.60
No Subyacente	2.71	1.46	2.10	3.14	7.38	10.31	11.60
Agropecuarios	6.51	4.48	3.81	4.98	-0.20	6.39	14.43
Frutas y Verduras	22.45	13.30	8.58	8.32	-6.88	9.60	27.22
Pecuarios	-1.60	-0.01	1.26	3.09	4.02	4.54	7.28
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	0.39	-0.45	1.01	2.00	12.28	12.90	9.80
Energéticos	-1.10	-1.49	-0.03	1.75	16.85	15.72	11.26
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.23	1.41	2.83	2.48	3.91	7.99	7.28
Indicador de Media Truncada ^{1/}							
INPC	2.53	2.70	2.93	3.20	4.20	4.60	4.65
Subyacente	2.85	3.05	3.20	3.29	4.01	4.40	4.55

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

Gráfica 52
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

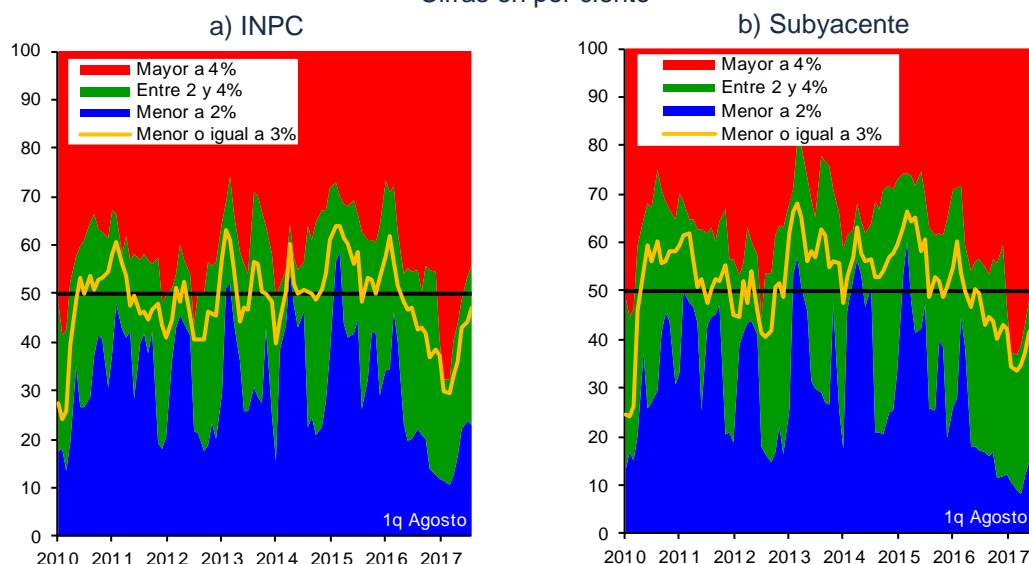
Con el fin de aportar elementos que permitan evidenciar la mejoría del proceso inflacionario que ya comienza a manifestarse, a continuación se presenta una serie de indicadores que analizan con mayor detalle el comportamiento de la inflación general y de la subyacente (véase también el Recuadro 4). En varios de estos se utilizarán las variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas. Cabe recordar que estos indicadores, al partir de las variaciones

mensuales del índice de precios, no se ven afectados por los efectos aritméticos de la base de comparación que contiene la variación anual y, por lo tanto, revelan información sobre la dinámica de inflación en el margen.

Así, en primer lugar, se analiza la proporción de las canastas del INPC general y subyacente cuyas variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas se encuentran dentro de ciertos intervalos. Para ello, se agrupan los genéricos que componen la canasta tanto del índice general, como del subyacente, en tres grupos: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2 por ciento; ii) entre 2 y 4 por ciento; y iii) mayores a 4 por ciento. También se presenta el porcentaje de dichas canastas en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones en sus precios menores o iguales a 3 por ciento, y la que registra variaciones mensuales en sus precios mayores a 3 por ciento (Gráfica 53).

Lo anterior revela que la proporción de las canastas del índice general y subyacente con variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas en sus precios menores a 4 por ciento ha venido aumentando (áreas azul y verde, Gráfica 53a y Gráfica 53b). De esta forma, la proporción de la canasta de bienes y servicios del índice general con variaciones de precios menores a 4 por ciento fue en promedio 35 por ciento en el primer trimestre de 2017, mientras que en el segundo fue 44 por ciento, ubicándose en 56 por ciento en la primera quincena de agosto. En cuanto a la proporción respectiva de la canasta del índice subyacente, esta aumentó de un promedio de 40 a 43 por ciento en los mismos trimestres y a 54 por ciento en la primera quincena de agosto. Por su parte, la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas menores o iguales a 3 por ciento (área debajo de la línea amarilla) fue en promedio 32 por ciento en el primer trimestre y 37 por ciento en el segundo, registrando 47 por ciento en la primera quincena de agosto. Para el índice subyacente las proporciones fueron 37, 38 y 49 por ciento en los mismos periodos. En suma, la evolución de estos indicadores durante el periodo que se reporta en este Informe presenta evidencia sobre un mejor desempeño del proceso inflacionario en México en los últimos meses.

Gráfica 53
Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Mensual Anualizado a. e. 1/
 Cifras en por ciento



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

A continuación, se analiza la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas, tanto del índice general, como del subyacente, así como sus medias móviles de 6 meses. Puede observarse que tanto el indicador para el índice general, como para el subyacente, han venido presentando niveles inferiores a los observados a principios del año, y ambos exhiben tendencias decrecientes (Gráfica 54a y Gráfica 54b). Por su parte, el cambio de tendencia es también acentuado en el caso de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de los precios de las mercancías, mientras que en el caso de las de los servicios estas se han mantenido más estables y en niveles cercanos a 3 por ciento (Gráfica 54c y Gráfica 54d). En lo que se refiere a las medias móviles de 6 meses de las variaciones de precios, estas ya exhiben una tendencia a la baja para todos los rubros referidos. El comportamiento de estos indicadores complementa la información presentada en la Gráfica 2 en lo que se refiere a un mejor desempeño de la inflación en el margen y sugiere un cambio de tendencia en el proceso inflacionario.

Recuadro 4

Efecto de los Choques Recientes sobre el Proceso Inflacionario en México

1. Introducción

El comportamiento de la inflación en los últimos años ha estado sujeto a distintos choques. Desde mediados de 2014, la economía nacional ha enfrentado una serie de choques externos que ocasionaron una fuerte depreciación de la moneda nacional. Entre estos destacan hacia mediados de 2014 y durante 2015 la caída de los precios del petróleo, las perspectivas sobre la normalización de la postura monetaria en Estados Unidos y la apreciación generalizada del dólar. Posteriormente, se sumaron el proceso y resultado electoral en Estados Unidos, y la incertidumbre sobre la relación entre México y el referido país. Esta depreciación presionó al alza los precios del componente subyacente y, en particular, los de varias mercancías. Más aún, a inicios de 2017 se agregaron, simultáneamente, nuevos choques de magnitud considerable sobre la inflación, toda vez que inició el proceso de liberalización de los precios de algunos energéticos tales como los de las gasolinas y el del gas L.P., y el aumento al salario mínimo fue mayor al de años previos. Más recientemente, se dieron ajustes en las tarifas de autotransporte en la Ciudad de México y otras ciudades del país, y los precios de algunas frutas y verduras, tales como el jitomate, la papa y el tomate verde, presentaron incrementos importantes.

Producto de todo ello, la inflación general anual exhibe niveles elevados y continúa al momento presentando una tendencia al alza, aunque más moderada que en meses inmediatos anteriores. El ritmo de crecimiento de la inflación general anual ha comenzado a desacelerarse y esta parece estarse acercando a su techo. Adicionalmente, el proceso inflacionario en México, estudiado a través de distintas medidas de tendencia y de indicadores que analizan el comportamiento en el margen de las variaciones de precios, ha mostrado un mejor desempeño en los últimos meses, después del repunte que experimentó a inicios de 2017.

En efecto, los choques anteriormente citados han dificultado identificar de manera adecuada el comportamiento del proceso inflacionario en México, toda vez que han provocado que la inflación medida presente niveles más altos y una tendencia más marcada que lo que se observa en el comportamiento del sistema de precios de la economía en el margen. En particular, los choques más recientes se han focalizado en un conjunto reducido de bienes y servicios, sin generar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. En este sentido, al depurar el proceso inflacionario de estos choques, se aprecia que su dinámica parece ya estar iniciando una trayectoria convergente al objetivo permanente del Banco Central.

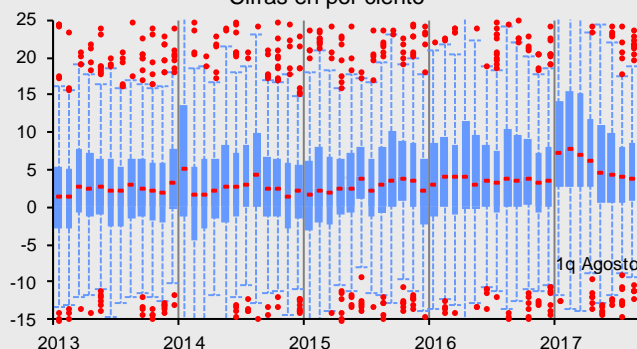
Así, en este Recuadro se analizan para los principales subíndices del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), la distribución y medias truncadas de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad, la información sobre frecuencias y magnitudes de incrementos de precios, así como las correlaciones entre las variaciones mensuales de los distintos genéricos. Ello con el objeto de distinguir el desempeño actual de la dinámica de la inflación en el margen, en comparación con la evolución que ha tenido la inflación anual medida, la cual ha estado muy influida por los choques citados. Como se verá, los resultados muestran que la dinámica de la inflación en México, analizada de una forma amplia, ha comenzado a mostrar señales de un cambio de tendencia.

2. Distribuciones de las Variaciones Mensuales

En las Gráficas 1a y 1b se presentan los diagramas de caja y brazos de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de los genéricos incluidos en el índice general y en el subyacente para el periodo de enero de 2013 a la primera quincena de agosto de 2017. Estos diagramas sintetizan algunas de las características más importantes de una distribución de probabilidad de una serie, como la mediana, el rango intercuartílico y los valores extremos.

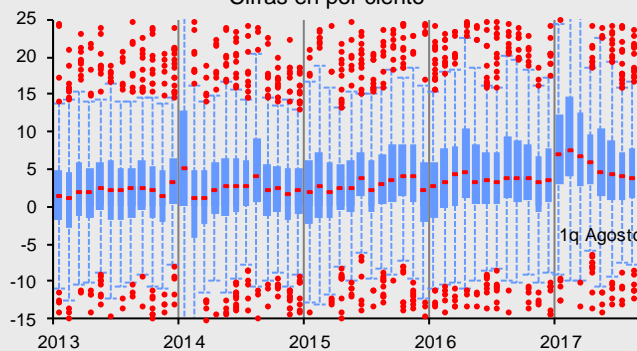
Se observa que para la inflación general y para la subyacente, en el primer trimestre de 2017 fue evidente el desplazamiento desfavorable de toda la distribución de las variaciones de precios y el aumento de las medianas respecto al trimestre previo, debido, en buena medida, al choque provocado por los ajustes en los precios de varios energéticos que ocurrieron en enero, por los efectos indirectos que causaron estos ajustes, y por el impacto de la depreciación acumulada del tipo de cambio. En contraste, en los meses más recientes, las distribuciones de las variaciones mensuales de estos indicadores se han desplazado hacia abajo, las medianas se han reducido y el rango intercuartílico comienza a compactarse, poniendo de manifiesto un mejor desempeño del proceso inflacionario. En este contexto, si bien aún falta que se complete el proceso de convergencia, ya se aprecia un cambio de tendencia en las inflaciones mensuales de la mayoría de los genéricos.

Gráfica 1a
Diagrama de Caja y Brazos de las Variaciones Mensuales Anualizadas de Genéricos del INPC^{1/}
 Cifras en por ciento



1/ En cada punto del tiempo se construye a partir de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de todos los genéricos del INPC un diagrama de caja y brazos. Este indicador resume algunas de las características más importantes de una distribución de probabilidad, entre las que se encuentran la mediana, el rango intercuartílico y los valores extremos.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 1b
Diagrama de Caja y Brazos de las Variaciones Mensuales Anualizadas de Genéricos del Índice Subyacente^{1/}
 Cifras en por ciento



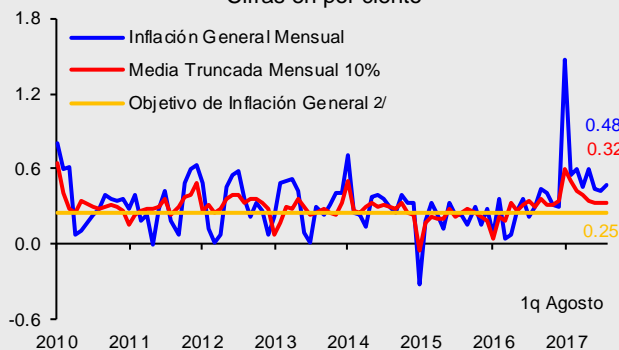
1/ En cada punto del tiempo se construye a partir de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de todos los genéricos del Índice Subyacente un diagrama de caja y brazos. Este indicador resume algunas de las características más importantes de una distribución de probabilidad, entre las que se encuentran la mediana, el rango intercuartílico y los valores extremos.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

3. Medias Truncadas

A continuación se presentan las medias truncadas de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad, las cuales excluyen de los índices general, subyacente y no subyacente las variaciones extremas tanto al alza como a la baja. Como se puede apreciar en las gráficas correspondientes, en todos los casos es notoria la tendencia a la baja de las variaciones mensuales en los últimos meses, tanto de los valores observados como de los truncados, aproximándose paulatinamente a un nivel consistente con el objetivo de inflación. En cuanto al índice general, la Gráfica 2a deja claro que buena parte de la dinámica de la inflación mensual se ha explicado por

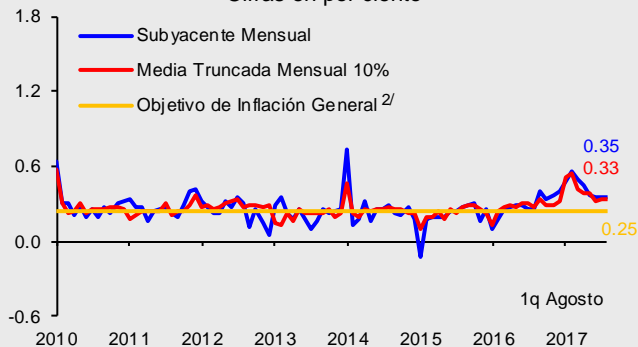
incrementos de precios en algunos productos y no por un incremento generalizado de los precios en la economía. En la Gráfica 2b, referente al componente subyacente, se aprecia un comportamiento más homogéneo entre las variaciones mensuales observadas y los datos truncados, pero con una clara tendencia a la baja. El componente no subyacente, contenido en la Gráfica 2c, ha sido el que más fue afectado por variaciones de precios extremas, iniciando en enero con las modificaciones de precios en varios energéticos y más recientemente con los aumentos de precios en varias frutas y verduras. No obstante, su media truncada está en niveles más bajos, congruentes con el objetivo de inflación, lo cual indica que si se eliminan las variaciones extremas, la mayoría de los componentes del índice no subyacente están presentando variaciones de precios congruentes con la meta del Banco de México.

Gráfica 2a
Media Truncada Mensual: General^{1/}
 Cifras en por ciento

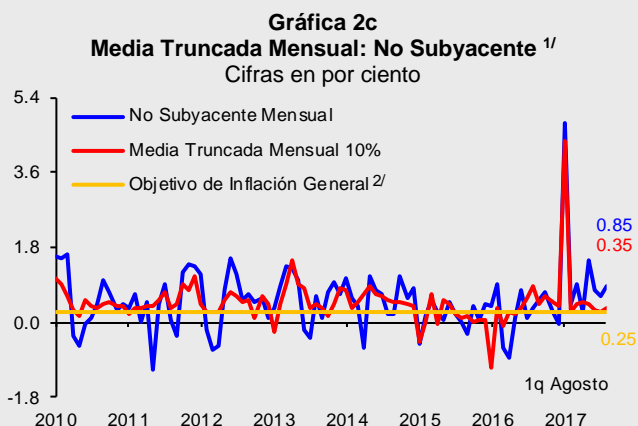


1/ Cifras ajustadas estacionalmente.
 2/ Expresado en términos mensuales.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 2b
Media Truncada Mensual: Subyacente^{1/}
 Cifras en por ciento



1/ Cifras ajustadas estacionalmente.
 2/ Expresado en términos mensuales.
 Fuente: Banco de México e INEGI.



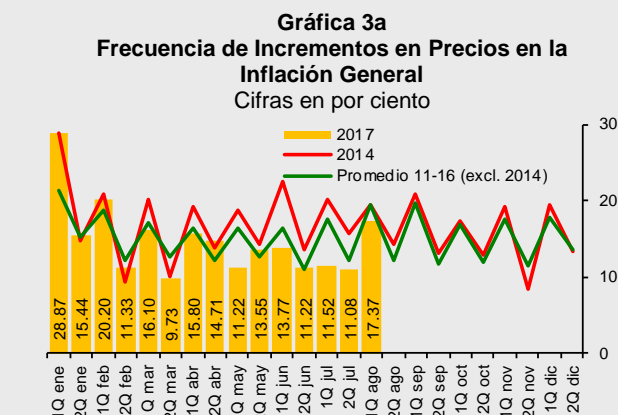
1/ Cifras ajustadas estacionalmente.
2/ Expresado en términos mensuales.
Fuente: Banco de México e INEGI.

4. Frecuencias y Magnitudes de Incrementos de Precios

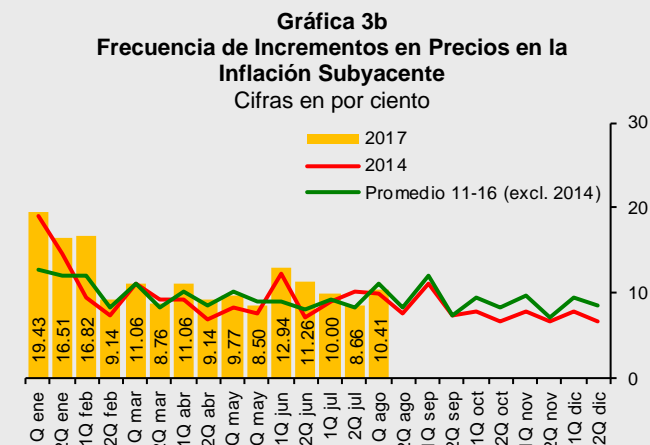
En esta sección se exhibe la evolución que han presentado durante este año las frecuencias y magnitudes de incrementos de precios, con el objetivo de compararla con la que presentaron durante 2014, cuando ocurrieron modificaciones fiscales importantes, así como con el promedio del periodo de 2011 - 2016, excluyendo 2014. Se observa que las frecuencias de aumentos de precios tuvieron un incremento notable a inicios de 2017, para posteriormente ir disminuyendo, ubicándose actualmente por debajo, o como en el caso del índice subyacente, en niveles similares a los observados en otros periodos. Lo anterior es consistente con la evidencia de estudios para México que indican que ante choques de oferta, como podría ser el incremento en los precios de los energéticos ocurrido a inicios de este año, el ajuste en la inflación se da inicialmente a través de movimientos en la frecuencia de incrementos de precios, para posteriormente regresar a niveles de frecuencia promedio.¹

En cuanto a las magnitudes de incrementos de precios, se aprecia que para el índice general y no subyacente, estas han sido por lo general mayores a las observadas en otros periodos, lo que refleja las alzas considerables que se presentaron a inicios de año en los de energéticos y más recientemente en los precios de los productos agropecuarios. Por su parte, en el caso del componente subyacente, si bien las magnitudes de incrementos de precios se situaron por arriba de su promedio histórico durante algunos meses, en fechas recientes estas han presentado niveles similares a este. El comportamiento de las frecuencias y magnitudes muestra que gran parte del ajuste en el componente subyacente ante los choques referidos ya se dio, sin generar hasta el momento efectos de segundo orden.

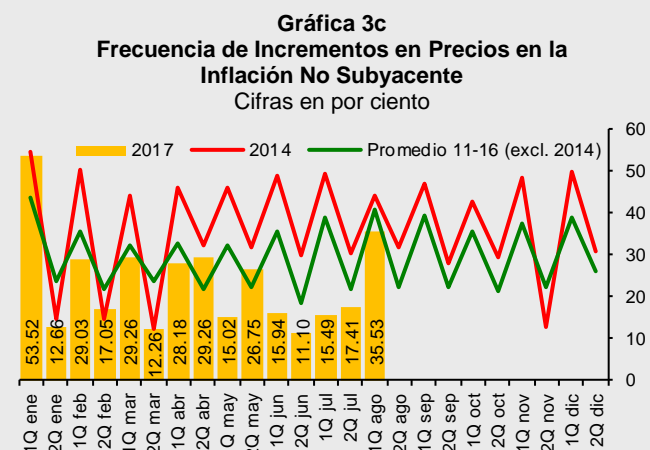
¹ Véase Banco de México (2010). "Evidencia sobre la Ausencia de Efectos de Segundo Orden en el Proceso de Formación de Precios Asociados a las Modificaciones Tributarias Aprobadas por el H.



Fuente: Banco de México e INEGI.



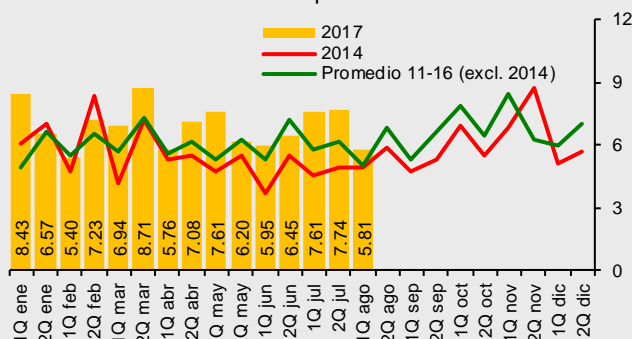
Fuente: Banco de México e INEGI.



Fuente: Banco de México e INEGI.

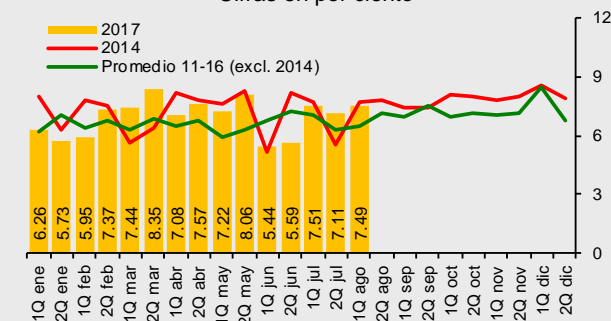
Congreso de la Unión para 2010", en el Recuadro 1 del Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2010, pp. 6-7.

Gráfica 3d
Magnitud de Incrementos en Precios en la Inflación General
Cifras en por ciento



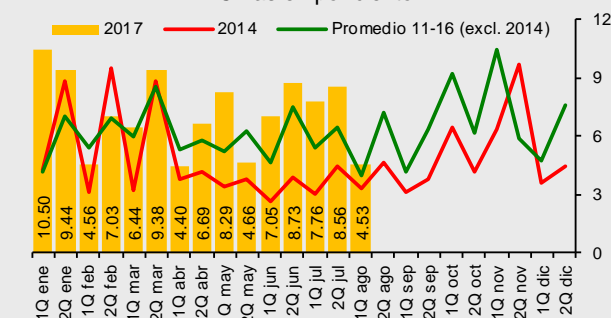
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 3e
Magnitud de Incrementos en Precios en la Inflación Subyacente
Cifras en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 3f
Magnitud de Incrementos en Precios en la Inflación No Subyacente
Cifras en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

5. Correlación de Variaciones Mensuales entre Genéricos

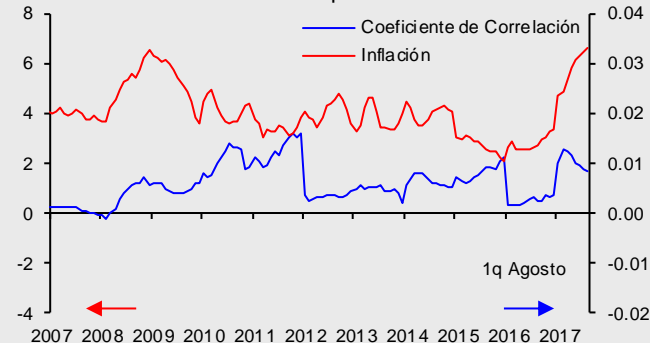
Finalmente, en esta sección se presenta la evolución que ha tenido la correlación de las variaciones mensuales

² En las Gráficas 4a y 4b se presentan los coeficientes de correlación normalizados, los cuales se calculan dividiendo los coeficientes originales entre la inflación.

ajustadas por estacionalidad de los distintos genéricos que integran el INPC y el componente subyacente, considerando ventanas móviles de 24 meses. El objetivo de este ejercicio es analizar qué tan sincronizados han estado los movimientos de precios entre genéricos para distintas canastas del INPC, como podría ser la general y la subyacente.

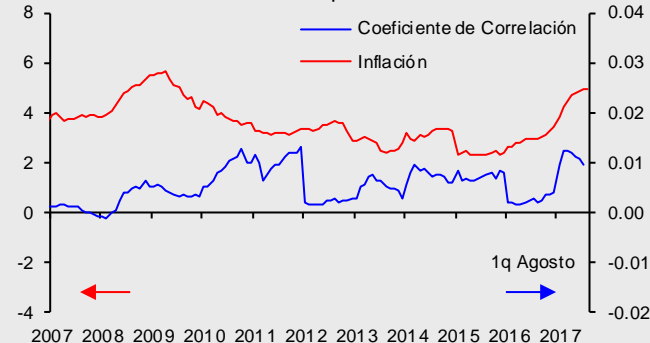
Las Gráficas 4a y 4b ilustran que a inicios de año la correlación de las variaciones mensuales de precios de genéricos se incrementó tanto para el INPC como para el componente subyacente de manera importante, como resultado de los ajustes en los precios de los energéticos y de los efectos de la depreciación acumulada del tipo de cambio.² No obstante, en los últimos meses estas correlaciones han venido disminuyendo, debido a que los más recientes choques no han tenido un impacto generalizado y se han focalizado sólo en algunos bienes y servicios.

Gráfica 4a
Coeficiente de Correlación de Variaciones Mensuales entre Genéricos: Inflación General
Cifras en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 4b
Coeficiente de Correlación de Variaciones Mensuales entre Genéricos: Inflación Subyacente
Cifras en por ciento



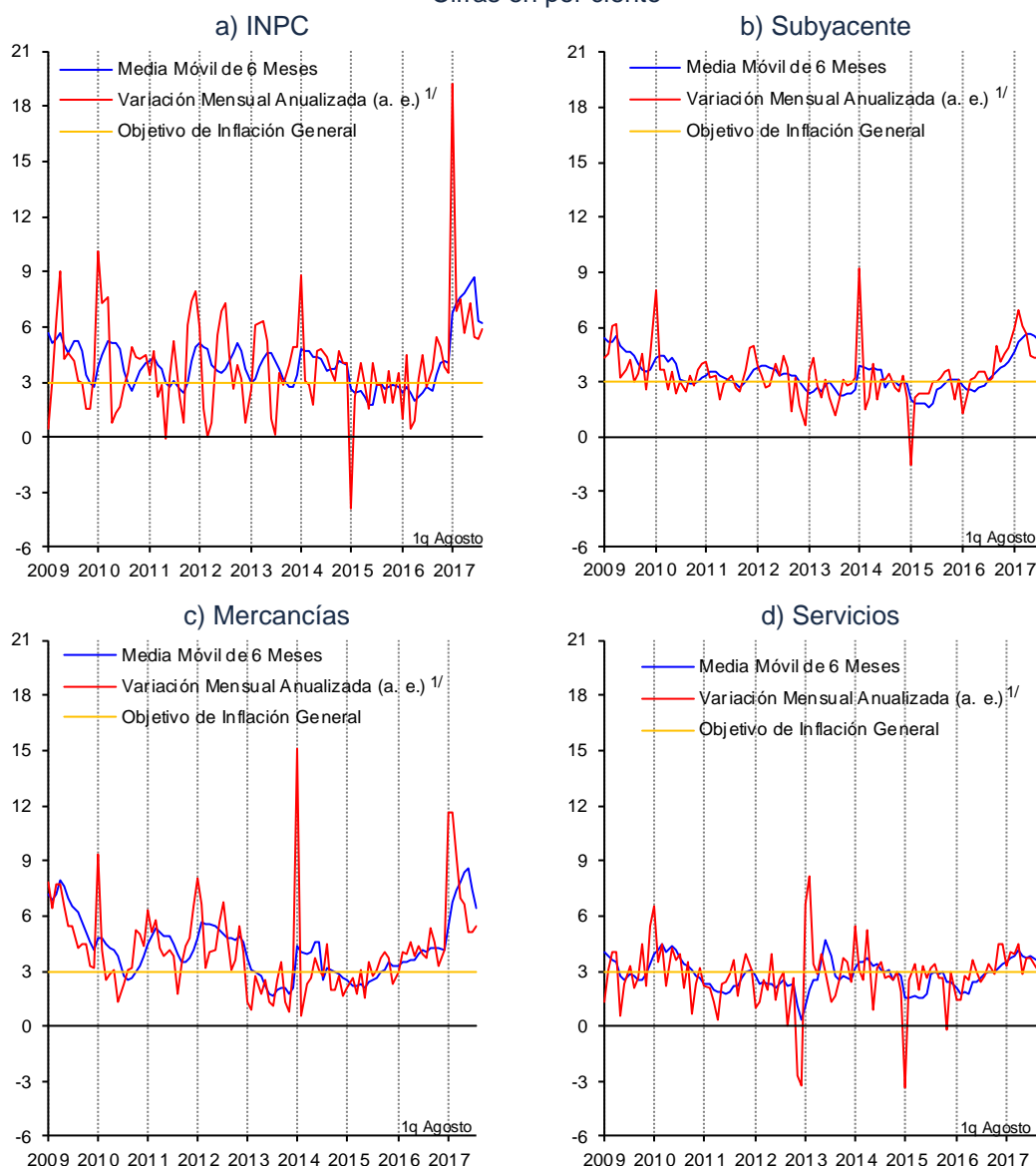
Fuente: Banco de México e INEGI.

6. Consideraciones Finales

La evolución reciente de la inflación medida ha sido afectada por distintos choques que explican sus elevados niveles actuales y su tendencia al alza. Considerando la naturaleza de los choques referidos, así como los rezagos con los que opera la política monetaria, las acciones aplicadas desde finales de 2015 han permitido que dichos choques no se hayan traducido en presiones generalizadas sobre la inflación, la cual parecería estar disminuyendo si se depura de los choques particulares y

se analiza su comportamiento en el margen. Así lo sugieren varios elementos de análisis, entre los que se encuentran distintas medidas de tendencia de la inflación e indicadores sobre la dinámica reciente del proceso inflacionario en México. De esta forma, esta evidencia parece sugerir que, una vez que se disipe el efecto temporal de los choques más recientes, en los próximos meses se dará un cambio de tendencia en la inflación general anual.

Gráfica 54
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento

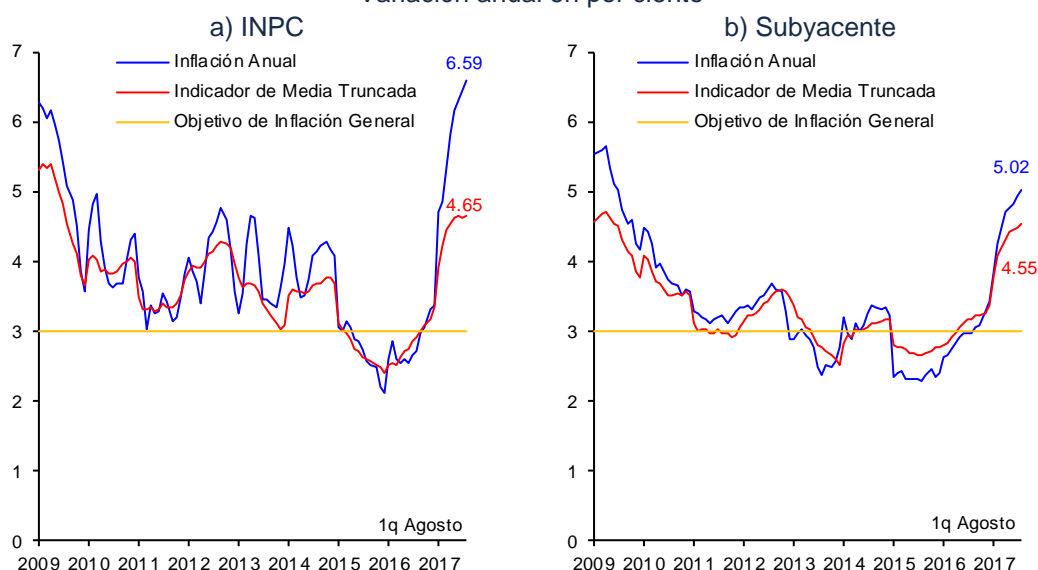


a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
 1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.
 Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Asimismo, utilizando variaciones anuales, se presenta una medida de tendencia de mediano plazo de la inflación, representada por el Indicador de Media Truncada. Al respecto se puede observar que, tanto en el caso de la inflación general, como en el de la subyacente, sus indicadores han venido desacelerando su ritmo de crecimiento en el margen. Así, entre el primer y el segundo trimestre de 2017, el Indicador de Media Truncada para la inflación general pasó de 4.20 a 4.60 por ciento, ubicándose en 4.65 por ciento en la primera quincena de agosto. Más aún, al comparar estas cifras con la inflación general anual observada en esos periodos (4.98, 6.10 y 6.59 por ciento, respectivamente), es evidente cómo, a partir del

segundo trimestre, buena parte del nivel que presenta la inflación medida se explica por incrementos de precios de algunos productos y no por un comportamiento generalizado de precios. Por su parte, para la inflación subyacente, el referido indicador pasó de 4.01 por ciento en el primer trimestre a 4.40 por ciento en el segundo, registrando 4.55 por ciento en la primera quincena de agosto. Aunque en menor magnitud, la diferencia entre las inflaciones subyacentes observadas y sus medidas de tendencia también sugieren que el nivel de la inflación subyacente no se debe a alzas generalizadas de precios (Gráfica 55 y Cuadro 3).

Gráfica 55
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
 Variación anual en por ciento

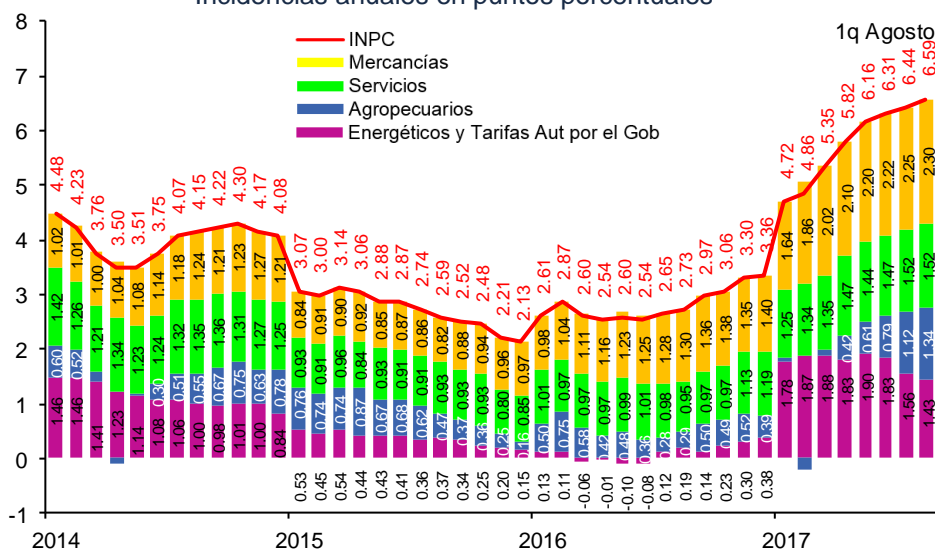


1/ El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del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

En el comportamiento de la inflación subyacente destaca que, si bien esta continúa teniendo una tendencia al alza, su ritmo de crecimiento comienza a moderarse, derivado de cierta desaceleración en las variaciones anuales de los precios de las mercancías. Ello se puede apreciar en la relativa estabilización de su incidencia sobre la inflación general anual (Gráfica 56). En específico:

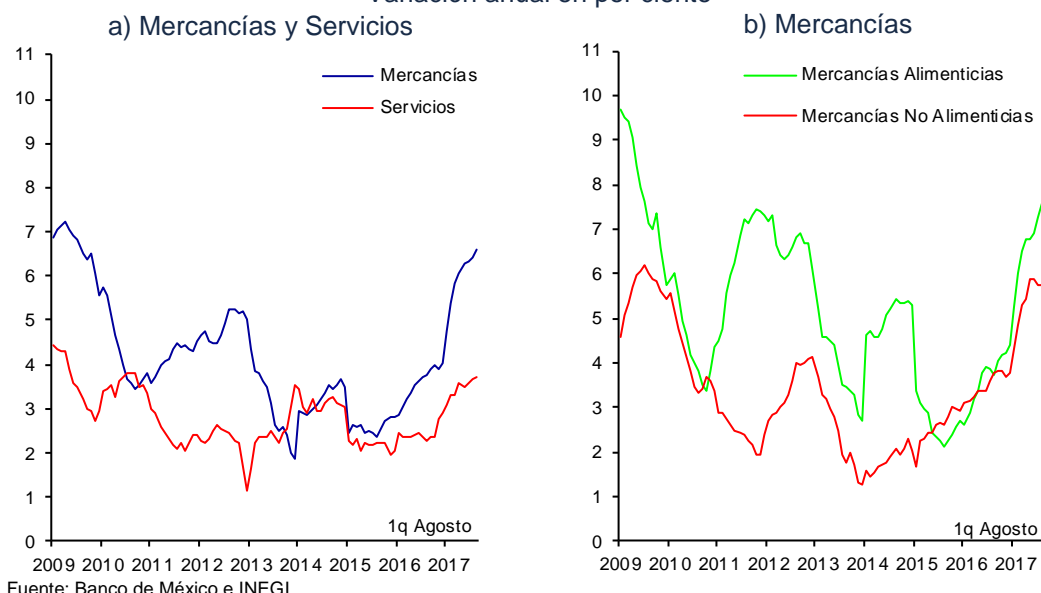
Gráfica 56
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



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.

- iii. El subíndice de precios de las mercancías continúa reflejando, principalmente, los efectos de la depreciación acumulada de la moneda nacional desde finales de 2014. Este subíndice pasó de una tasa de variación anual promedio de 5.33 a 6.22 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2017, ubicándose en 6.58 por ciento en la primera quincena de agosto. No obstante, al interior de este subíndice se observaron comportamientos diferenciados. Por una parte, los precios de las mercancías alimenticias han mantenido tasas de crecimiento elevadas, aumentando de una variación anual promedio de 5.93 a 6.82 por ciento entre los trimestres mencionados, alcanzando 7.57 por ciento en la primera quincena de agosto. En contraste, las tasas de crecimiento de las mercancías no alimenticias han comenzado a estabilizarse. De esta forma, entre el primer y el segundo trimestre de 2017, la variación anual promedio de las mercancías no alimenticias pasó de 4.83 a 5.73 por ciento, ubicándose en 5.76 por ciento en la primera quincena de agosto (Gráfica 57a y Gráfica 57b).
- iv. Por su parte, el subíndice de precios de los servicios registró un aumento en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 3.23 a 3.55 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2017, situándose en 3.70 por ciento en la primera quincena de agosto. Este comportamiento se explica, principalmente, por las mayores tasas de crecimiento que reportó el rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, cuyas variaciones anuales promedio fueron 3.62, 4.34 y 4.60 por ciento en los periodos referidos. Al respecto, fueron particularmente relevantes las menores reducciones en las tarifas de telefonía móvil respecto al año previo (Gráfica 57a).

Gráfica 57
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento

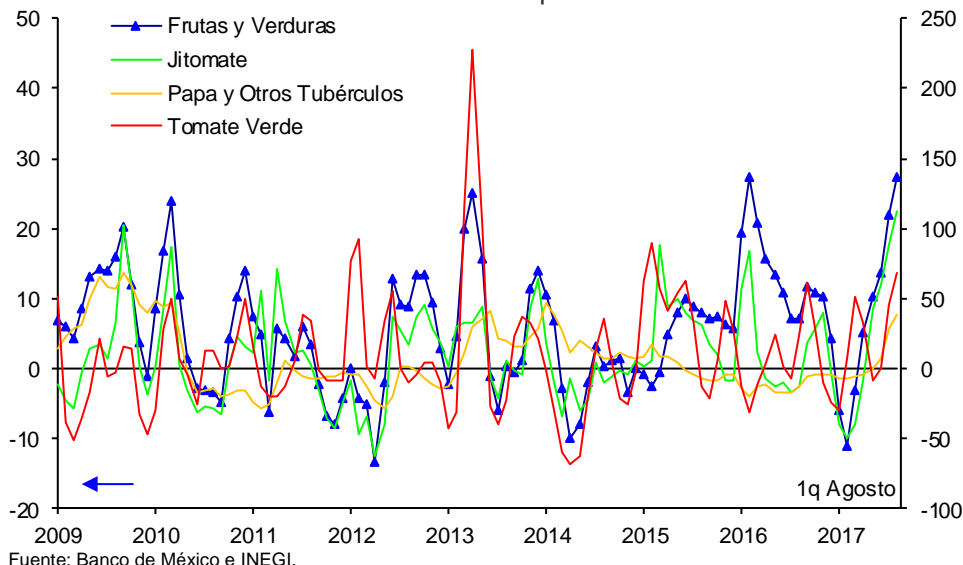


Los elevados niveles que ya presentaba la inflación no subyacente tuvieron un impulso adicional durante el segundo trimestre de 2017, como consecuencia de ciertos incrementos de precios que se dieron recientemente en algunos productos agropecuarios, así como de los aumentos en las tarifas de autotransporte en algunas ciudades. No obstante, los precios de la mayoría de los energéticos presentaron bajas en el trimestre de referencia, debido a la apreciación que ha tenido la moneda nacional, así como por reducciones en sus referencias internacionales. De esta forma, si bien las mayores tasas de variación anual registradas en el subíndice de precios de los productos agropecuarios han venido aumentando su incidencia en la inflación general, este efecto ha sido parcialmente compensado por las reducciones en las incidencias del subíndice de energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno ((Gráfica 56 y Cuadro 3).

iii. Los precios de algunos productos agropecuarios tuvieron incrementos importantes durante el periodo que cubre este Informe, principalmente en el rubro de las frutas y verduras. Destacan los incrementos en los precios del jitomate, cuya variación anual promedio en el primer trimestre fue -43.59 por ciento, mientras que en el segundo aumentó a 29.56 por ciento y en la primera quincena de agosto alcanzó 112.71 por ciento. Otros productos que presentaron aumentos notables en sus precios fueron la papa y otros tubérculos, con variaciones anuales promedio de -6.94, 0.75 y 38.03 por ciento en los mismos periodos, y el tomate verde, con 7.79, 6.67 y 68.59 por ciento, respectivamente (Gráfica 58). Lo anterior propició que el subíndice de precios de los productos agropecuarios aumentara de una variación anual promedio de -0.20 por ciento en el primer trimestre de 2017 a 6.39 por ciento en el segundo, registrando 14.43 por ciento en la primera quincena de agosto. Es conocida la volatilidad en los precios de frutas y verduras, pues incrementos considerables por lo general obedecen a condiciones climáticas adversas que tienden a normalizarse con el tiempo, de tal manera que dichos incrementos suelen ser

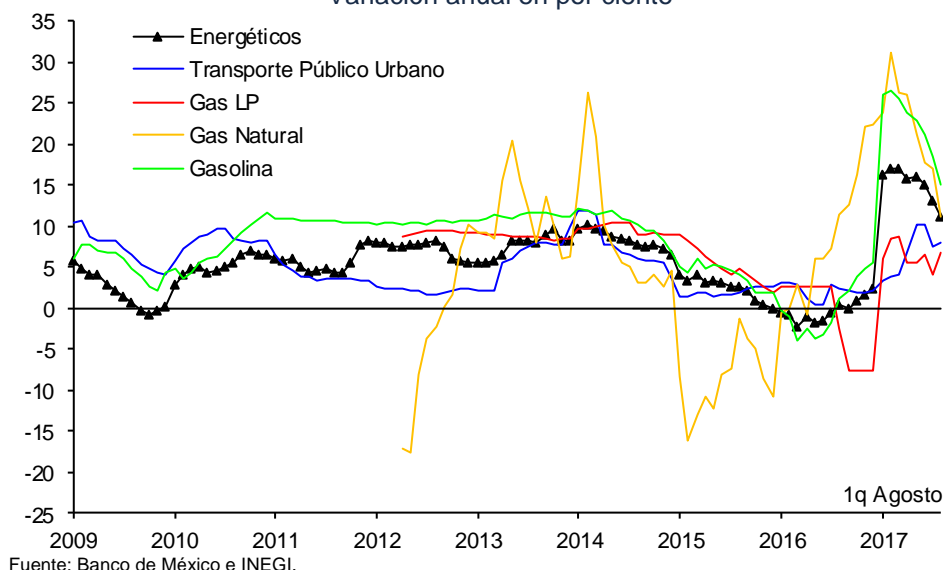
transitorios, por lo que es previsible que en el futuro cercano estos choques se vean revertidos.

Gráfica 58
Índice de Precios de Frutas y Verduras Seleccionados
 Variación anual en por ciento



- iv. El subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno pasó de una tasa de variación anual promedio de 12.28 a 12.90 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2017. Este ligero incremento se asoció, principalmente, a los ajustes en las tarifas de autotransporte que ocurrieron en abril en varias localidades del país. Ello contrastó con una reducción en las variaciones anuales promedio de la mayoría de los energéticos en el segundo trimestre respecto al periodo previo, motivada por la apreciación que ha tenido la moneda nacional, así como por reducciones en sus referencias internacionales (Gráfica 59). De hecho, en la primera quincena de agosto la variación anual del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno se redujo a 9.80 por ciento.

Gráfica 59
Índices de Precios de Servicios de Transporte y Energéticos Seleccionados
 Variación anual en por ciento



Profundizando en lo anterior:

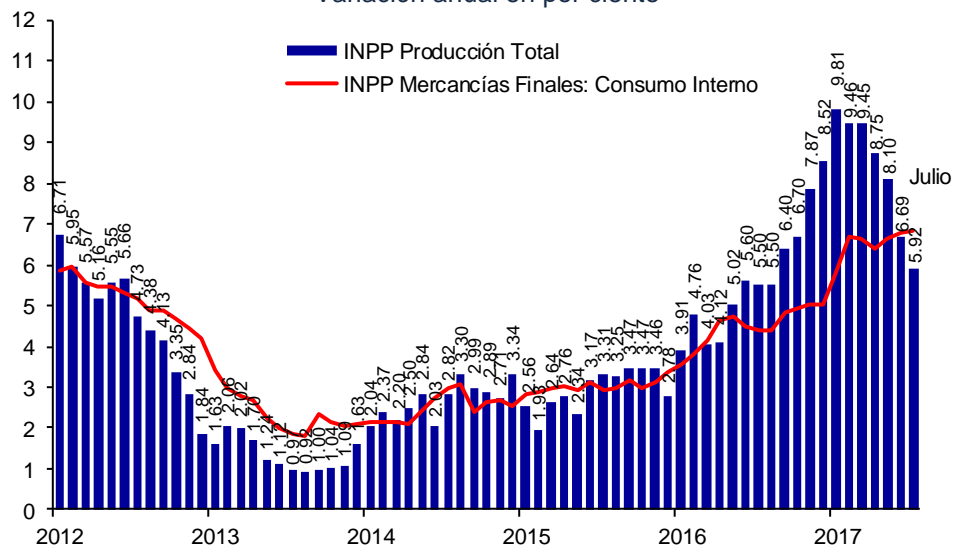
- Entre el primer y el segundo trimestre de 2017, el rubro de precios de tarifas autorizadas por el gobierno aumentó de una variación anual promedio de 3.91 a 7.99 por ciento. Este incremento se debió, en mayor parte, al aumento de 1 peso que se presentó en abril en las tarifas de transporte colectivo y de autobús urbano en la Ciudad de México, lo que representó un alza de entre 16.7 y 25 por ciento, dependiendo del servicio específico considerado. En el mismo periodo, también se ajustaron distintas tarifas de transporte público en las ciudades de Huatabampo, Son.; San Luis Potosí, S.L.P.; Tehuantepec, Oax.; y Tijuana, B.C. Posteriormente, en los meses siguientes se presentaron incrementos en este mismo servicio en las localidades de Culiacán, Sin. y Hermosillo, Son.
- A inicios de 2017, los precios de las gasolinas tuvieron un incremento considerable derivado del proceso hacia su total liberalización a lo largo de este año. Así, en enero, su variación mensual fue 17.29 por ciento. No obstante, en los meses siguientes, los precios de las gasolinas han presentado reducciones, asociadas a la evolución favorable de sus referencias internacionales y a la apreciación que ha tenido el tipo de cambio. De esta forma, en el trimestre de referencia, la variación mensual promedio de las gasolinas fue de -0.50 por ciento, en tanto que la variación en la primera quincena de agosto fue de 0.41 por ciento. Respecto al proceso de liberalización de precios de las gasolinas, a partir del 15 de junio del presente año tocó el turno a los estados de Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Tamaulipas y al municipio de Gómez Palacio en Durango.

- De manera similar, el precio del gas L.P. quedó liberalizado a partir de enero de 2017, lo que implicó un incremento mensual de 17.85 por ciento en sus precios. En contraste, los cambios en estos en los meses siguientes han sido más moderados, con lo que la variación mensual promedio de este energético en el segundo trimestre fue de -0.67 por ciento, registrando 2.18 por ciento en la primera quincena de agosto.
- Los precios del gas natural, determinados de acuerdo a su referencia internacional, han tenido incrementos moderados en el trimestre de referencia, registrando en la primera quincena de agosto una variación nula.
- Las tarifas eléctricas para el sector doméstico de bajo consumo tuvieron una reducción de 2 por ciento a inicios de 2016 y desde entonces continúan sin presentar cambio. Por su parte, las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) han reflejado el comportamiento de los costos de los combustibles necesarios para la generación de energía eléctrica, los cuales recientemente se han reducido. Así, estas tarifas registraron en el segundo trimestre de 2017 una variación de -6.5 por ciento y una de -1.9 por ciento en el bimestre julio - agosto.

2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En lo referente al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su tasa de variación anual promedio entre el primer y el segundo trimestre de 2017 se redujo de 9.57 a 7.84 por ciento, ubicándose en 5.92 por ciento en julio (Gráfica 60). El subíndice de precios de mercancías de exportación del INPP es el que ha presentado las mayores reducciones en sus tasas de variación anual (12.71 y 7.04 por ciento en el primer y segundo trimestre de 2017, en igual orden, mientras que en julio de 2017 se situó en 2.63 por ciento). Ello se debe a que este indicador considera bienes que se cotizan en dólares, por lo que es la agrupación que en mayor medida refleja la apreciación que el peso ha registrado en los últimos meses. Por su parte, el subíndice de precios de las mercancías finales para consumo interno exhibió tasas de variación anual más estables (6.36 y 6.60 por ciento en el primer y segundo trimestre de 2017, respectivamente, al tiempo que en julio de 2017 se ubicó en 6.83 por ciento). Como se ha mencionado en informes anteriores, el subíndice del INPP de las mercancías finales para consumo interno es el que tiene mayor poder predictivo sobre el comportamiento de los precios subyacentes de las mercancías al consumidor.

Gráfica 60
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.

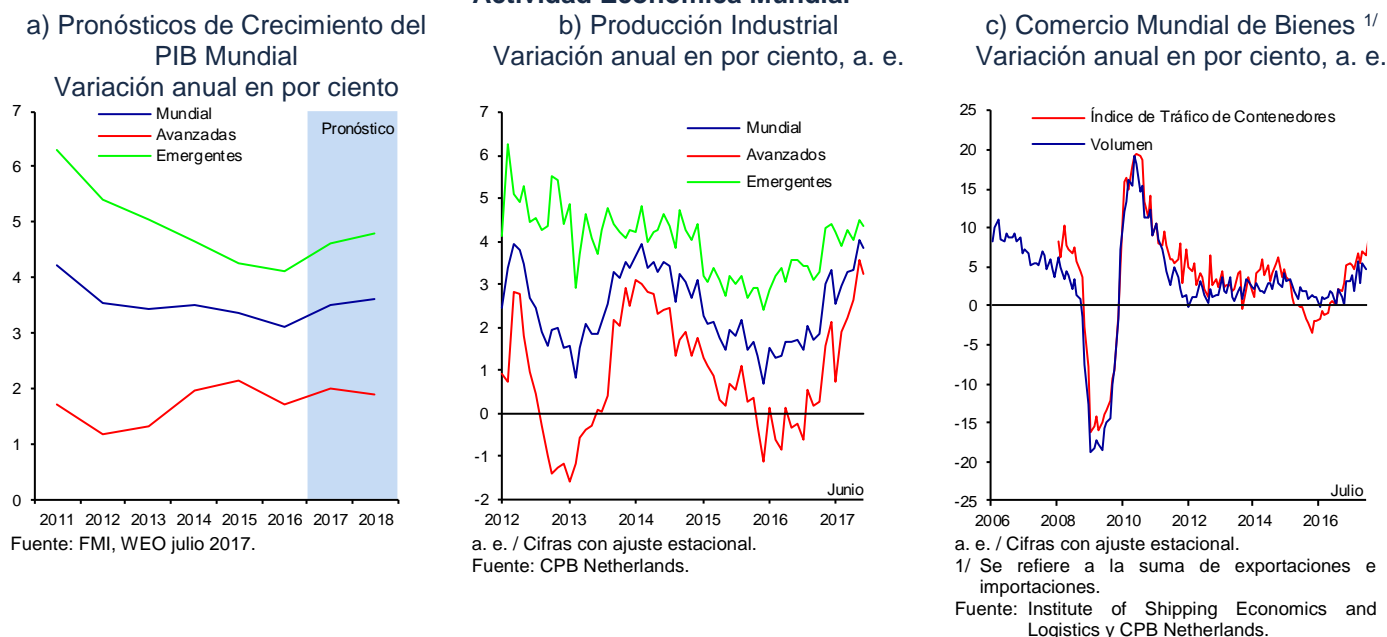
3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Segundo Trimestre de 2017

3.1. Condiciones Externas

3.1.1. Actividad Económica Mundial

La actividad económica mundial continuó expandiéndose a un ritmo modesto y de manera generalizada entre países y regiones durante el segundo trimestre del año. Esto se refleja en la evolución favorable de los indicadores de comercio internacional y en la producción industrial (Gráfica 61). Además, la generación sostenida de empleo, los elevados niveles de confianza de los hogares y las favorables condiciones financieras hacen prever que la recuperación moderada del crecimiento de las economías avanzadas y emergentes continuará en lo que resta de 2017 y en 2018. A pesar de la mejoría del entorno global, este escenario sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo los derivados de una elevada incertidumbre sobre la política económica de Estados Unidos, las crecientes tensiones geopolíticas en diversas regiones, así como la posibilidad de un ambiente más proteccionista en el comercio internacional.

Gráfica 61
Actividad Económica Mundial



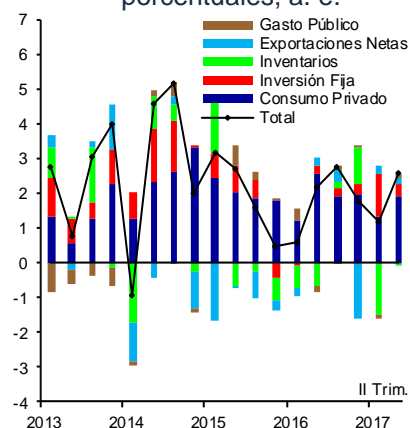
El PIB en Estados Unidos creció a una tasa trimestral anualizada de 2.6 por ciento durante el segundo trimestre de 2017, luego de haberse expandido en 1.2 por ciento durante el primero (Gráfica 62a). El mayor dinamismo de esta economía se debió, principalmente, al repunte del consumo privado, apoyado por la mejoría del mercado laboral y los elevados niveles de confianza de los hogares, así como al continuo fortalecimiento de la inversión de las empresas. Además, las exportaciones netas siguieron contribuyendo positivamente al dinamismo de la economía, reflejando la mejoría en el entorno global y el debilitamiento que ha presentado el dólar a lo largo del año. En contraste, la inversión residencial se

contrajo durante el segundo trimestre del año, después de la recuperación observada durante los dos trimestres previos.

Por su parte, la producción industrial siguió expandiéndose durante el segundo trimestre, al aumentar a una tasa trimestral anualizada de 5.2 por ciento, la mayor en los últimos tres años (Gráfica 62b). Este repunte de la actividad industrial continuó en julio reflejando el aumento de la actividad minera, derivada de la reactivación de la extracción de petróleo y gas, la recuperación del sector de distribución de electricidad y gas, y, en menor medida, la expansión moderada de la producción manufacturera, en particular la no automotriz, apoyada por el mayor crecimiento mundial y el debilitamiento que ha presentado el dólar (Gráfica 62c).

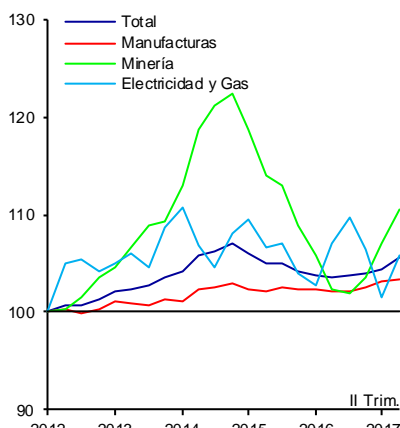
Gráfica 62
Actividad Económica en Estados Unidos

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



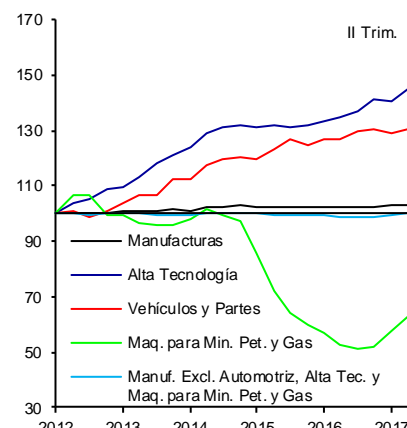
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

b) Producción Industrial y sus Componentes
Índice 1T-2012=100, a. e.



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

c) Producción Manufacturera y sus Componentes
Índice 1T-2012=100, a. e.



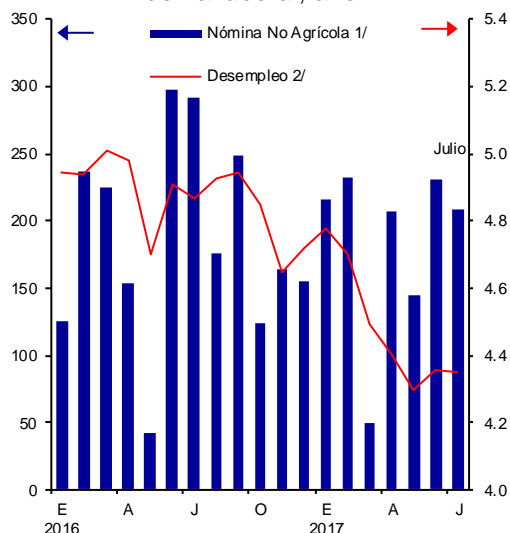
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

En este contexto, el mercado laboral en Estados Unidos siguió fortaleciéndose durante el periodo que comprende este Informe. En efecto, durante los primeros siete meses del año, se generaron 184 mil nuevos empleos mensuales en promedio, cifra similar a la registrada durante 2016 (Gráfica 63a). En línea con esto, la tasa de desempleo se ubicó en 4.3 por ciento de la fuerza laboral en julio, situándose por debajo de la estimación de la Reserva Federal de la tasa de desempleo de largo plazo de este país. No obstante, el crecimiento de las remuneraciones salariales continuó siendo moderado (Gráfica 63b).

Gráfica 63

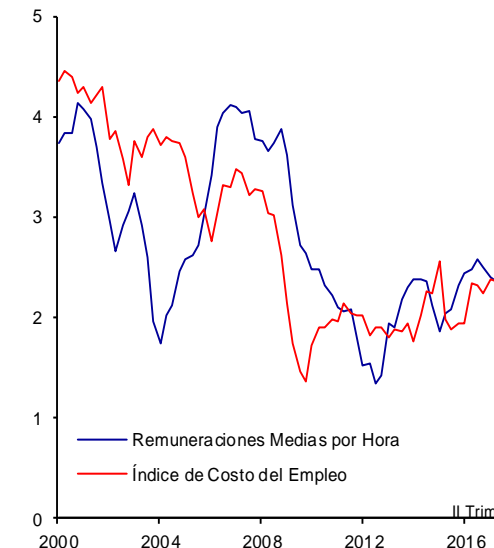
Mercado Laboral de Estados Unidos

a) Cambio Mensual en la Nómina No Agrícola y Tasa de Desempleo
En miles de empleos y en por ciento de la fuerza laboral, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ En miles de empleos.
2/ En por ciento de la fuerza laboral.
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

b) Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento, a. e.

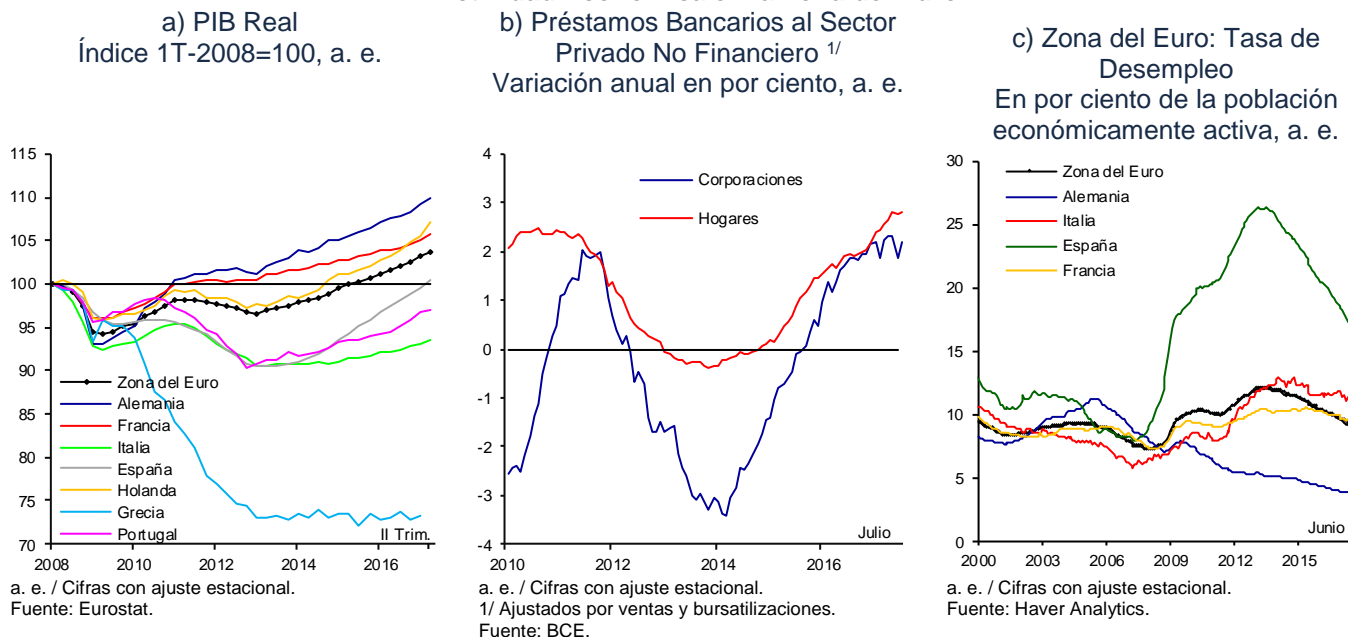


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Cabe destacar que el rumbo de la política económica en Estados Unidos todavía permanece incierto. En materia fiscal, la falta de acuerdos para derogar y reemplazar al sistema de salud en el corto plazo ha reducido la expectativa de los alcances de otras propuestas, tales como la reducción a los impuestos, individuales y corporativos, y la expansión del gasto en infraestructura. A lo anterior se suma la necesidad de extender antes de octubre la autoridad de gasto y aumentar el techo de endeudamiento del gobierno federal de dicha economía, lo que pudiera retrasar todavía más las discusiones en el Congreso sobre las reformas planteadas por la actual Administración. Por otra parte, la política comercial de Estados Unidos se mantiene todavía como un factor de riesgo que podría modificar las perspectivas económicas a nivel global.

En la zona del euro, la actividad económica en el segundo trimestre del año se expandió a un ritmo de 2.5 por ciento en términos anualizados, por encima del crecimiento de 2 por ciento observado durante el primer trimestre y mostrando un dinamismo cada vez más generalizado entre países y sectores (Gráfica 64a). El relajamiento considerable en las condiciones monetarias en la región ha resultado en un aumento en el financiamiento bancario, una reducción de las tasas de interés de los préstamos a los hogares y a empresas (Gráfica 64b) y en una menor disparidad de tasas de interés entre los países miembros. Las favorables condiciones financieras han apoyado a su vez a la expansión de la demanda interna, en particular de la inversión de las empresas, la cual se había mantenido estancada desde el inicio de la crisis financiera global. En este contexto, la tasa de desempleo siguió disminuyendo, para ubicarse en junio en 9.1 por ciento (Gráfica 64c). No obstante, el crecimiento de los salarios continuó siendo débil.

Gráfica 64
Actividad Económica en la Zona del Euro



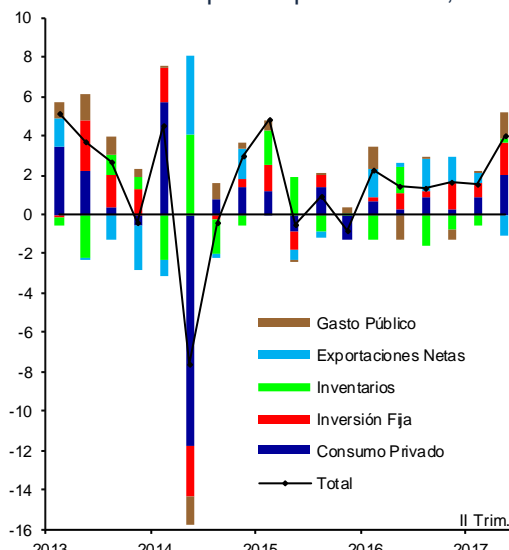
En Japón, la actividad económica creció a un ritmo de 4 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el segundo trimestre del año, muy por encima de la cifra de 1.5 por ciento observada durante el primer trimestre. Lo anterior se explicó por el crecimiento de la demanda interna y, en particular, por el crecimiento del gasto en consumo, la inversión fija y el gasto público, lo que contrastó con la contribución negativa de las exportaciones netas (Gráfica 65a). Adicionalmente, la confianza de las empresas manufactureras alcanzó su mayor nivel de los últimos tres años, sugiriendo que la tendencia positiva de la inversión de negocios y de la producción industrial podría continuar durante el tercer trimestre. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó, para ubicarse en julio en 2.8 por ciento de la fuerza laboral, su nivel más bajo de las últimas dos décadas.

En el Reino Unido, la actividad económica mostró una expansión de 1.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, después de haber crecido 0.9 por ciento en el primero (Gráfica 65b). Dicho repunte reflejó la recuperación de los servicios, lo que compensó las caídas en la construcción y en la actividad industrial. No obstante, el consumo privado continuó desacelerándose en el segundo trimestre, reflejando la menor confianza de los consumidores ante la incertidumbre asociada a la salida de este país de la Unión Europea, así como el debilitamiento del ingreso real derivado de un crecimiento moderado de los salarios y de un aumento de la inflación. A pesar de esto, la tasa de desempleo continuó disminuyendo, para ubicarse en un nivel de 4.4 por ciento en junio.

Gráfica 65

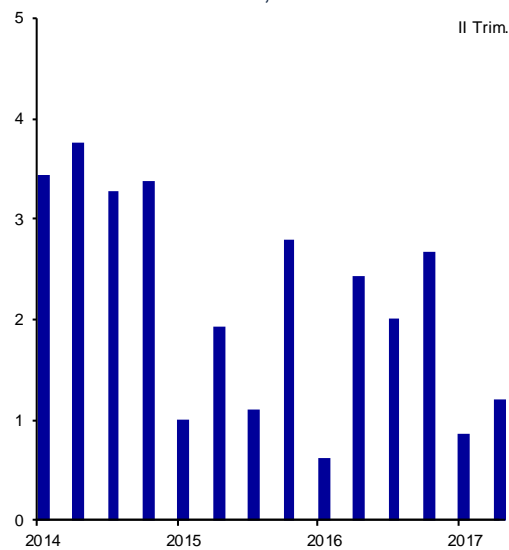
Actividad Económica en Japón y Reino Unido

a) Japón: PIB Real y sus Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribución en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Cabinet Office.

b) Reino Unido: PIB Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.

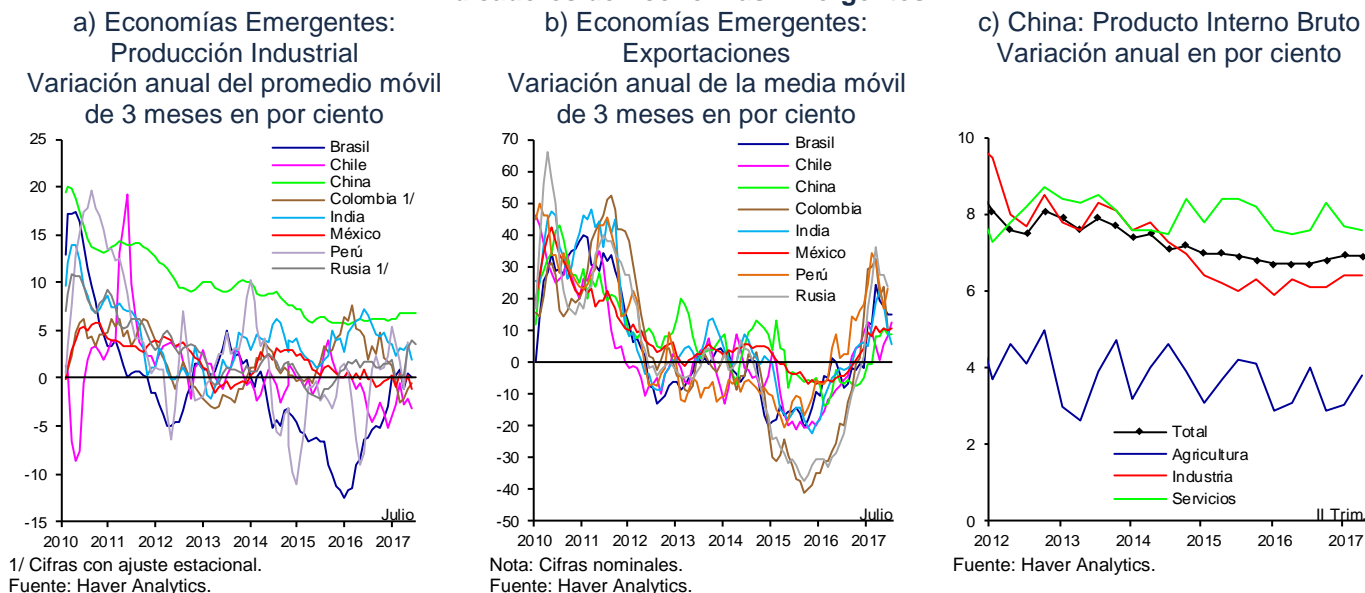


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Office for National Statistics.

En las economías emergentes, la actividad económica también se ha venido fortaleciendo, apoyada tanto por la consolidación del crecimiento del comercio global, como por la mayor demanda interna (Gráfica 66a y Gráfica 66b). En particular, en la mayoría de los países de América Latina se observó una recuperación, en las naciones emergentes de Europa prevaleció un crecimiento relativamente sólido y en las de Asia la expansión fue inclusive mayor a la esperada. Las economías emergentes se han beneficiado de las condiciones financieras internacionales benignas, observándose una entrada de capitales sostenida en lo que va del año.

En el caso de la economía china, la actividad económica mantuvo un ritmo de expansión de 6.9 por ciento anual durante el primer y segundo trimestre de 2017, superando al promedio observado durante 2016 (Gráfica 66c). No obstante, indicadores de actividad como la producción industrial, la inversión fija y las ventas al menudeo de julio apuntan hacia una leve desaceleración para lo que resta del año, en parte reflejando el menor impulso fiscal y los efectos rezagados de las diversas medidas implementadas en los últimos meses tendientes a contener los importantes riesgos que aún persisten en su sector financiero.

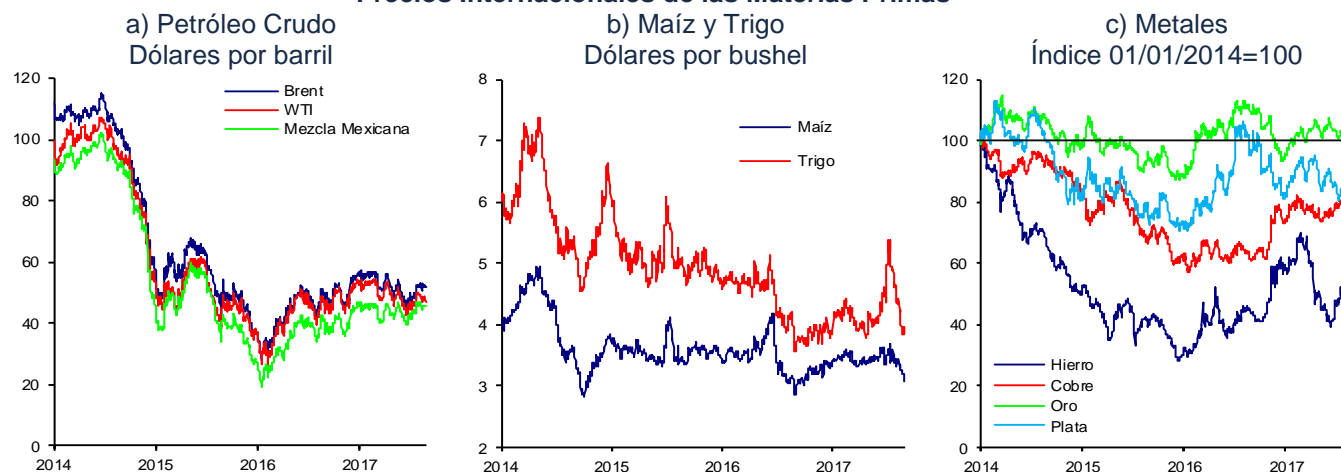
Gráfica 66
Indicadores de Economías Emergentes



3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron un comportamiento volátil y heterogéneo durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del petróleo disminuyeron significativamente durante el segundo trimestre de este año, como resultado de un aumento mayor al esperado en la producción en América del Norte, en particular de Estados Unidos (Gráfica 67a). No obstante, estos precios tuvieron una fuerte recuperación a partir de finales de julio, debido al anuncio de Arabia Saudita de una reducción adicional de sus exportaciones de petróleo crudo. Por su parte, los precios del trigo repuntaron ante las condiciones climatológicas desfavorables en Estados Unidos y en el Sudeste Asiático, si bien los avances registrados se han revertido prácticamente en su totalidad en las últimas semanas (Gráfica 67b). Por último, los precios de los metales industriales crecieron ante un desempeño favorable de la actividad económica mundial (Gráfica 67c).

Gráfica 67
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



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

3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación a nivel mundial se ha mantenido baja en los últimos meses. En la mayoría de las economías avanzadas, esta continuó por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales, debido a la disminución de los precios de la energía, la ausencia de presiones salariales a pesar de la reducción en los niveles de holgura en el mercado laboral, así como, en algunos casos, las reducciones en los precios de ciertos rubros cuyos efectos se consideran transitorios (Gráfica 68a). Este ambiente de baja inflación y presiones salariales reducidas también pareciera estar influido, en parte, por ciertos factores estructurales, como el avance tecnológico y la globalización, ante un crecimiento moderado de la demanda agregada global.

En Estados Unidos, el deflactor del gasto en consumo disminuyó de una tasa anual de 1.8 por ciento en marzo a una de 1.4 por ciento en junio. Si bien dicha debilidad se debió a la volatilidad observada en los precios de los energéticos y de alimentos, el indicador subyacente también mostró una reducción, al pasar de 1.6 por ciento a 1.5 por ciento en dicho periodo. Lo anterior se explica, en parte, por la caída en los precios de ciertos bienes y servicios, tendencia que se considera transitoria.

En la zona del euro, la inflación general disminuyó de una tasa anual de 1.5 por ciento en marzo a 1.3 por ciento en julio, mientras que la inflación subyacente aumentó de 0.7 a 1.2 por ciento en el mismo periodo, aún muy por debajo de la meta de inflación del Banco Central Europeo (BCE) de una cifra inferior pero cercana al 2 por ciento. Cabe destacar que la inflación subyacente se ha visto afectada en los últimos meses por la volatilidad en los rubros de vestimenta y calzado, y en la de los servicios turísticos derivada del efecto calendario de la temporada vacacional.

En el Reino Unido, la tasa de inflación general pasó de 2.3 por ciento en marzo a 2.8 por ciento en mayo, su nivel máximo en cuatro años, para posteriormente descender a 2.6 por ciento en julio, ante el efecto que continúa teniendo en los precios la depreciación que registró durante el año pasado la libra esterlina, en respuesta al anuncio de la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Por su

parte, la inflación subyacente pasó de 1.8 por ciento en marzo a 2.4 por ciento en julio.

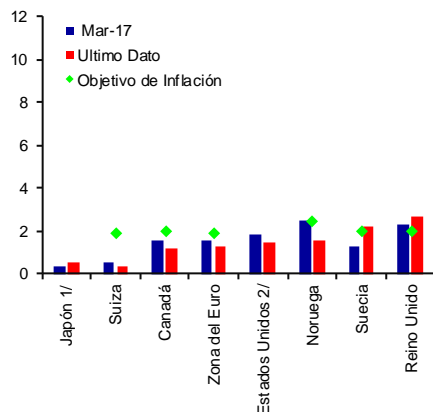
En Japón, la inflación general aumentó de 0.3 por ciento en marzo a 0.5 por ciento en julio debido al impacto del aumento previo en los precios de la energía, mientras que el indicador subyacente, el cual excluye alimentos frescos y energía, avanzó de 0 a 0.1 por ciento en dicho periodo. De acuerdo al Banco de Japón, la debilidad en los precios obedeció en parte a factores temporales, aunque considera que el apretamiento en el mercado laboral y la recuperación en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permitirán que la inflación converja a su objetivo de 2 por ciento en 2019.

En las economías emergentes, las presiones inflacionarias se han moderado, al disminuir los precios de la energía y disiparse los efectos de la depreciación de sus tipos de cambio que se observaron durante el transcurso de 2016. Así, en la mayoría de las economías, la inflación se ubica cerca del objetivo de sus respectivos bancos centrales, e incluso por debajo de este en países como China, India, Corea, Hungría, Chile, Tailandia, entre otros (Gráfica 68b).

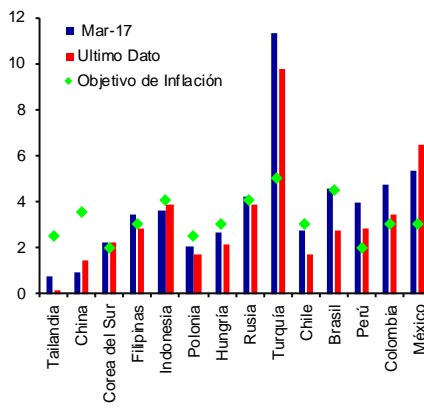
Gráfica 68

Inflación General Anual en Economías Avanzadas y Emergentes y Tasas de Interés de Referencia

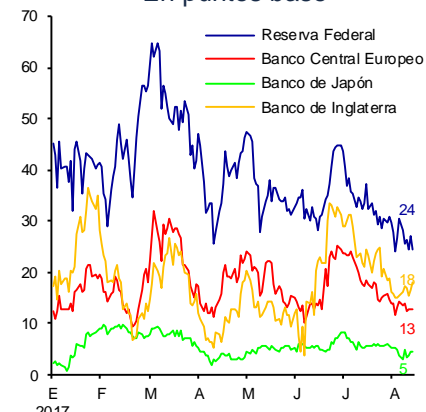
**a) Economías Avanzadas:
Inflación General
En por ciento**



**b) Economías Emergentes:
Inflación General
En por ciento**



**c) Tasa de Referencia de Bancos Centrales Seleccionados Implícita en la Curva OIS 1/ al cierre de 2018
En puntos base**



1/ Excluye alimentos frescos.
2/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo. Cifra con ajuste estacional.
Fuente: Haver Analytics.

Fuente: Haver Analytics.

1/ OIS: swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día.
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg.

3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno de persistente debilidad en la inflación y en sus expectativas, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron posturas de política monetaria acomodaticias. Si bien hacia adelante se prevé un retiro gradual de las medidas extraordinarias de estímulo monetario, persiste la perspectiva de que dichas posturas continuarán siendo laxas en el futuro previsible, para posteriormente acercarse lentamente a una postura más neutral.

La Reserva Federal de los Estados Unidos en su reunión de julio decidió mantener sin cambio su tasa de interés de referencia, después de haberla incrementado en

25 puntos base en su reunión de junio, reconociendo que la inflación ha disminuido y que esta se ubica por debajo de su objetivo de 2 por ciento. En su último comunicado, esa Institución reiteró que la estrategia más apropiada continúa siendo la de un ajuste gradual de su postura de política monetaria. Congruente con ello, la Reserva Federal señaló que prevé iniciar el proceso de reducción de su hoja de balance relativamente pronto. Ante esto, y dado el crecimiento económico moderado y el buen desempeño del mercado laboral, se anticipa que la Reserva Federal anuncie en septiembre de este año sobre el inicio de la reducción del tamaño de su balance y que posiblemente incremente su tasa de interés de referencia en su reunión de diciembre. No obstante, los futuros de la tasa de interés de referencia reflejaron una trayectoria de alzas más lenta de lo que se proyectaba hasta hace unos meses, esto ante las débiles lecturas de la inflación en los últimos meses (Gráfica 68c).

Por su parte, en su reunión de julio, el BCE mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia, dejando abierta la posibilidad de extender su programa de compra de valores en caso de considerarse necesario. Lo anterior se dio después de que en su reunión de junio esa Institución eliminara de su comunicado la referencia a la posibilidad de una reducción adicional en sus tasas de política, al considerar los riesgos al crecimiento como balanceados. Adicionalmente, el BCE dejó entrever que, dada la mejoría en la situación macroeconómica de la región, podría anunciar una reducción al monto mensual de compra de bonos en el otoño, la cual podría iniciar en 2018. No obstante, recalcó que las condiciones monetarias continuarían siendo acomodaticias por un periodo relativamente prolongado.

En su reunión de agosto, el Banco de Inglaterra mantuvo también sin cambio su postura monetaria, al igual que en su reunión de junio. Cabe destacar que en su Comité prevaleció el consenso de que el ritmo de alza de tasas será gradual, reflejando dudas sobre la fortaleza de la actividad económica. A este respecto, esa Institución reiteró que su postura monetaria continuará dependiendo del balance entre una inflación mayor a su objetivo y el nivel de holgura de su economía, sin descuidar los riesgos inflacionarios derivados de la depreciación de la libra esterlina. En su último comunicado señaló que, de evolucionar la economía conforme a sus perspectivas, las condiciones monetarias tendrían que endurecerse a un ritmo menos gradual de lo que reflejan actualmente las tasas implícitas de mercado.

En su reunión de julio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio el monto de su programa de compra de activos y su guía para el control de la curva de rendimientos. Si bien esa Institución revisó a la baja sus pronósticos de inflación y postergó hacia 2019 la fecha en la que estima alcanzar su meta de 2 por ciento, se mostró confiada en que se observe un aumento significativo en la inflación, debido al mayor crecimiento económico y la menor holgura que se ha registrado recientemente en el mercado laboral.

Por su parte, la mayoría de las economías emergentes han enfrentado menores presiones inflacionarias, registrándose incluso recortes en las tasas de interés de referencia en países como Brasil, Colombia, Perú y Sudáfrica. No obstante, en algunas economías, los bancos centrales aumentaron su tasa de interés de política en respuesta a factores idiosincrásicos. Tal es el caso de México, Turquía y República Checa, entre otros.

Durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, los mercados financieros internacionales operaron en un entorno de baja volatilidad, a pesar de la continuación del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos, la incertidumbre relacionada con las políticas económicas que podrían implementarse en dicha economía y la intensificación de riesgos geopolíticos en algunas regiones. En general, los precios de los activos financieros parecen estar incorporando un escenario de recuperación económica global mayor a la prevista hace algunos meses, menores riesgos políticos en la zona del euro y la perspectiva de que se mantenga un entorno de amplia liquidez y de tasas de interés bajas por un periodo prolongado.

En este contexto de menor aversión al riesgo, la expectativa de que los costos de financiamiento se mantengan bajos, aunado a un ambiente de baja volatilidad, propició la búsqueda de rendimientos por parte de inversionistas institucionales a través de la recomposición de carteras hacia activos de mayor riesgo de mercado (Gráfica 69a). En efecto, se continuaron observando flujos de capital hacia las economías emergentes, tanto hacia activos de renta fija, como de renta variable, y se registró una apreciación de la mayoría de las divisas de esos países frente al dólar (Gráfica 69b y Gráfica 69c).

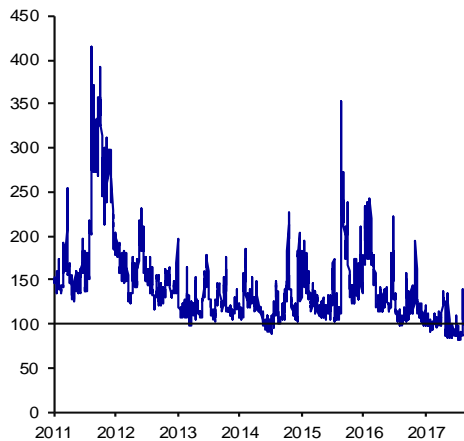
En las economías avanzadas, si bien los mercados accionarios registraron un comportamiento mixto, la mayoría de los principales índices continuaron beneficiándose de las mejores perspectivas de crecimiento y los sólidos resultados corporativos, e incluso algunos de estos alcanzaron nuevos niveles máximos históricos (Gráfica 70). Por otra parte, si bien los rendimientos soberanos de estas economías se mantuvieron en niveles históricamente bajos, recientemente se observó un incremento en las tasas de interés, particularmente en los bonos de mayor plazo, ante la expectativa de que los bancos centrales continúen con el proceso, si bien paulatino, de normalización de su política monetaria.

A pesar de que la probabilidad de que se materialicen riesgos extremos que influyan en el comportamiento de los mercados financieros se ha reducido durante el segundo trimestre en comparación a lo observado durante el primero, esta se mantiene elevada. En este sentido, persiste el riesgo de un posible ajuste desordenado de los mercados financieros, dadas las altas valuaciones de los activos y los riesgos asociados a la incertidumbre respecto a la aprobación de una reforma fiscal en Estados Unidos, de un apretamiento mayor al previsto en las condiciones financieras globales, al proceso de reducción del balance de la Reserva Federal, al escalamiento de riesgos geopolíticos, y a la posibilidad de que se adopten barreras al comercio y a la inversión internacionales.

Gráfica 69

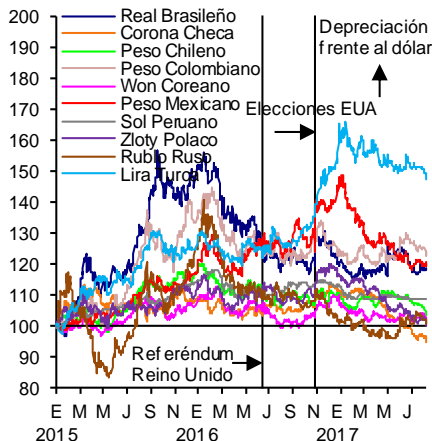
Indicadores Financieros de Economías Emergentes Seleccionadas

a) Volatilidad en Mercados Financieros Internacionales (VIX) ^{1/}
Índice 01/01/2007=100

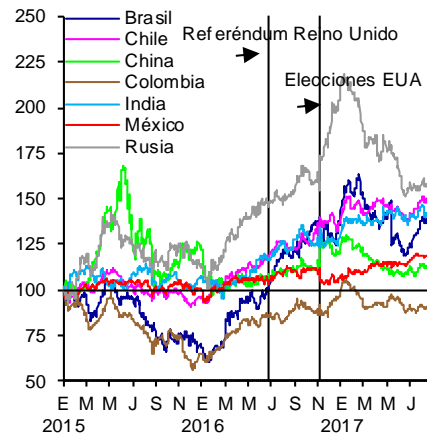


1/ El índice VIX es un indicador ponderado que mide la volatilidad implícita en el mercado de opciones para el S&P 500.
Fuente: Bloomberg.

b) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2015=100



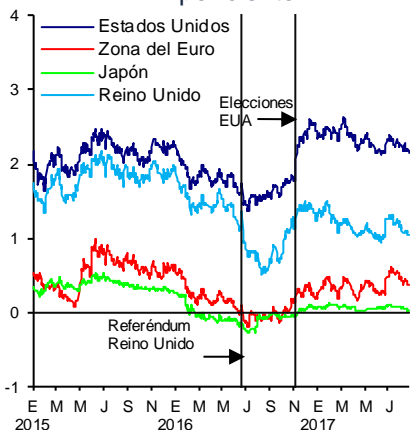
c) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2015=100



Gráfica 70

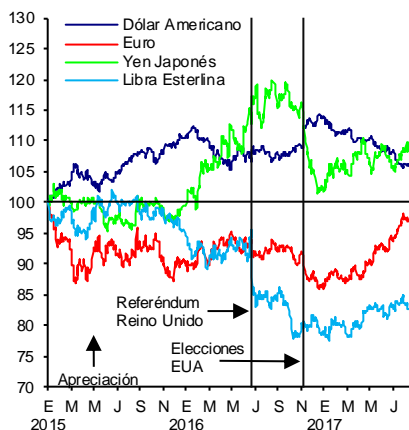
Indicadores Financieros de Economías Avanzadas Seleccionadas

a) Rendimiento de los Bonos a 10 Años
En por ciento

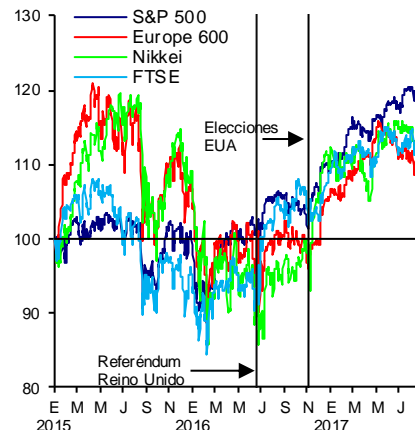


Fuente: Bloomberg.

b) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2015=100



c) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2015=100



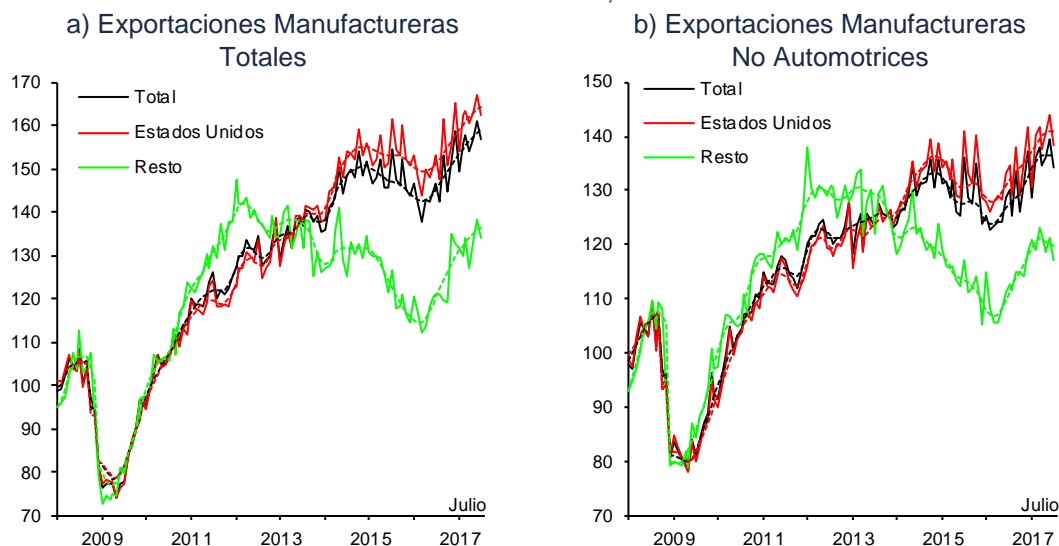
3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

En el segundo trimestre de 2017 la economía mexicana continuó expandiéndose, si bien a una tasa de crecimiento ligeramente menor a la del trimestre previo. Esta expansión reflejó la trayectoria positiva de las exportaciones y del consumo privado, mientras que persistió la debilidad de la inversión.

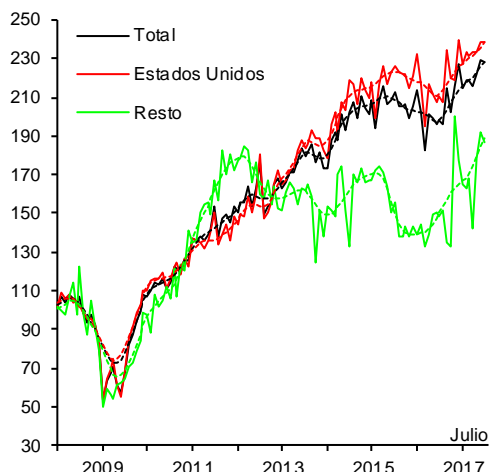
En cuanto a la demanda externa, en el periodo abril – julio del año en curso el gradual fortalecimiento de la actividad económica a nivel global y la depreciación acumulada del tipo de cambio real durante los últimos años contribuyeron a que las exportaciones manufactureras de México continuaran recuperándose, después de la tendencia negativa que exhibieron en 2015 y principios de 2016. Esta reactivación de las exportaciones se observó en las destinadas a Estados Unidos y al resto del mundo (Gráfica 71a). Asimismo, el mejor desempeño se registró tanto en las exportaciones automotrices, como en las exportaciones manufactureras no automotrices (Gráfica 71b y Gráfica 71c). En contraste, las exportaciones petroleras mostraron una disminución en el segundo trimestre del año y siguieron ubicándose en niveles particularmente bajos. Dicha contracción se originó por un menor precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación y una reducción en la plataforma de crudo para exportación respecto al trimestre previo (Gráfica 71d).

Gráfica 71
Exportaciones de México
Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

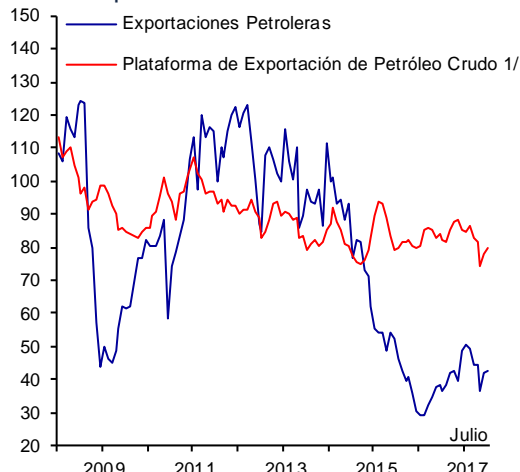
c) Exportaciones Manufactureras Automotrices



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

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

d) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



a. e. / Serie con ajuste estacional basada en información en dólares nominales.

1/ Promedio móvil de tres meses de barriles diarios de la serie con ajuste estacional.

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

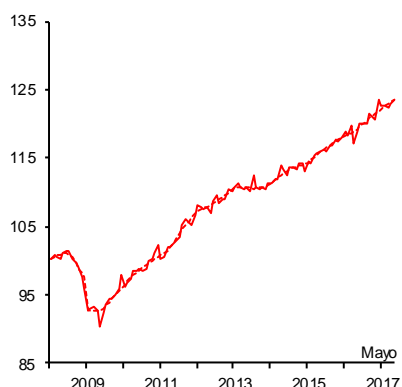
El indicador mensual del consumo privado en el mercado interior continuó presentando una tendencia positiva, si bien mostró cierta desaceleración en el bimestre abril – mayo respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016. A su interior, destaca que el consumo de bienes nacionales ha registrado una pérdida de dinamismo, al tiempo que el de bienes importados ha exhibido una recuperación, lo cual pudiera estar asociado, en parte, a la apreciación que recientemente ha presentado la moneda nacional respecto al dólar de Estados Unidos (Gráfica 72a y Gráfica 72b). Asimismo, sobresale que el consumo de servicios ha seguido mostrando un elevado ritmo de expansión.

- iii. En este contexto, los determinantes del consumo privado se han mantenido en niveles elevados, aunque han mostrado cierta desaceleración en lo que va del año. En particular, la masa salarial real ha continuado ubicándose en niveles superiores a los observados en 2008, si bien ha exhibido un estancamiento en los trimestres más recientes, como consecuencia del efecto que ha tenido la inflación sobre las remuneraciones reales (Gráfica 73a). Adicionalmente, los ingresos por remesas siguieron en niveles especialmente altos, en tanto que se moderó el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares (Gráfica 73b y ver Sección 3.2.3). Por su parte, la confianza del consumidor siguió recuperándose, después de la fuerte caída registrada en enero pasado, si bien se mantuvo en niveles bajos respecto a lo observado hacia finales de 2015 e inicios de 2016 (Gráfica 73c).
- iv. Indicadores más oportunos del consumo pero de menor cobertura, como los ingresos en establecimientos comerciales al por menor y las ventas de vehículos ligeros, han mostrado una desaceleración. En efecto, se ha observado una incipiente tendencia negativa en las ventas internas de

vehículos, después de la expansión que registraron en 2016, al tiempo que los ingresos en las empresas comerciales al por menor han mostrado un menor dinamismo respecto a lo exhibido en la primera mitad de 2016 (Gráfica 72c).

Gráfica 72
Indicadores de Consumo
Índice 2008=100, a. e.

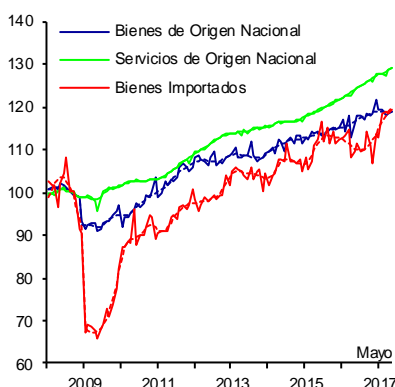
a) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior



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 (SCNM), INEGI.

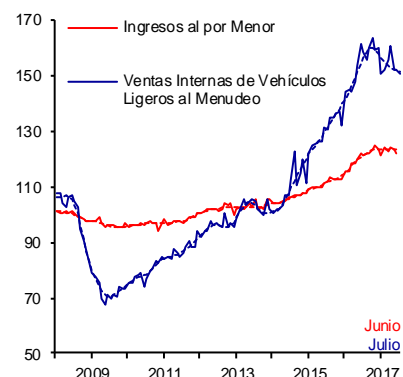
b) Componentes del Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior



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 (SCNM), INEGI.

c) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor

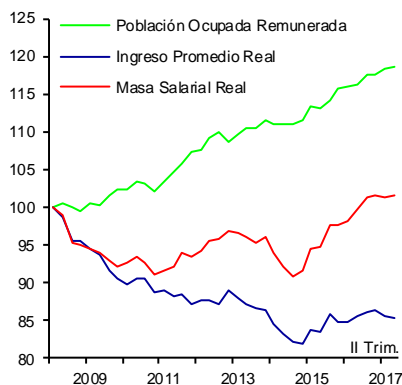


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA) y de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI.

Gráfica 73
Determinantes del Consumo

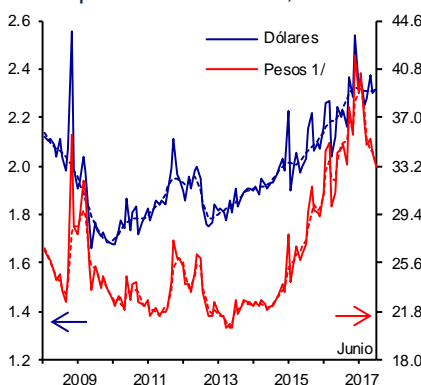
a) Masa Salarial Real Total
Índice I-2008=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

b) Remesas
Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.

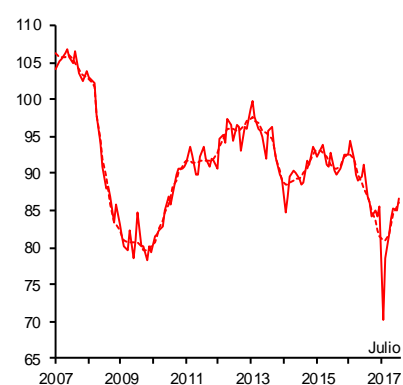


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ A precios de la segunda quincena de diciembre de 2010.

Fuente: Banco de México e INEGI.

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



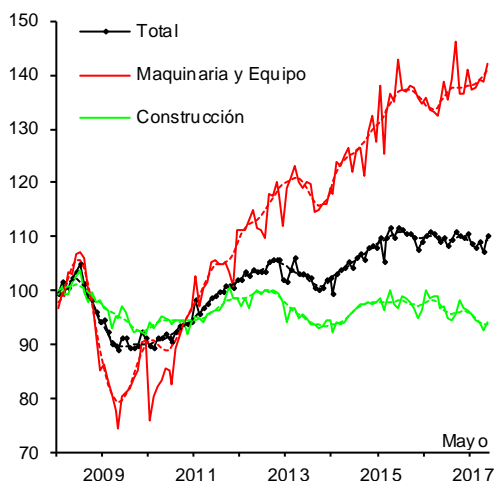
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

Por su parte, durante el bimestre abril – mayo de 2017 prevaleció el estancamiento que la inversión ha venido exhibiendo desde mediados de 2015 (Gráfica 74a). En particular, la inversión en maquinaria y equipo registró un débil desempeño, derivado de un cambio de tendencia desfavorable en el componente nacional, al tiempo que el de origen importado no muestra señales claras de recuperación (Gráfica 74b). En cuanto al gasto de inversión en construcción, este siguió presentando una trayectoria decreciente como consecuencia de que el rubro no residencial continuó con la tendencia negativa que ha mostrado por varios años, a la vez que en meses más recientes el componente residencial comenzó a exhibir una trayectoria decreciente (Gráfica 74c). De manera relacionada, por sector contratante, el comportamiento desfavorable del gasto en construcción ha sido resultado de que a la trayectoria negativa del gasto en inversión pública se ha añadido en lo que va del año una desaceleración del gasto privado (Gráfica 74d). Cabe notar que es posible que la incertidumbre que ha prevalecido en torno al futuro de la relación bilateral entre México y Estados Unidos haya tenido un efecto adverso sobre la inversión privada en México en los últimos trimestres.

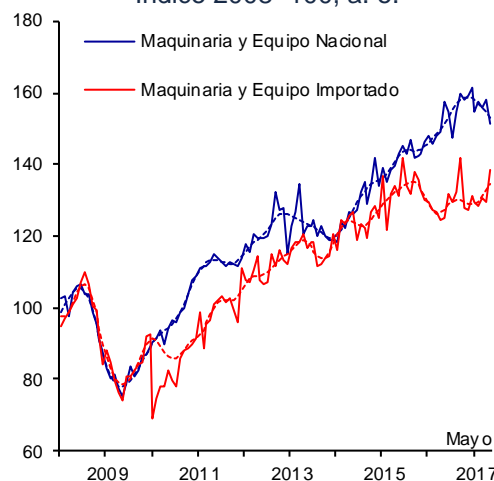
Gráfica 74
Indicadores de Inversión

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



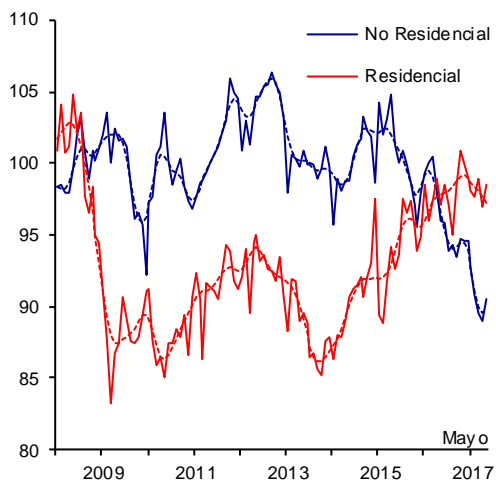
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

b) Inversión en Maquinaria y Equipo
Nacional e Importado
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 (SCNM), INEGI.

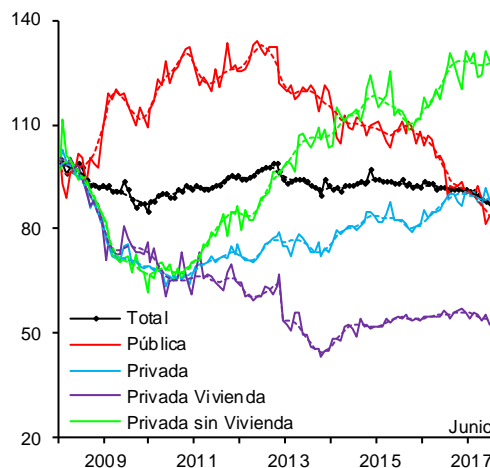
c) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial
Índice 2008=100, a. e.



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 (SCNM), INEGI.

d) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índice enero 2008=100, a. e.

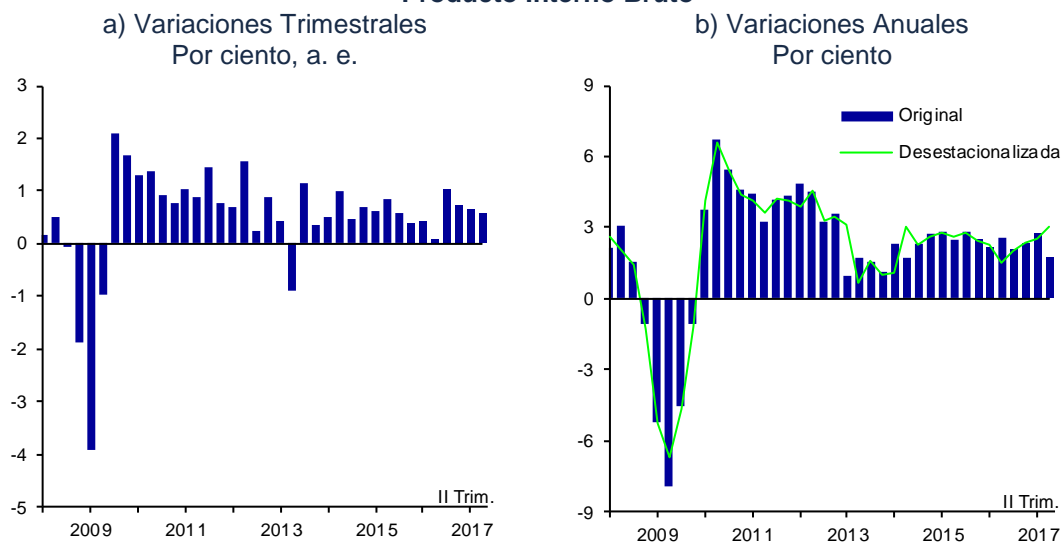


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENEC, INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto el total.

Con relación al comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, en el segundo trimestre del año en curso el PIB aumentó 0.57 por ciento respecto al periodo previo con cifras ajustadas por estacionalidad, luego de haber mostrado avances trimestrales de 0.72 y 0.66 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, en ese orden. En su comparación anual con datos desestacionalizados, la actividad económica nacional presentó en el periodo abril – junio de 2017 un crecimiento anual de 3.0 por ciento, después de alzas anuales de 2.3 y 2.6 por ciento exhibidas en el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre del año en curso, respectivamente. Con datos sin ajuste estacional, en el trimestre que se reporta el PIB se expandió 1.8 por ciento a tasa anual, cifra que se compara con el incremento anual de 2.3 por ciento registrado en el cuarto trimestre de 2016 y de 2.8 por ciento en el periodo enero – marzo de 2017 (Gráfica 75).

Gráfica 75
Producto Interno Bruto



a. e. / Serie con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

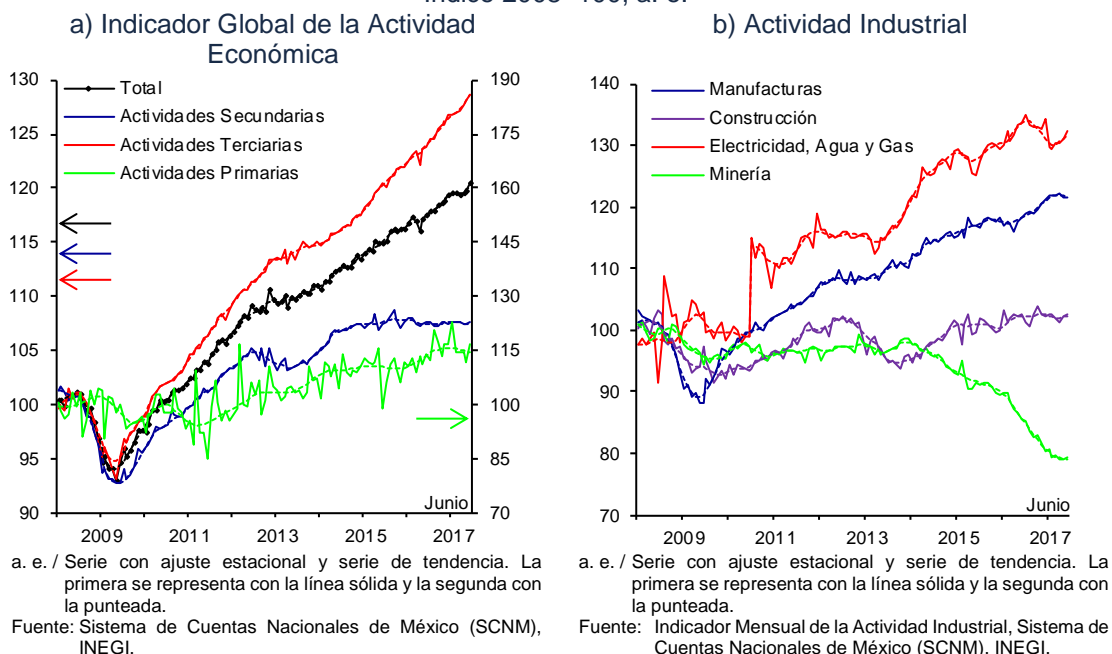
La expansión de la actividad económica en el segundo trimestre de 2017 siguió reflejando el dinamismo de las actividades terciarias, toda vez que prevaleció el estancamiento que la actividad industrial ha venido presentando desde mediados de 2014, al tiempo que las actividades primarias registraron una contracción (Gráfica 76a). En particular:

- i. Al interior de la actividad industrial, en el periodo que se reporta la actividad manufacturera mostró una pérdida de dinamismo respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016 (Gráfica 76b). Este comportamiento reflejó un cambio de tendencia desfavorable de las manufacturas sin equipo de transporte, toda vez que el rubro de equipo de transporte mantuvo una trayectoria positiva (Gráfica 77). En particular, a la contracción trimestral de las manufacturas sin equipo de transporte contribuyeron principalmente las caídas en los subsectores de industria química; fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón –debido, en parte, a los bajos niveles de refinación, que se juzgan transitorios–; fabricación de productos metálicos; e industrias metálicas básicas. En contraste, sobresale el crecimiento de los subsectores de equipo de computación, comunicación, medición y otros equipos componentes y accesorios electrónicos; y de la industria de las bebidas y el tabaco, de manera congruente con el dinamismo exportador que estos rubros han exhibido desde el segundo semestre de 2016.
- ii. Por su parte, la actividad de la construcción continuó presentando un débil desempeño (Gráfica 76b). En específico, si bien el rubro de edificación ha mostrado cierta recuperación, esta se ha visto contrarrestada por la tendencia negativa en el gasto en obras de ingeniería civil, resultado, en buena medida, de una menor obra contratada por parte del sector público.
- iii. Asimismo, en el periodo abril – junio de 2017 la minería siguió contrayéndose, aunque su grado de deterioro se moderó en los últimos meses respecto a lo observado en 2016 y principios de 2017, como

reflejo de cierta estabilización en la plataforma de producción de petróleo crudo (Gráfica 76b). No obstante, hacia finales de julio y principios de agosto la plataforma de producción de petróleo crudo nuevamente se contrajo de manera importante (Gráfica 78a). Adicionalmente, los servicios relacionados con la minería continuaron ubicándose en niveles particularmente bajos (Gráfica 78b).

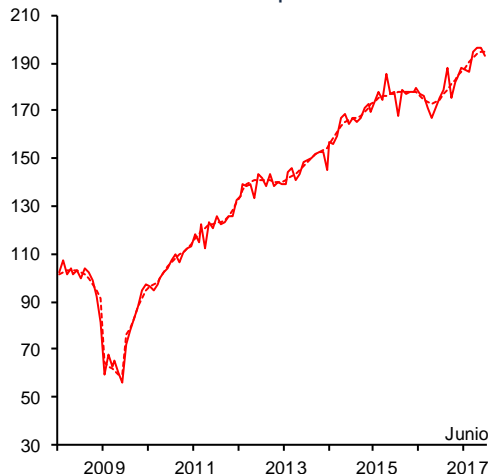
- iv. En contraste, el sector de electricidad, agua y suministro de gas por ductos exhibió cierta mejoría en los últimos meses, aunque no ha recuperado los niveles alcanzados en 2016 Gráfica 76b).

Gráfica 76
Indicadores de Producción
 Índice 2008=100, a. e.



Gráfica 77
Sector Manufacturero
 Índice 2008=100, a. e.

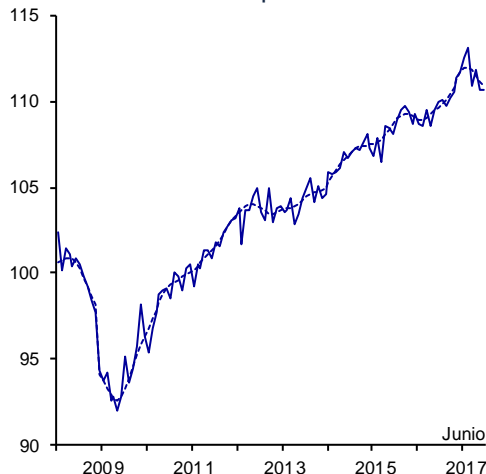
a) Subsector Manufacturero de Equipo de Transporte



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 (SCNM), INEGI.

b) Sector Manufacturero sin Equipo de Transporte



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

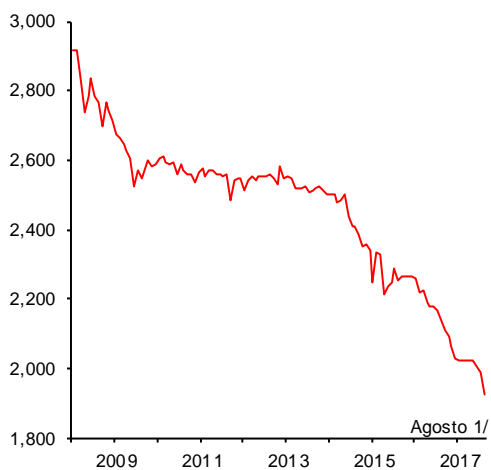
Fuente: Elaboración y desestacionalización del Banco de México con cifras del Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 78

Plataforma de Producción Petrolera y Sector Minero

a) Plataforma de Producción de Petróleo Crudo

Miles de barriles diarios, a. e.

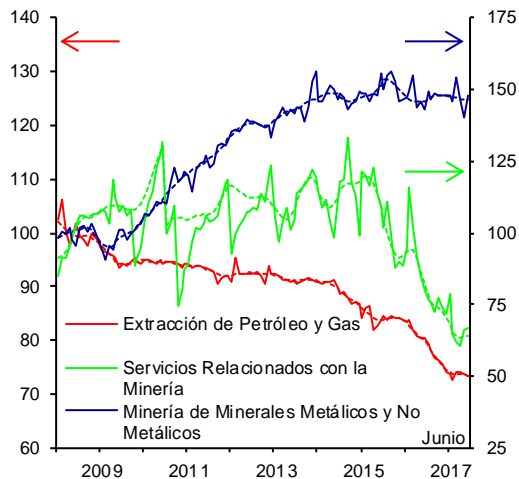


a. e. / Serie con ajuste estacional.
 1/ Cifras al 20 de agosto de 2017.

Fuente: Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de PEMEX.

b) Componentes del 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.

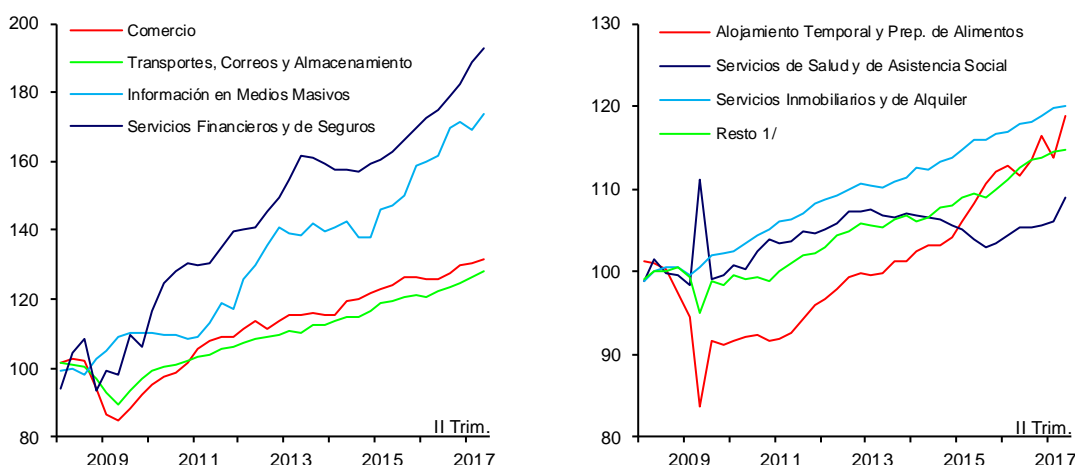
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

- v. En cuanto a la actividad de los servicios, en el periodo abril – junio de 2017 estos continuaron mostrando una tendencia positiva. A dicho comportamiento contribuyó, principalmente, el crecimiento en los rubros

de servicios financieros y de seguros; información en medios masivos; transportes, correos y almacenamiento; comercio; y servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas (Gráfica 79). En particular, el desempeño de estos dos últimos ha sido congruente con el dinamismo que han exhibido el comercio exterior y la actividad turística del país.

- vi. La contracción de las actividades primarias en el segundo trimestre de 2017 se derivó, en buena medida, de una menor superficie sembrada del ciclo primavera – verano, así como de una caída en la producción de algunos cultivos, principalmente caña de azúcar y aguacate.

Gráfica 79
Producto Interno Bruto: Servicios
 Índice 2008=100, a. e.



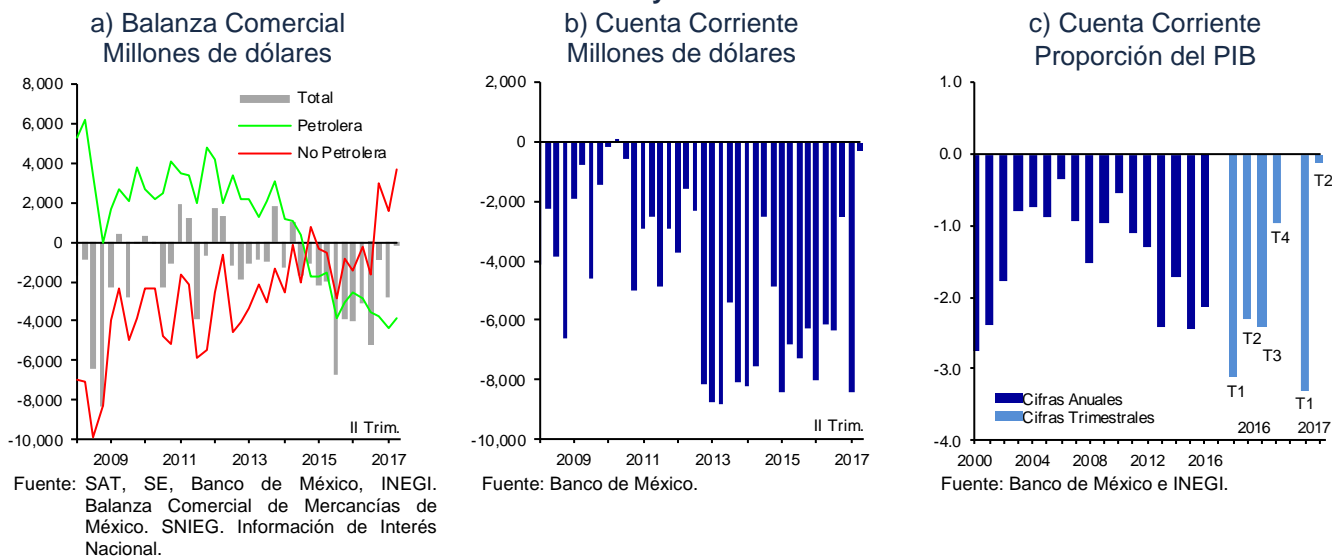
a. e. / Serie con ajuste estacional.
 1/ Incluye servicios profesionales; corporativos; servicios de apoyo a los negocios; servicios educativos; servicios de esparcimiento; otros servicios, y actividades del gobierno.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

En el segundo trimestre del año, el déficit de la cuenta corriente resultó menor al del segundo trimestre de 2016. En particular, en el periodo abril – junio de 2017 el déficit de la cuenta corriente fue de 0.1 por ciento del PIB (0.3 miles de millones de dólares), cifra que se compara con la de 2.3 por ciento del PIB (6.1 miles de millones de dólares) registrada en el segundo trimestre de 2016 (Gráfica 80b y Gráfica 80c).¹⁸ La disminución anual en el déficit de la cuenta corriente se originó en buena medida por una reducción en el déficit de la balanza comercial de mercancías. En efecto, en el segundo trimestre de 2017 el déficit comercial total se situó en 0.1 miles de millones de dólares, monto inferior al registrado en el segundo trimestre de 2016 de 3.1 miles de millones de dólares (Gráfica 80a). A su vez, dicho comportamiento se derivó de un aumento en el saldo de la balanza no petrolera, que pasó de un déficit en el segundo trimestre de 2016 a un superávit en el periodo abril – junio de 2017, acumulando así tres superávits trimestrales consecutivos, en un contexto en el que el gradual fortalecimiento de la actividad económica a nivel global y un nivel más depreciado en términos reales de la moneda nacional contribuyeron a que las exportaciones manufactureras de México continuaran recuperándose. En contraste, el déficit comercial petrolero siguió ampliándose,

¹⁸ Debido a que varios de los componentes de la cuenta corriente presentan estacionalidad, cobra relevancia la comparación con relación a los resultados reportados para el mismo periodo del año previo.

como resultado principalmente de la contracción en la plataforma de petróleo crudo para exportación y de mayores importaciones de productos petroleros. A la reducción anual en el déficit de la cuenta corriente también contribuyó de manera importante un menor déficit en la balanza de ingreso primario y, en menor medida, el incremento en los superávits de las cuentas de remesas y de viajes.

Gráfica 80
Balanza Comercial y Cuenta Corriente



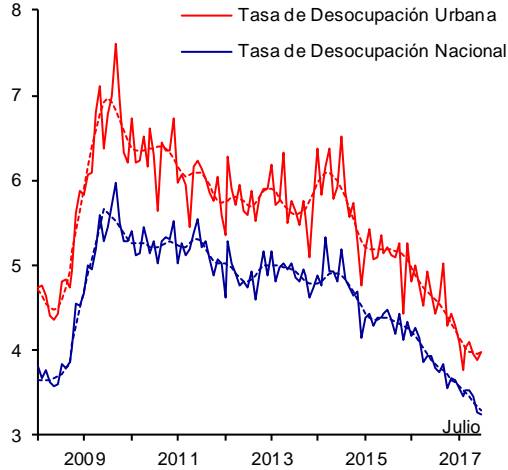
3.2.2. Mercado Laboral

En el periodo que se reporta, las condiciones en el mercado laboral continuaron estrechándose, de tal modo que dicho mercado parecería no tener holgura (Gráfica 81). En particular, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana siguieron mostrando una tendencia decreciente, al tiempo que, si bien la tasa de participación laboral mantuvo cierta tendencia negativa, la población ocupada se incrementó. En el mismo sentido, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo una trayectoria positiva, lo cual contribuyó a que la tasa de informalidad laboral siguiera disminuyendo. Así, tanto la tasa de desocupación urbana como la tasa de informalidad laboral continuaron ubicándose alrededor de los niveles más bajos de los últimos doce años.¹⁹

¹⁹ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral se miden con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la cual comenzó a levantarse en 2005.

Gráfica 81
Indicadores del Mercado Laboral

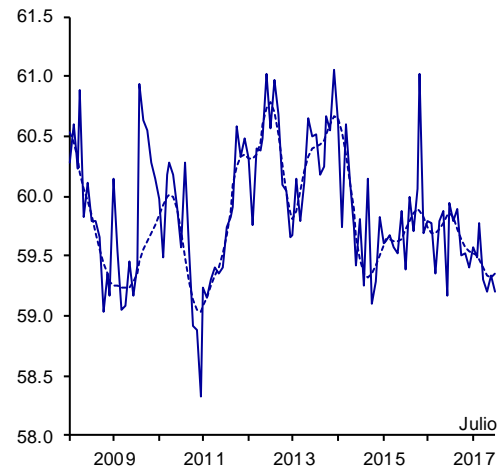
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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.

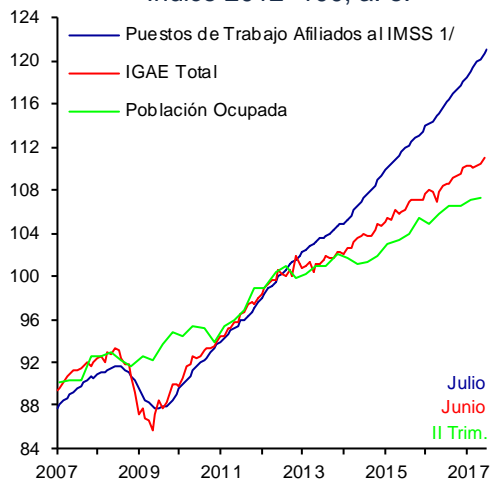


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{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.

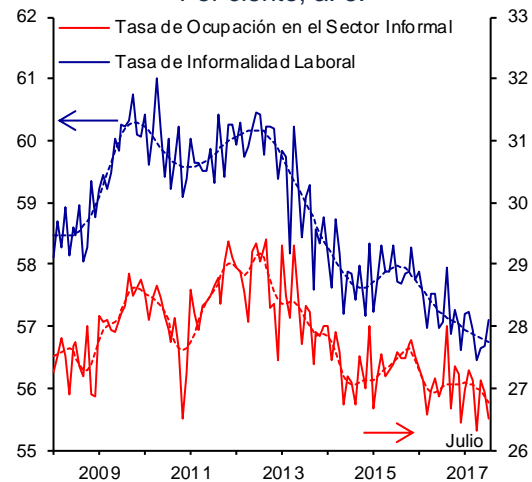


a. e. / Serie con ajuste estacional.

^{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).

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.

Los principales indicadores salariales registraron crecimientos nominales superiores al 4 por ciento en el trimestre que se reporta (Gráfica 82). En particular, la tasa de variación anual del salario promedio de los trabajadores asalariados en la economía se ubicó en 4.4 por ciento en el periodo abril – junio de 2017. Asimismo, en el periodo de referencia, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS mostró un aumento anual de 4.9 por ciento, en tanto que la revisión de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal fue de 4.6 por ciento en promedio.

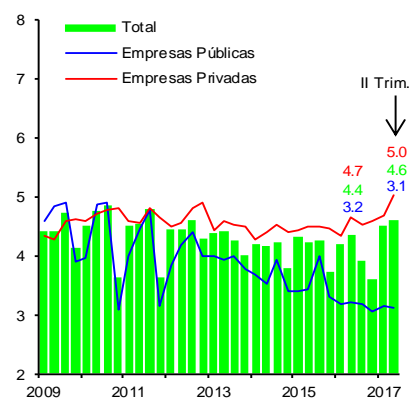
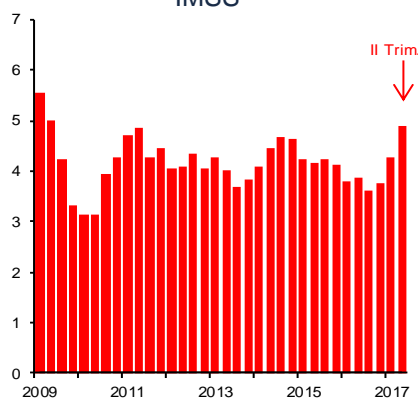
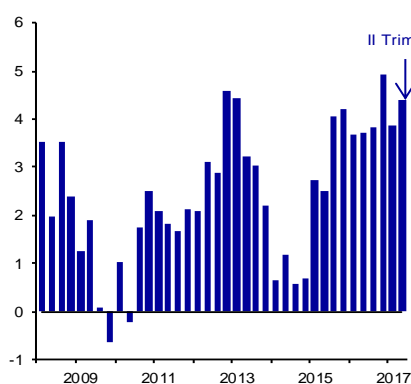
Gráfica 82

Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento
 b) Salario Diario Asociado a Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}

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

c) Salario Contractual Nominal ^{3/}



1/ 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 reportado de cero o que no lo reportaron.
 2/ Durante el segundo trimestre de 2017 se registraron en promedio 19.1 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.
 3/ 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 2.3 millones.
 Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

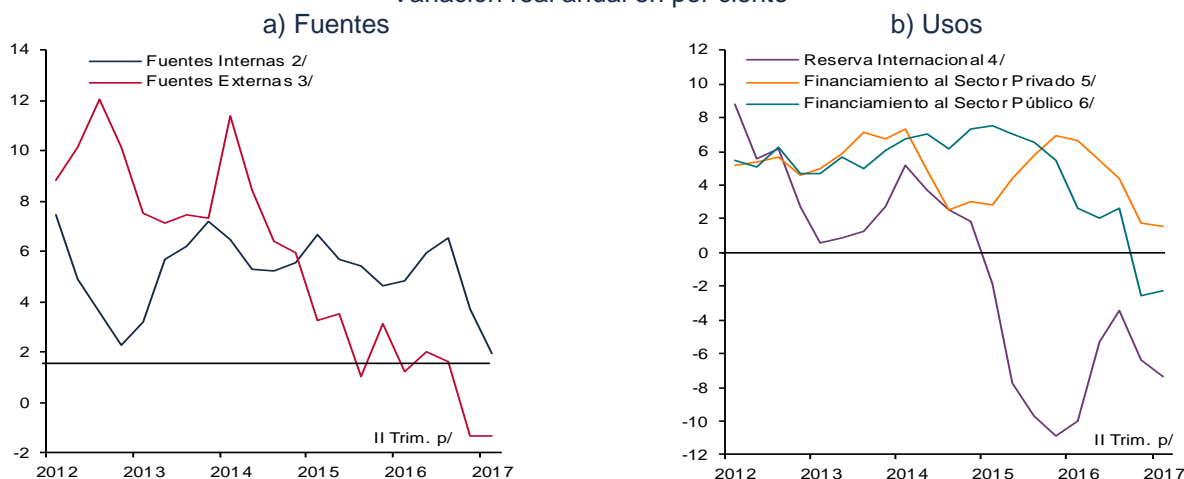
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País ²⁰

Las fuentes de recursos financieros de la economía se desaceleraron durante el segundo trimestre de 2017. En particular, su variación real anual fue de 0.6 por ciento, cifra inferior al 1.7 por ciento observado en el trimestre anterior. Ello obedeció a un menor ritmo de crecimiento de las fuentes internas, en un contexto en el que las fuentes externas continuaron contrayéndose (Gráfica 83a). En este entorno de menor crecimiento de las fuentes de recursos financieros, los distintos sectores de la economía han disminuido su uso de recursos de forma generalizada (Gráfica 83b). En particular, el financiamiento al sector público continuó reduciéndose como reflejo de la estrategia de consolidación fiscal del Gobierno Federal; de hecho, aun excluyendo el efecto del remanente de operación del Banco de México, el financiamiento al sector público federal muestra una desaceleración en su ritmo de expansión. Asimismo, el financiamiento total destinado al sector privado siguió creciendo a tasas reales relativamente bajas, si bien con cierta heterogeneidad en sus componentes.

²⁰ En esta sección, a menos de que se indique lo contrario, las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

En lo que respecta a las fuentes de recursos financieros de la economía, las fuentes internas –medidas por el agregado monetario M4 en poder de residentes– moderaron su ritmo de expansión de 3.7 a 1.9 por ciento real anual entre los primeros dos trimestres de 2017, reflejando primordialmente el desempeño de la actividad económica, así como el efecto de la mayor inflación sobre el crecimiento en términos reales del saldo de los activos financieros (Gráfica 84a). Lo anterior fue resultado de una desaceleración tanto del M4 voluntario como del M4 obligatorio (Gráfica 84b). En relación con este último punto, las siefores han sustituido parte de su tenencia de instrumentos que forman parte de los agregados monetarios, como valores nacionales de renta fija, en favor de otro tipo de títulos, como valores externos o instrumentos de renta variable. Por su parte, las fuentes externas se contrajeron en 1.3 por ciento real anual en el segundo trimestre del año, cifra igual a la registrada en el primer trimestre (Gráfica 84a). Lo anterior obedeció en buena medida a la sostenida disminución de recursos externos, tanto bancarios como de mercado, canalizados a financiar a las empresas en México. En contraste, el ahorro financiero de no residentes en el país continuó recuperándose respecto al año anterior, reflejando una mayor tenencia de bonos gubernamentales de corto plazo por parte de extranjeros, toda vez que su tenencia de valores de mediano y largo plazo se mantuvo prácticamente sin cambio (Gráfica 84c). Asimismo, se ha venido incrementando la inversión en títulos de renta variable por parte de no residentes.

Gráfica 83
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Variación real anual en por ciento ^{1/}



p/ Cifras preliminares.

1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de residentes.

3/ 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 externo al sector privado no financiero.

4/ Se constituye por las divisas y el oro propiedad del Banco de México, que se hallen libres de todo gravamen y cuya disponibilidad no esté sujeta a restricción alguna; la posición a favor de México con el FMI derivada de las aportaciones efectuadas a dicho organismo; las divisas provenientes de financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria del FMI y otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, de bancos centrales y de otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera. No se consideran las divisas pendientes de recibir por operaciones de compraventa contra moneda nacional, y se deducen los pasivos del Banco de México en divisas y oro, excepto los que sean a plazo mayor de seis meses al tiempo de hacer el cómputo de la reserva, y los correspondientes a los financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria anteriormente mencionados. Ver artículo 19 de la Ley del Banco de México.

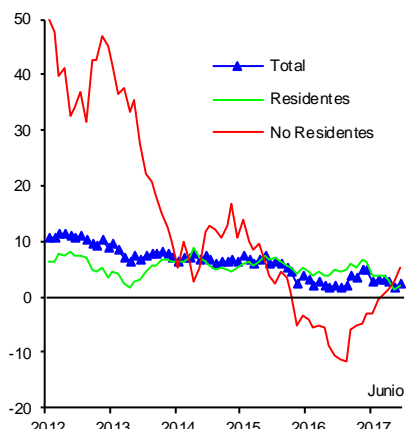
5/ Se refiere a la cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste), la emisión de deuda interna y el financiamiento externo. Incluye programas de reestructura.

6/ Incluye el financiamiento al sector público federal, así como el destinado a los estados y municipios.

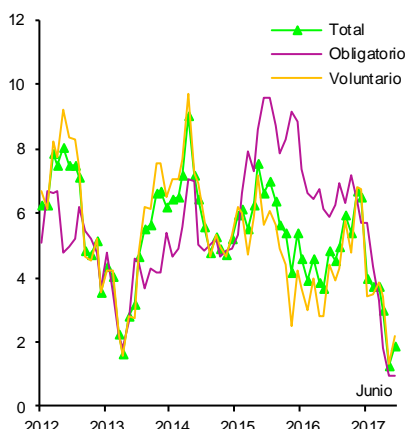
Fuente: Banco de México.

Gráfica 84
Agregado Monetario M4 ^{1/}

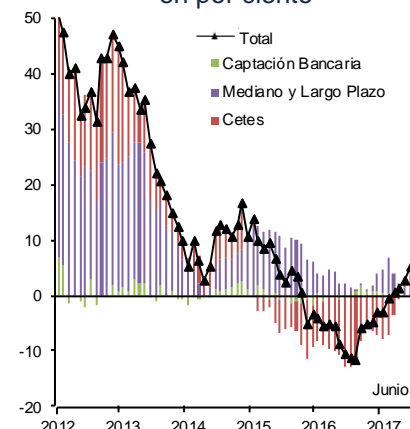
a) Total
Variación real anual en por ciento



b) En poder de Residentes
Variación real anual en por ciento



c) En poder de No Residentes
Contribución a la variación real anual en por ciento



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.
Fuente: Banco de México.

En lo que toca a la utilización de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se contrajo a tasa real anual por segundo trimestre consecutivo. En particular, su ritmo de variación en el segundo trimestre de 2017 fue de -2.3 por ciento, lo que se compara con uno de -2.6 por ciento en el trimestre previo. Ello se explica por el esfuerzo de consolidación fiscal que ha venido haciendo el Gobierno Federal, la mayor recaudación y el menor ejercicio del gasto público respecto al programa, además del entero en el primer trimestre del año del remanente de operación del Banco de México por 321.7 miles de millones de pesos. Como se explicó en el Informe anterior, es importante subrayar que el financiamiento al sector público federal habría registrado una desaceleración en su tasa de crecimiento real anual respecto del mismo trimestre del año anterior aun si se excluyera el efecto del remanente de operación del Banco de México sobre el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público. Por su parte, el saldo de la reserva internacional en el segundo trimestre de 2017 se redujo ligeramente en relación con su nivel en el primer trimestre del año.²¹

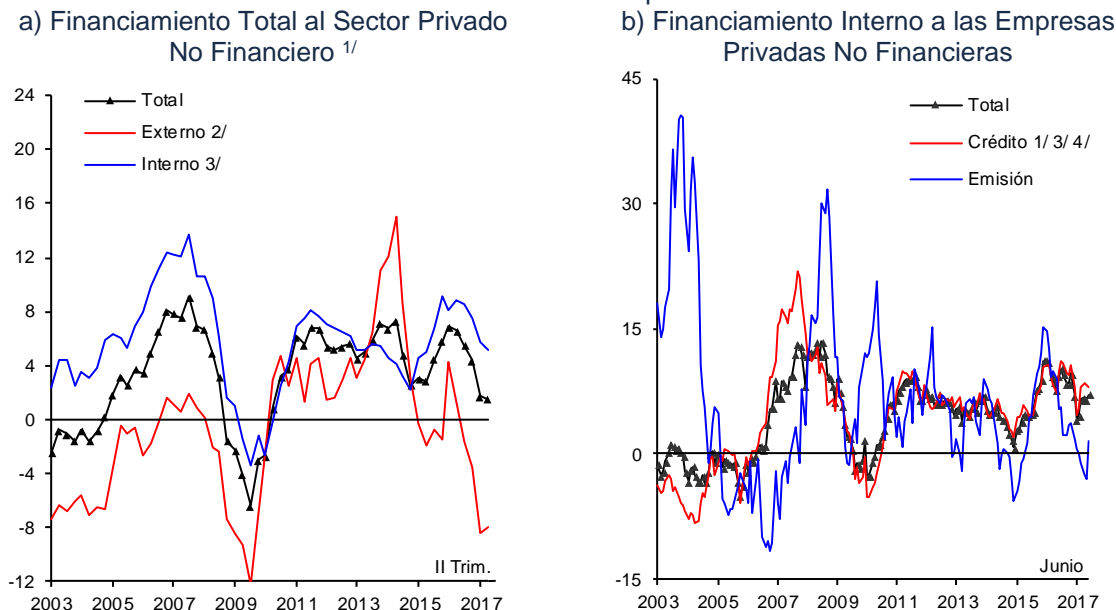
El financiamiento total al sector privado no financiero moderó ligeramente su ritmo de expansión durante el segundo trimestre de 2017, al registrar una variación real anual de 1.5 por ciento, cifra que se compara con el crecimiento de 1.7 por ciento del primer trimestre del año (Gráfica 85a). A su interior, sus componentes siguieron mostrando un comportamiento mixto, destacando un mayor crecimiento del financiamiento interno a las empresas –que refleja en buena medida la sustitución

²¹ La variación real anual en pesos de la reserva internacional se obtiene a través del método de flujos efectivos revalorizados. Ello consiste en multiplicar la variación anual absoluta en dólares por el tipo de cambio promedio del periodo; sumar a esta cantidad el saldo inicial de la reserva internacional en pesos, para obtener el saldo final ajustado de la reserva internacional en pesos, deflactar ambos saldos en pesos con el INPC y, por último, calcular su variación anual. Así, en términos de dólares, entre el segundo trimestre de 2016 y el mismo trimestre de 2017, la reserva internacional disminuyó en 3.2 miles de millones de dólares. Esta cifra expresada en pesos utilizando el tipo de cambio promedio en el periodo equivale a una reducción anual de 251 miles de millones de pesos, lo que sumado al saldo de 3,399 miles de millones de pesos de la reserva internacional al segundo trimestre de 2016 implica una variación real anual de -7.4 por ciento. Para referencia, la variación nominal anual, en dólares, de la reserva internacional en el periodo fue de -1.8 por ciento.

de pasivos externos por internos por parte de las empresas grandes— y una desaceleración del crédito a los hogares.

Gráfica 85
Financiamiento al Sector Privado No Financiero

Variación real anual en por ciento



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.
 2/ Las cifras del financiamiento externo correspondientes al segundo trimestre de 2017 son preliminares.
 3/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 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.

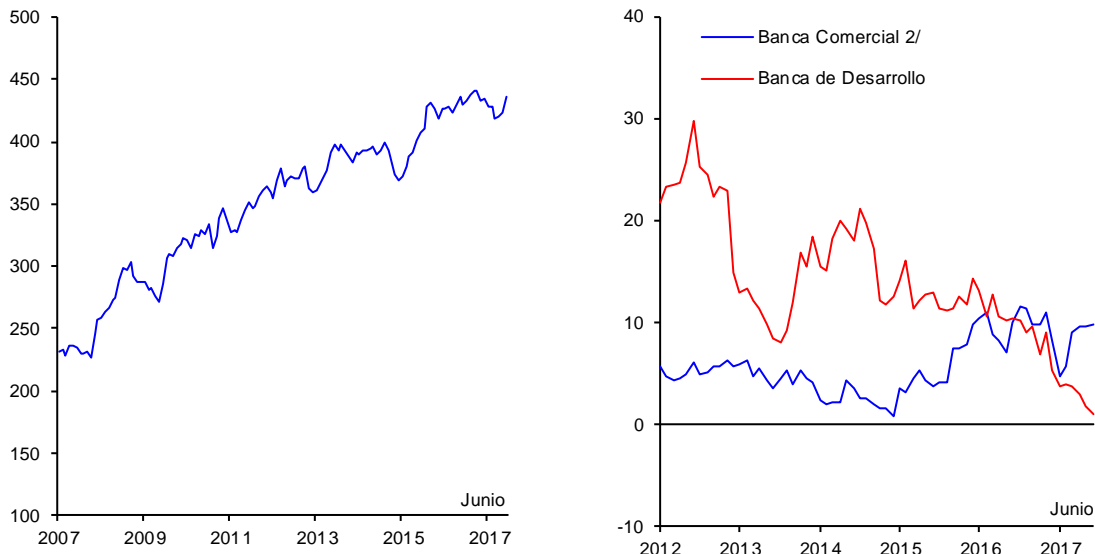
Profundizando en lo anterior, el financiamiento del exterior a las empresas continuó contrayéndose de forma significativa, lo cual ha sido compensado por el dinamismo del financiamiento interno. En particular, en el trimestre de referencia el financiamiento interno a las empresas registró un crecimiento real anual de 7.1 por ciento, tasa mayor a la observada al cierre del trimestre previo cuando se expandió en 6.6 por ciento (Gráfica 85Gráfica 33b). Este mayor crecimiento del financiamiento interno a las empresas obedece a la expansión del crédito de la banca comercial –sobre todo a empresas grandes– y, en menor medida, a una incipiente reactivación de la emisión de deuda en el mercado interno (Gráfica 86). Lo anterior, a pesar de que los costos del financiamiento en el mercado interno han seguido aumentando, reflejando los incrementos en el objetivo del Banco de México sobre la tasa de interés interbancaria a un día (Gráfica 87a y Gráfica 87b). Por su parte, los índices de morosidad de la cartera de crédito de la banca se mantuvieron en niveles bajos (Gráfica 87c).

Gráfica 86

Financiamiento Interno a Empresas Privadas No Financieras

a) Valores en Circulación
Saldos en miles de millones de pesos de junio de 2016

b) Crédito Vigente ^{1/}
Variación real anual en por ciento



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.
2/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Las cifras se ajustan para no verse afectadas por el traspaso de créditos puente.
Fuente: Banco de México.

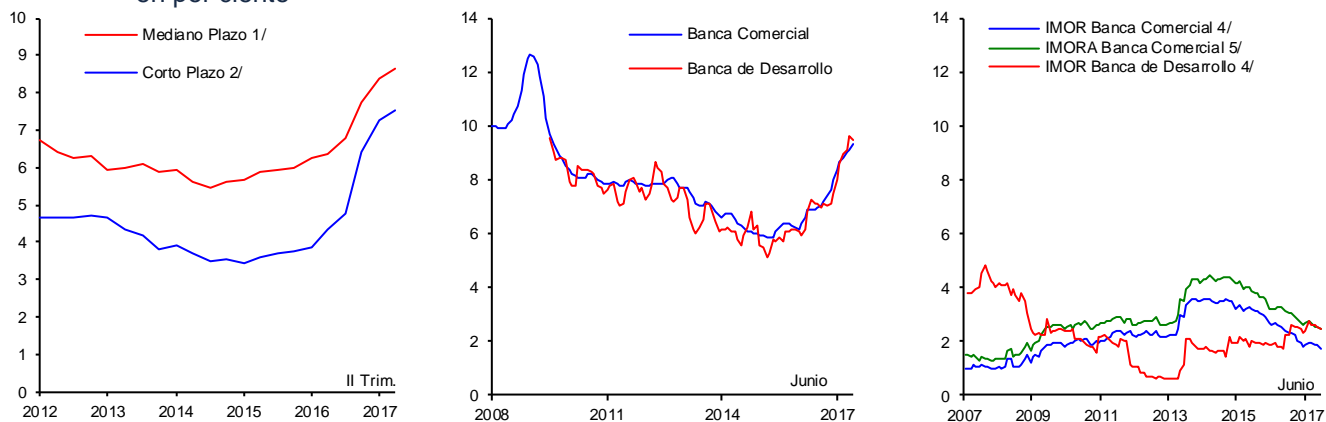
Gráfica 87

Tasas de Interés Anual e Índices de Morosidad de las Empresas Privadas No Financieras

a) Tasas de Interés Anual de Valores Privados Promedio del trimestre en por ciento

b) Tasas de Interés Anual de Nuevos Créditos ^{3/} Por ciento anual

c) Índices de Morosidad Por ciento

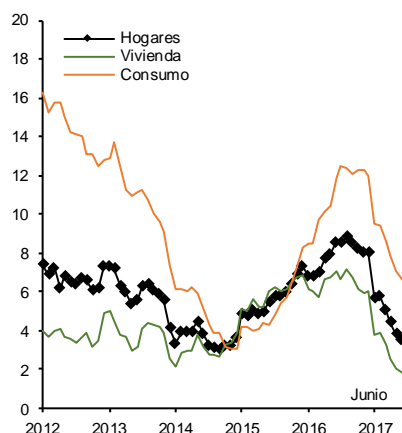


1/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de las emisiones en circulación, con un plazo mayor a un año, al cierre del mes.
2/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada, a un plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.
3/ 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. Se presenta el promedio móvil de 3 meses.
4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
5/ 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.

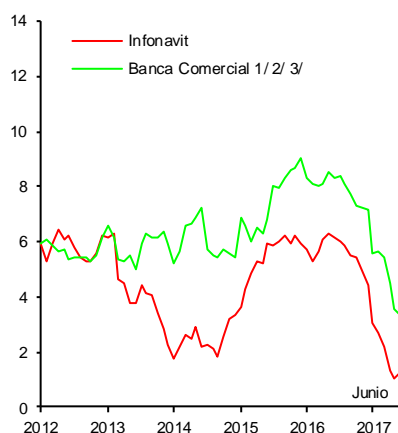
El crédito a los hogares, tanto el destinado a la vivienda, como el canalizado al consumo, continuó desacelerándose. En el periodo que se reporta, la cartera total del crédito a los hogares se expandió a una tasa real anual de 3.5 por ciento, lo que se compara con la de 5.0 por ciento registrada al cierre del trimestre previo (Gráfica 88a). En el caso del crédito a la vivienda, el menor ritmo de crecimiento se presentó tanto en la cartera de la banca comercial como en la del Infonavit –que en conjunto representan más del 90 por ciento del crédito hipotecario en el país– (Gráfica 88b).²² En este entorno, las tasas de interés se han incrementado en relación con las observadas en 2016, mientras que los índices de morosidad correspondientes se mantuvieron sin cambios significativos (Gráfica 88c).

**Gráfica 88
Crédito a los Hogares**

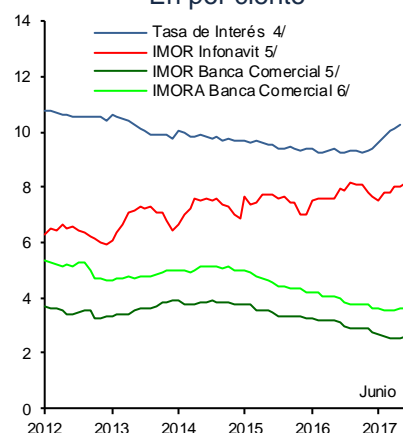
a) Crédito Total ^{1/}
Variación real anual
en por ciento



b) Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual
en por ciento



c) Tasa de Interés Anual de Nuevos
Créditos e Índice de Morosidad del
Crédito a la Vivienda
En por ciento



1/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

2/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

3/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

4/ Tasa de interés de nuevos créditos de la banca comercial a la vivienda, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada. Se presenta la cifra a mayo de 2017.

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.

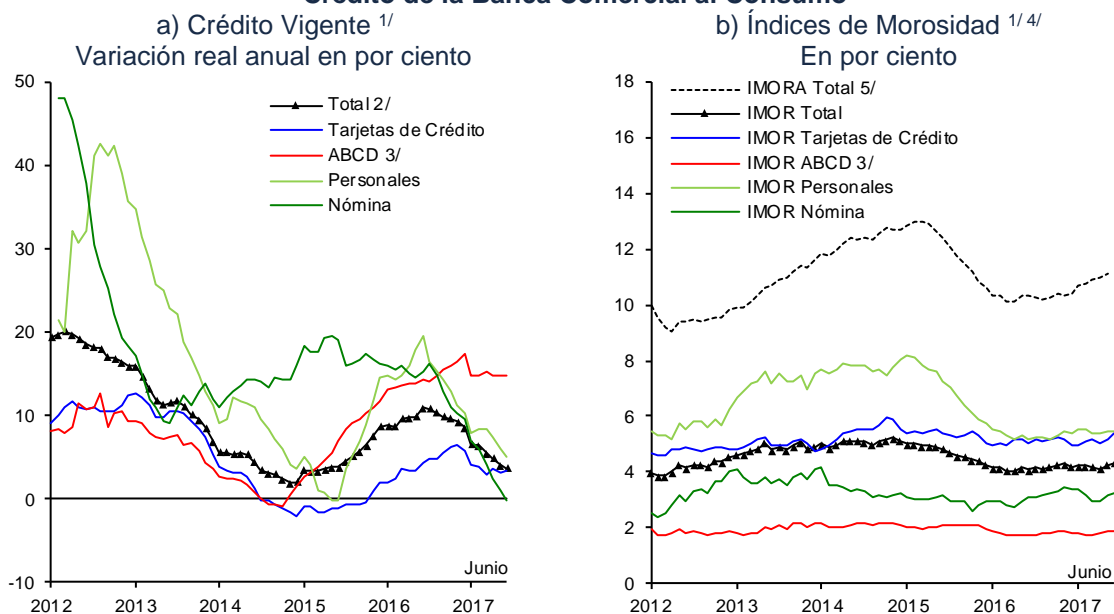
Por otro lado, el crédito de la banca comercial al consumo redujo su tasa de crecimiento entre el primer y el segundo trimestre del año, al pasar de 5.5 a 3.7 por ciento real anual. Destaca que dicha moderación se observó en todos los componentes de esta cartera, con excepción del crédito para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero (ABCD) que mantuvo tasas de crecimiento elevadas por el dinamismo que siguió registrando el crédito automotriz (Gráfica 89a). En lo que toca a los costos del crédito, en el periodo que se reporta las tasas de interés se mantuvieron en general sin modificaciones importantes, si bien las asociadas a las tarjetas bancarias y, más recientemente, las del crédito automotriz, han mostrado cierto aumento. Por último, los índices de morosidad siguieron en niveles

²² 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.

relativamente bajos, si bien el índice ajustado por castigos de cartera se ha incrementado, lo que obedece en buena medida a que la calidad del crédito de nómina ha venido mostrando cierto deterioro (Gráfica 89b).

Gráfica 89

Crédito de la Banca Comercial al Consumo



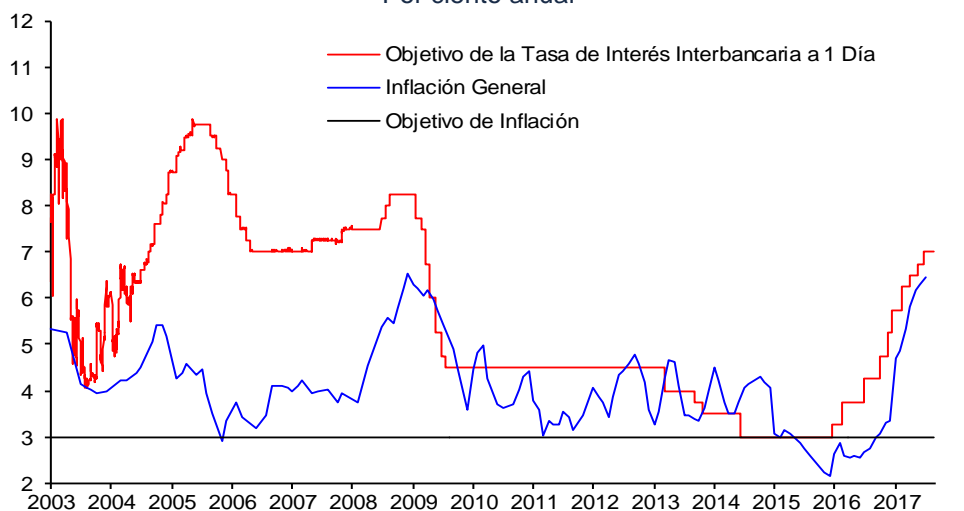
En suma, la moderación en las fuentes de recursos financieros se ha visto reflejada en un menor financiamiento a los distintos sectores de la economía. En este contexto, destaca que la menor absorción de recursos por parte del sector público ha contribuido a generar espacio para que el financiamiento interno al sector privado, aunque a tasas más moderadas, siga expandiéndose. Esto refleja la relevancia de que se mantengan los esfuerzos de consolidación fiscal, lo cual, además de fortalecer los fundamentos macroeconómicos del país, mitigaría las presiones sobre los mercados de fondos prestables. Por otro lado, el aumento que se ha venido observando en el costo del financiamiento y el menor crecimiento de la demanda por crédito que ha resultado, sin duda están asociados a las medidas de política monetaria que ha adoptado este Instituto Central. Esto demuestra que los canales de transmisión de la política monetaria que operan a través de los mercados de crédito están funcionando.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Ante la confluencia de los diversos choques que han afectado a la inflación, este Instituto Central ha actuado de forma oportuna y en la magnitud que se juzga necesaria para que no se contamine el proceso de formación de precios en la economía; es decir, de que los ajustes en precios relativos derivados de dichos choques se den de manera ordenada. Esto es, que los referidos choques no tengan efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía y, por ende, no se traduzcan en un desanclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. En este sentido, la Junta de Gobierno del Banco Central ha tomado en cuenta que las medidas de política monetaria inciden con un rezago considerable sobre el comportamiento de la inflación, lo cual resulta todavía más relevante cuando la dinámica de la inflación de corto plazo ha estado influida por choques que en su gran mayoría tienen un impacto que con frecuencia es inmediato sobre la inflación medida, aun cuando sean de naturaleza transitoria.

Así, el Banco de México ha venido ajustando su postura monetaria de diciembre de 2015 a junio de 2017, incrementando el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día en 400 puntos base, de 3 a 7 por ciento (Gráfica 90). Estos ajustes han comenzado a reflejarse en diversos indicadores y rubros de la inflación que recientemente han mostrado una reducción en su tasa de crecimiento e incluso, cierta reversión en su tendencia; sobre todo ha influenciado la evolución del tipo de cambio, que ha registrado una apreciación considerable. Esto último es un hecho especialmente relevante, toda vez que el canal de tipo de cambio es uno de los más importantes en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Lo anterior se ha dado en un contexto en el que, si bien las expectativas de inflación para el cierre de 2017 continuaron ajustándose ligeramente al alza, alcanzando 6.03 por ciento en julio, las de mediano plazo se mantuvieron por debajo de 4.00 por ciento y las de largo plazo en 3.50 por ciento, hechos congruentes con un incremento temporal de la inflación.

Gráfica 90
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General ^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a la primera quincena de mayo.

Fuente: Banco de México.

En particular, en las reuniones de política monetaria de marzo, mayo y junio de 2017 la Junta de Gobierno decidió incrementar la tasa de referencia en 25 puntos base en cada ocasión. Ello después de haberla aumentado en 6 ocasiones previas, entre febrero de 2016 y febrero de 2017, en 50 puntos base cada vez. Estas acciones tuvieron por objeto, como se señaló en su momento, evitar contagios al proceso de formación de precios en la economía derivados de los choques antes mencionados, anclar las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta. Al respecto, destaca que en la reunión de junio los miembros de la Junta consideraron que, tomando en cuenta la naturaleza transitoria de los choques que habían impactado a las cifras de inflación, la información con la que se contaba en ese momento, el horizonte de tiempo en el que operan cabalmente los canales de transmisión de la política monetaria, así como las previsiones que se tenían sobre la economía, el nivel alcanzado por la tasa de referencia era congruente con la convergencia de la inflación general a su objetivo de 3 por ciento a finales de 2018. Por consiguiente, después de cerciorarse que lo anterior continuaba siendo el escenario central dada la información disponible, en la reunión de agosto la Junta decidió mantener sin cambio el objetivo para la tasa de interés interbancaria a un día. Asimismo, expresó que, hacia adelante, seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, así como la evolución de la brecha del producto y la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos. Además, reiteró que, en todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

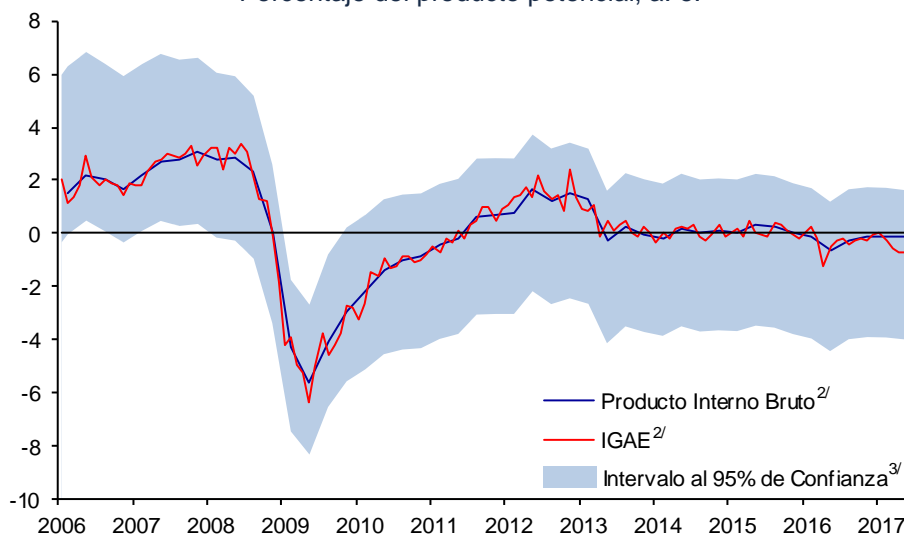
Entre los elementos que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria en el periodo objeto de este Informe destacaron los siguientes:

- i. Si bien la inflación general y la subyacente continuaron exhibiendo una trayectoria al alza, su ritmo de crecimiento ha comenzado a desacelerarse. Además, destaca que ya se presentan cambios de tendencia en rubros afectados por los choques iniciales, como los correspondientes a los energéticos y a las mercancías no alimenticias.
- ii. La inflación general parece estarse acercándose a su techo. En línea con lo anterior, se espera que en los últimos meses de este año esta retome una tendencia a la baja y que dicha tendencia se acentúe durante el próximo año, conduciendo a su convergencia al objetivo de 3 por ciento hacia finales de 2018.
- iii. La evolución de las expectativas de inflación continúa reflejando un aumento transitorio en la misma. Así, mientras que las del cierre de 2017 se ajustaron al alza, aquellas de mediano plazo se mantuvieron por debajo de 4 por ciento y las de largo plazo en 3.5 por ciento.
- iv. Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, siguen sin presentarse presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada (Gráfica 91). Asimismo, como se mencionó en la Sección 3.2, las condiciones en el mercado laboral continuaron

estrechándose, de modo que parecería que la holgura en dicho mercado se ha agotado. En efecto, la brecha entre la tasa de desocupación observada y aquella que se estima congruente con un entorno de inflación baja y estable es negativa y significativamente distinta de cero, al igual que una medida ampliada de dicho indicador que incluye a asalariados informales (Gráfica 92a y Gráfica 92b). Sin embargo, hasta ahora no se perciben presiones salariales que pudieran afectar al proceso inflacionario. En este contexto, el comportamiento de las remuneraciones y la productividad laboral durante el periodo de referencia ocasionaron que los costos unitarios de la mano de obra, tanto para la economía en su conjunto, como para el sector manufacturero en particular, hayan seguido ubicándose en niveles bajos, si bien con cierta tendencia al alza respecto a lo registrado en 2014 (Gráfica 93).

- v. Si bien la Reserva Federal incrementó 25 puntos base el rango objetivo para su tasa de referencia en junio pasado, no hizo cambio alguno en su última reunión, ratificando que el proceso de normalización de su postura monetaria sería muy gradual, aun considerando que pronto podría iniciar con la reducción del tamaño de su hoja de balance.

Gráfica 91
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 segundo trimestre de 2017; cifras del IGAE a junio de 2017.

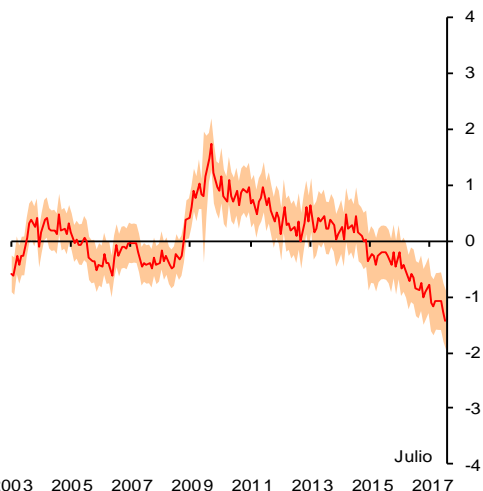
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

Gráfica 92 Estimación de la Brecha de Desempleo

Por ciento, a. e.

a) Tasa de Desempleo ^{1/}

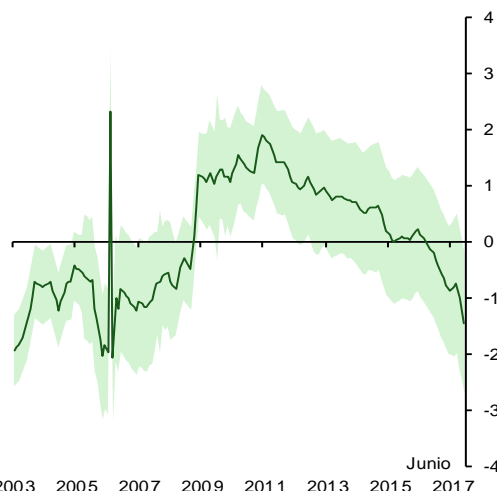


a. e./ Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Banco de México.

b) Tasa de Desempleo e Informales Asalariados ^{1/}



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

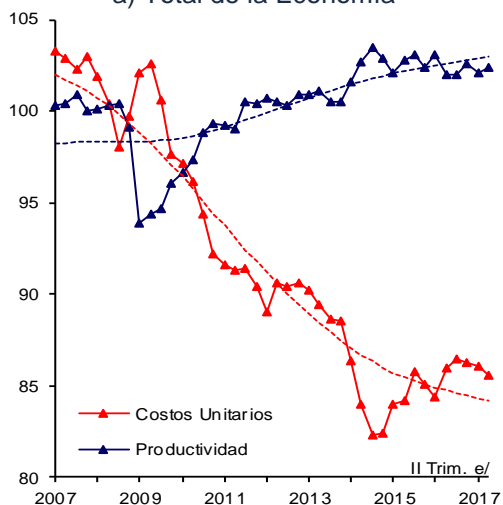
1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 93 Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

Índice 2008=100, a. e.

a) Total de la Economía ^{1/}

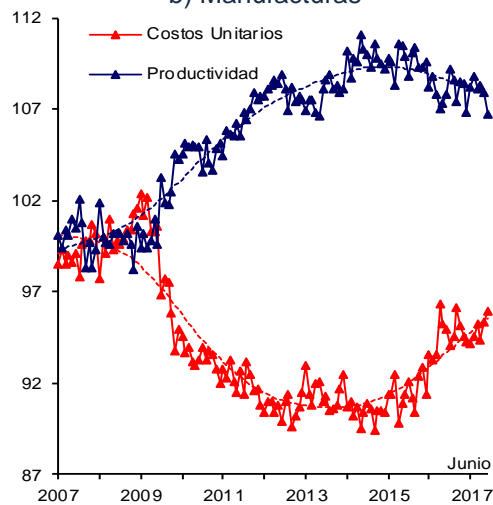


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada. Tendencias estimadas por Banco de México.

e/ Segundo trimestre de 2017 es estimación de Banco de México.

1/ Productividad laboral con base en las horas trabajadas. 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. Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

b) Manufacturas



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.

Profundizando en el comportamiento de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que sus medianas para los plazos más inmediatos siguieron mostrando ajustes al alza, los cuales continúan siendo congruentes con un aumento temporal en la inflación. En particular destaca que, entre marzo y julio de 2017:

- i. La mediana de las expectativas de la inflación general al cierre de 2017 subió de 5.60 a 6.03 por ciento, aunque destaca que los cambios que esta ha registrado recientemente se han moderado, de modo que inclusive entre junio y julio permaneció prácticamente constante (Gráfica 94a).²³ De la misma manera, la mediana para el componente subyacente pasó de 4.60 a 4.92 por ciento (entre marzo y julio), mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente se ajustó de manera importante de 9.01 a 9.82 por ciento.
- ii. La mediana de las expectativas al cierre de 2018 se mantuvo alrededor de 3.80 por ciento entre las encuestas referidas.²⁴ Al interior de esta, la mediana para el componente subyacente se ajustó de 3.62 a 3.67 por ciento en el mismo periodo, en tanto que la expectativa implícita para el componente no subyacente bajó de 4.50 a 4.24 por ciento (Gráfica 94).
- iii. En relación con los comportamientos antes descritos, cabe señalar que al considerar la trayectoria de las medianas de las expectativas de inflación mensual para cada uno de los próximos doce meses (hasta julio de 2018), se observa que esta continúa sin cambiar de manera importante en relación con encuestas pasadas (Gráfica 95a). Así, la evolución de la inflación anual implícita en estas expectativas sigue registrando una disminución, en los últimos meses de 2017, un ajuste significativo a la baja en enero de 2018, si bien de menor magnitud a aquel esperado por el Banco de México, como reflejo de la desaparición del efecto de base de comparación que influirá en la inflación anual medida durante este año, y una tendencia en el mismo sentido durante los meses subsecuentes (Gráfica 95b).
- iv. Las expectativas para horizontes de más largo plazo permanecieron ancladas alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 94c).²⁵

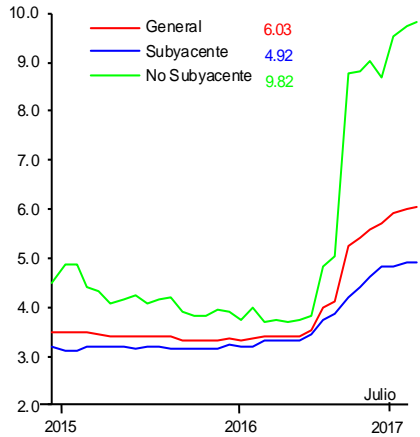
²³ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2017 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 5.5 a 6.1 por ciento entre las encuestas del 21 de marzo de 2017 y 22 de agosto de 2017.

²⁴ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta de Citibanamex incrementó de 3.7 a 3.8 por ciento entre las encuestas del 21 de marzo y del 22 de agosto de 2017.

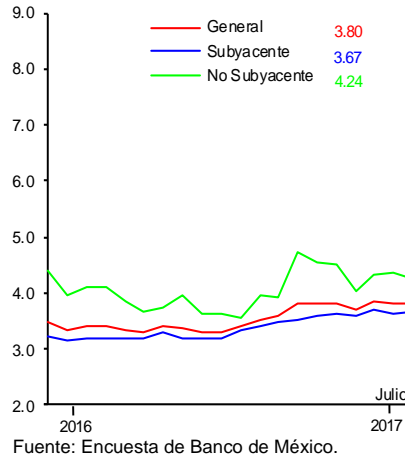
²⁵ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo en 3.5 por ciento entre las encuestas del 21 de marzo de 2017 y la del 22 de agosto de 2017.

Gráfica 94
Expectativas de Inflación
Por ciento

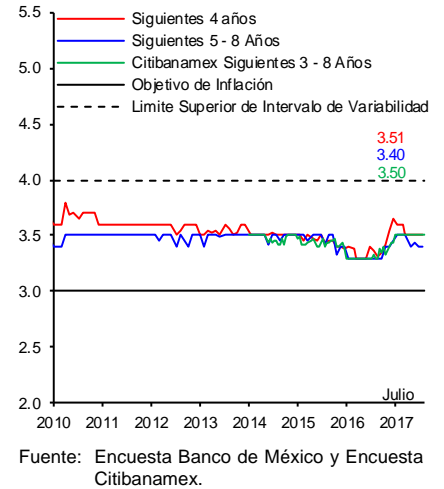
a) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2017



b) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2018

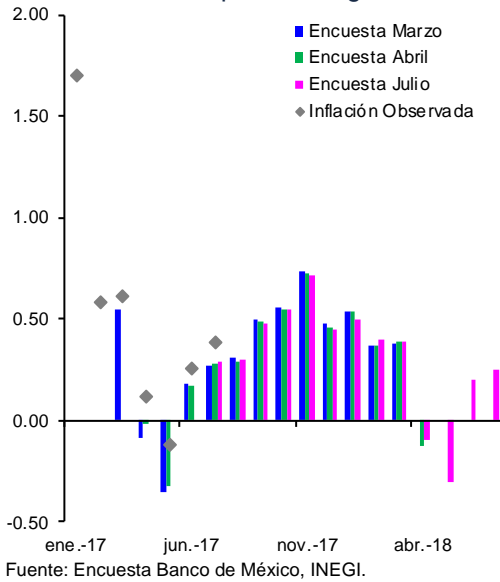


c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos

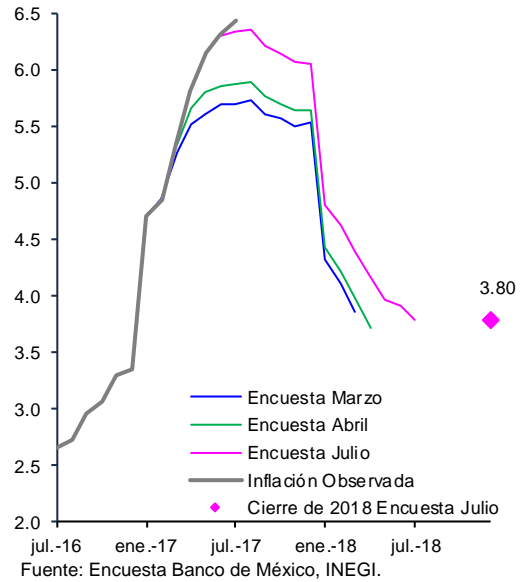


Gráfica 95
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Mediana de Expectativas de Inflación Mensuales para los Sigüientes Meses



b) Inflación Anual Implícita en las Expectativas de Inflación Mensuales

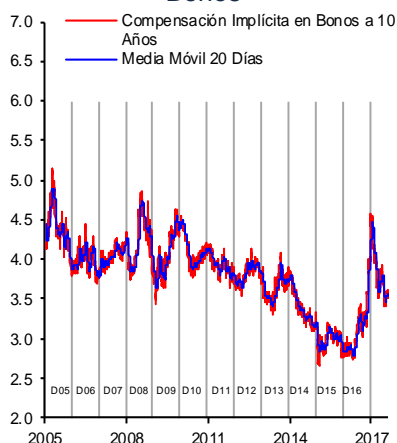


Por lo que respecta a la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo), esta registró una moderación en el periodo de referencia, después de haber aumentado significativamente a principios de año (Gráfica 96a). En relación a los componentes de la misma destaca, por un lado, que estimaciones sobre las expectativas de

inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) presentaron cierto incremento (de 3.32 por ciento en marzo a 3.43 por ciento en julio), aunque de menor magnitud que en ocasiones anteriores. Ello, debido principalmente al ajuste al alza que han registrado las expectativas de inflación de menor plazo, como lo muestra el promedio de los primeros 1 a 5 años que se ubica en 3.68 por ciento, en contraste con el promedio de los siguientes 6 a 10 años que se mantiene cercano a 3 por ciento, en 3.18 por ciento (Gráfica 96b). Mientras tanto, la estimación de la prima por riesgo inflacionario registró una disminución adicional, de 25 a 8 puntos base entre abril y julio de este año, luego de que en enero registrara un incremento importante (Gráfica 96c).²⁶

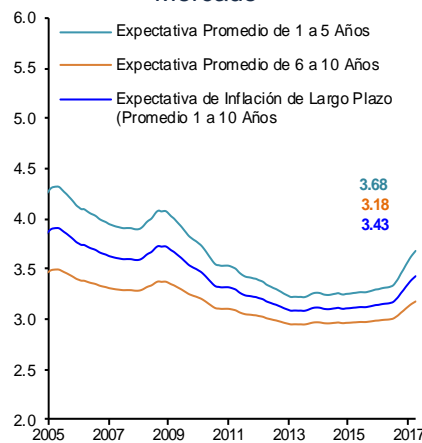
Gráfica 96
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



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

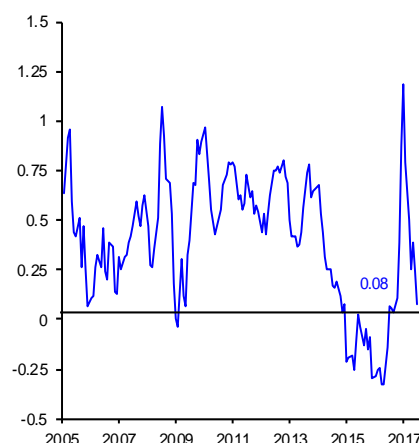
b) Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado ^{1/}



1/ La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

c) Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años ^{1/}



1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

Las condiciones de operación en los mercados financieros nacionales continuaron mejorando en el periodo que se reporta. En particular, la cotización del peso mexicano frente al dólar presentó un comportamiento favorable, reduciendo su volatilidad y registrando una apreciación adicional. Así, la cotización de la moneda nacional, que inició el segundo trimestre del año en alrededor de 18.8 pesos por dólar, se ubicó a finales de agosto en 17.8 pesos por dólar (Gráfica 97a y Gráfica 97b), luego de alcanzar niveles de 17.45 pesos por dólar, no observados desde el segundo trimestre de 2016. Esta evolución fue reflejo, en gran medida, de las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México y de la mejora relativa que se observó en cuanto a la percepción sobre la relación bilateral que podrían tener en el futuro México y Estados Unidos, así como de un ambiente financiero internacional más favorable. Asimismo, por determinación de la

²⁶ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

Comisión de Cambios, un programa de coberturas cambiarias liquidables en pesos ha venido operando a partir de marzo de 2017, lo que también ha contribuido a mejorar las condiciones de operación del mercado de divisas en el país. En esta coyuntura, las expectativas para la cotización de la moneda nacional al cierre de 2017 y 2018 extraídas de encuestas continuaron disminuyendo de manera importante Gráfica 97a).

Gráfica 97

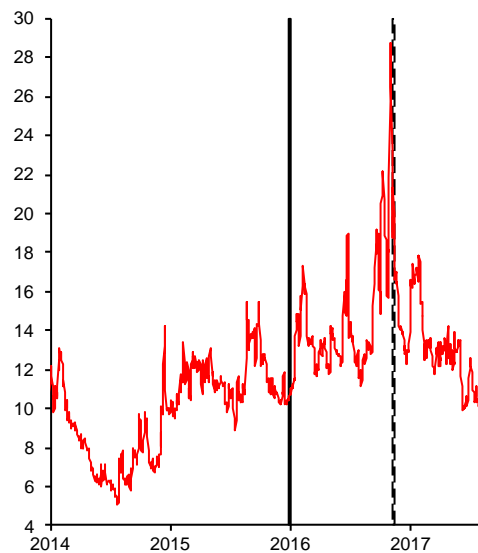
Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio

a) Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



1/El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Las expectativas corresponden al promedio de la encuesta Banco de México de Julio.
Fuente: Banco de México.

b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{1/}
Por ciento

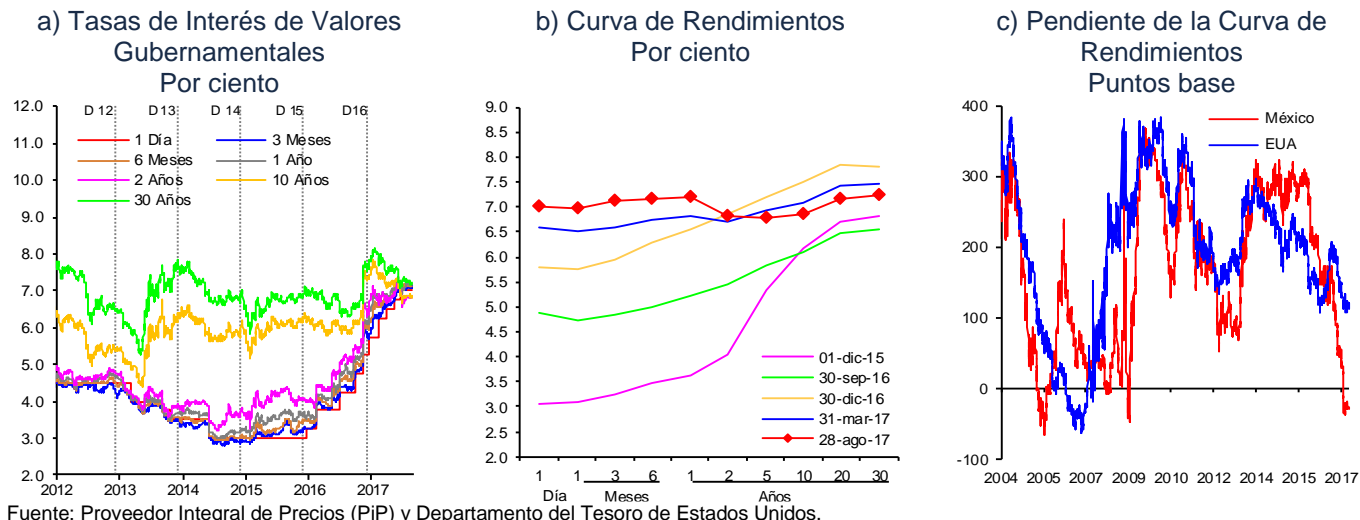


1/La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes. La línea negra vertical indica el 1 de enero de 2016 y la línea punteada indica el 8 de noviembre de 2016.
Fuente: Bloomberg.

En lo que se refiere a las tasas de interés, estas presentaron comportamientos diferenciados durante el periodo que cubre este Informe. En particular, las correspondientes a corto plazo aumentaron, reflejando los incrementos de la tasa de referencia, mientras que las de mayores plazos registraron disminuciones ante el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo en México, la correspondiente reducción de la prima por riesgo inflacionario, la disminución de las tasas de largo plazo en Estados Unidos y el entorno de mayor apetito por riesgo. De este modo, entre finales de marzo y finales de agosto de 2017 las tasas para horizontes de 3 meses y 10 años pasaron de 6.6 a 7.1 por ciento y de 7.1 a 6.8 por ciento, respectivamente (Gráfica 98a y Gráfica 98b). La evolución de las tasas de interés antes descritas condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos (calculada con la diferencia entre la tasa a 10 años menos la tasa a 3 meses) disminuyera de manera importante, de 50 a -30 puntos base, en este mismo lapso (Gráfica 98c). Asimismo, destaca que de diciembre de 2015 a finales de agosto del presente la pendiente de la curva de rendimientos se ajustó 320 puntos base a la baja, reflejando, por un lado, una postura de política monetaria más restrictiva, lo que condujo a que las tasas de 3 meses aumentaran alrededor de 385 puntos base en el lapso referido y, por el otro, el anclaje de las expectativas de inflación, y otros factores de naturaleza interna y externa, los cuales dieron lugar a que durante el

mismo periodo, las tasas de interés de 10 años tuvieron un incremento de tan solo 65 puntos base.

Gráfica 98
Tasas de Interés en México

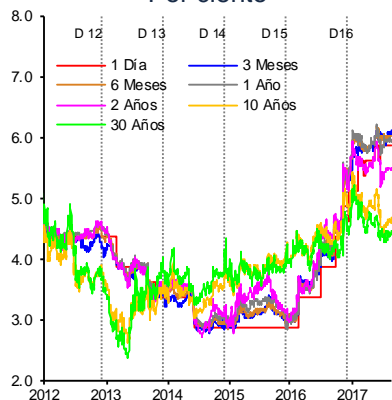


De acuerdo con el comportamiento anterior, y dado que las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos aumentaron en menor medida y las de mediano y largo disminuyeron menos que las de México, los diferenciales de tasas de interés entre ambos países (México – Estados Unidos) mostraron incrementos en sus horizontes de corto plazo y ligeras disminuciones en los de mediano y largo plazo. En particular, de finales de marzo a finales de agosto de 2017, el diferencial de las tasas de corto plazo (3 meses) aumentó de 580 a 610 puntos base, mientras que el diferencial de 10 años disminuyó de alrededor de 470 a 460 puntos base (Gráfica 99a y Gráfica 99b). Cabe señalar que el nivel de estos diferenciales (más elevados para el corto plazo que para el largo plazo) refleja una clara diferenciación entre las posturas de política monetaria de ambos países, dado que el incremento en la tasa de interés de referencia en México ha sido de 400 puntos base, mientras que el de Estados Unidos ha sido de 100 puntos base. La diferencia en las posturas monetarias relativas responde, en parte, a los diferenciales de inflación actuales y esperados en el corto plazo entre ambos países. En efecto, en México el dato más reciente de inflación general medido en términos anuales es de 6.44 por ciento, en tanto que en Estados Unidos se ubica en 1.73 por ciento, una diferencia de 471 puntos base. De forma similar, las expectativas de inflación para el cierre de 2017 se ubican en 6.03 y 2.10 por ciento en México y Estados Unidos, respectivamente (diferencia de 393 puntos base). Ello contrasta con aquellas de más largo plazo, que actualmente se ubican en 3.40 y 2.40 por ciento, respectivamente (diferencia de 100 puntos base; Gráfica 99c).

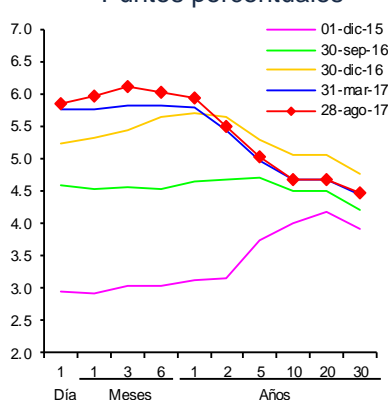
Gráfica 99

Diferenciales de Tasas de Interés de México y Estados Unidos

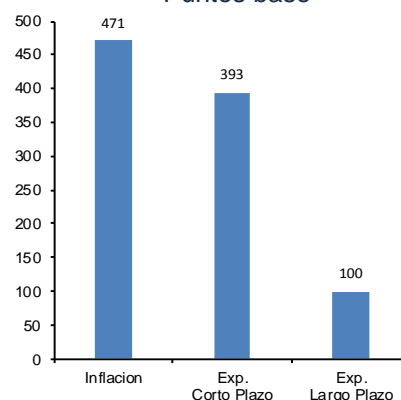
a) Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
Por ciento



b) Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
Puntos porcentuales



c) Diferenciales de Inflación y Diferenciales de Expectativas de Inflación de Corto y Largo Plazo
Puntos base



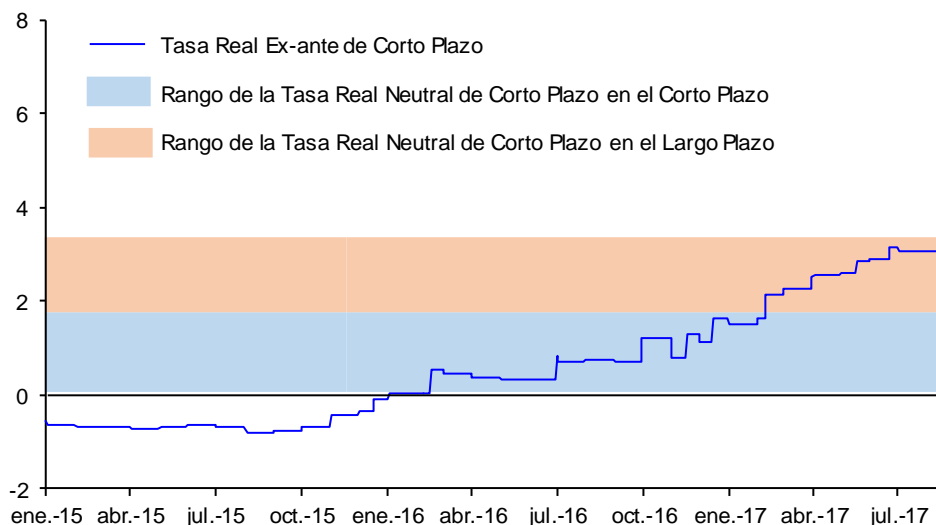
1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Fuente: INEGI, Bureau of Labor Statistics, Blue Chip Economic Indicators y Consensus Forecast.

Es relevante destacar que los ajustes en la tasa de referencia implementados por este Instituto Central desde finales de 2015 se realizaron a partir de un nivel mínimo histórico de 3 por ciento. En este sentido, el incremento de 400 puntos base registrado en la tasa de referencia de diciembre de 2015 a la fecha constituye fundamentalmente un retiro del estímulo monetario que prevaleció en el periodo precedente, toda vez que la tasa real ex-ante de corto plazo actual parecería encontrarse cerca del nivel neutral que esta se espera observaría en el largo plazo (Gráfica 100).²⁷

²⁷ Para una descripción de la estimación de la tasa de interés neutral de corto plazo, ver el Recuadro “Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México” en el Informe Trimestral Julio - Septiembre 2016.

Gráfica 100
Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rangos Estimados para
la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Corto y Largo Plazos ^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la mediana de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México.
 Fuente: Banco de México.

Por otra parte, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano disminuyeron. En particular, el Credit Default Swap a 5 años bajó de 130 a 105 puntos base, para ubicarse en sus niveles mínimos en los últimos dos años, después de haber tenido un incremento importante durante el cuarto trimestre de 2016. Al respecto, cabe destacar que algunas agencias calificadoras (Standard & Poors y Fitch) ajustaron su perspectiva de la calificación de la deuda soberana mexicana de negativa a estable.

A pesar del mejor desempeño que se ha observado recientemente en los mercados financieros nacionales, la economía mexicana sigue enfrentando un entorno complejo. Ello hace particularmente relevante que, por un lado, se continúe impulsando la implementación adecuada de las reformas estructurales y, por el otro, que las autoridades perseveren en el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos del país, consolidando las finanzas públicas, así como asegurando que la Junta de Gobierno del Banco de México mantenga una postura monetaria prudente. Con ello se persigue que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

En un esfuerzo continuo por mejorar su estrategia de comunicación con el público, a partir del presente Informe Trimestral la Junta de Gobierno ha decidido añadir en todas las gráficas de abanico, tanto de la inflación como de la actividad económica, la proyección central del Informe actual y compararla con la del previo. Esta nueva forma de presentar el pronóstico, en particular el de inflación, contribuirá a reforzar el papel del Banco Central en la formación de expectativas, lo que a su vez fortalecerá aún más el canal de expectativas de inflación en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ello, ya que le permitirá explicar al público de manera más detallada sus pronósticos, los riesgos asociados a los mismos, y sus posibles actualizaciones.

Crecimiento de la Economía Nacional: El panorama para el crecimiento económico de México parecería haber mejorado respecto a lo que se percibía al momento del Informe anterior. En particular, la actividad económica a nivel mundial y el comercio global se han recuperado, al tiempo que el mercado interno se ha mostrado resiliente y la confianza de los empresarios y de los consumidores se ha elevado gradualmente. Incluso, la actividad productiva en el segundo trimestre de 2017 mostró una desaceleración ligeramente menor a la anticipada en el Informe previo. Asimismo, si bien persiste incertidumbre sobre el futuro de la relación bilateral entre México y Estados Unidos, la información más reciente sugiere que ha disminuido la probabilidad de que se materialicen los escenarios que podrían afectar en mayor medida al crecimiento. En consecuencia, se ajusta el intervalo de pronóstico de crecimiento del PIB de México para 2017 de uno de entre 1.5 y 2.5 por ciento a uno de entre 2.0 y 2.5 por ciento, rango de menor amplitud que el reportado en el Informe precedente. Adicionalmente, el intervalo de pronóstico de crecimiento para 2018 se revisa al alza de uno de entre 1.7 y 2.7 por ciento publicado en el Informe anterior a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento. De esta forma, se espera en ese año un mayor ritmo de expansión de la economía respecto a 2017. Esta trayectoria es consistente con la previsión de que se vaya consolidando la reactivación de la producción industrial en Estados Unidos, así como con la expectativa de que algunas reformas estructurales tengan efectos cada vez más notorios sobre el crecimiento, y de que el fortalecimiento del marco macroeconómico que las autoridades tanto monetaria como fiscal han venido llevando a cabo propicie condiciones más favorables para la actividad productiva, de modo que el mercado interno siga contribuyendo al crecimiento económico (Gráfica 101a).²⁸

Las previsiones para el crecimiento descritas no indican la presencia de presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios en el horizonte de pronóstico. En particular, se continúa anticipando que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo en el horizonte de pronóstico, si bien situándose más cerca de cero que en el Informe anterior (Gráfica 101b).

²⁸ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en agosto de 2017, se prevé que la producción industrial en Estados Unidos aumente en 1.9 por ciento en 2017, tasa de variación mayor que la esperada en el Informe previo de 1.7 por ciento, pero menor a la previsión para 2018 de este indicador de 2.4 por ciento, la cual permaneció sin modificación con respecto a lo esperado en el Informe anterior.

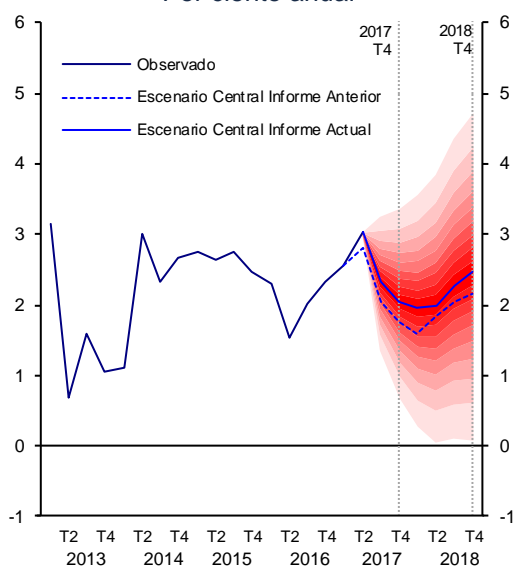
Empleo: Los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para los siguientes dos años se ajustan al alza respecto a lo esperado el Informe anterior, en congruencia con la revisión a las previsiones para el crecimiento en 2017 y 2018. En particular, se prevé que en 2017 el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS se incremente entre 660 y 760 mil puestos de trabajo, intervalo que se compara con el publicado en el Informe previo de entre 650 y 750 mil puestos de trabajo. Para 2018 se anticipa un aumento de entre 670 y 770 mil puestos de trabajo, crecimiento que se compara con uno de entre 640 y 740 mil plazas laborales esperado en el Informe previo.

Cuenta Corriente: Respecto a las previsiones sobre las cuentas externas, para 2017 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente como proporción del PIB de 1.2 y 2.2 por ciento (13.2 y de 25.0 miles de millones de dólares, respectivamente), porcentajes que se comparan con los esperados en el Informe previo de 1.2 y 2.3 por ciento. Para 2018, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 1.0 y 2.2 por ciento del PIB (12.5 y 27.1 miles de millones de dólares, respectivamente), cifras ligeramente menores que el 1.1 y 2.3 por ciento anticipados en el Informe precedente.

Gráfica 101

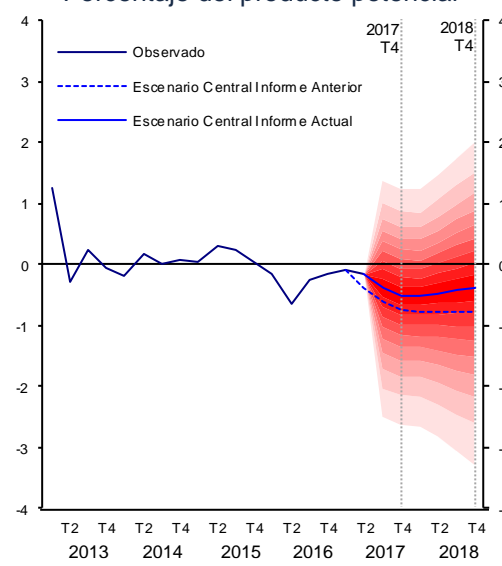
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

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



a. e. / Cifras desestacionalizadas.
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 balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado, tornándose neutral, debido a la percepción de que la probabilidad de que se materialicen algunos de los riesgos a la baja más extremos ha disminuido. Entre los riesgos a la baja destacan:

- i. Que ante la incertidumbre relacionada con la renegociación del TLCAN diversas empresas pospongan aún más sus planes de inversión en México.
- ii. Que la renegociación del TLCAN no sea favorable para el sector productivo mexicano o que incluso resulte en su cancelación.

- iii. La posibilidad de que se observen episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados de acontecimientos geopolíticos o del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento hacia México.
- iv. Que el próximo proceso electoral en México genere volatilidad en los mercados financieros nacionales, de manera que el entorno de incertidumbre incida adversamente en la evolución del gasto privado hacia finales de 2017 y, principalmente, en 2018.
- v. Que el incremento en la inseguridad pública afecte aún más la actividad productiva.

Por otra parte, entre los riesgos al alza sobresalen:

- i. Que la renegociación del TLCAN sea detonante de inversión en áreas de oportunidad previamente no contempladas por el Acuerdo.
- ii. Que la implementación de las reformas estructurales dé resultados superiores a los esperados.
- iii. Que la plataforma de producción petrolera registre en 2017 una reducción anual menor a la prevista, y que en 2018 muestre una reversión de su tendencia mayor a la esperada.

Inflación: Según el escenario central, se estima que la inflación general anual continuará ubicándose por encima de 6.0 por ciento en los próximos meses. No obstante, esta parece estarse acercando a su techo. En línea con lo anterior, se espera que en los últimos meses de este año la inflación general retome una tendencia a la baja y que esta se acentúe durante el año siguiente, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento alrededor del tercer trimestre de 2018. En cuanto a la trayectoria de la inflación subyacente anual, se estima, bajo este escenario, que en 2017 esta se mantenga por arriba de 4.0 por ciento, si bien significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual, y que a finales de 2017 y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente con el objetivo de inflación, alcanzando a finales de 2018 niveles cercanos de 3.0 por ciento. Las previsiones anteriores consideran los ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015 hasta el momento y que seguirán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación en los siguientes trimestres. Asimismo, consideran que en enero de 2018 el desvanecimiento del efecto base provocado por el aumento en los precios de varios energéticos ocurridos a inicios de 2017 tendrá un impacto importante en la inflación anual y que se observará una trayectoria descendente de esta en los meses subsecuentes, todo ello en un entorno en el que se espera que no se presenten presiones sobre los precios provenientes por el lado de la demanda agregada (Gráfica 102 y Gráfica 103). Estos pronósticos presuponen que de presentarse algún evento de volatilidad en los mercados financieros nacionales, este sería de naturaleza transitoria.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que destacan al alza:

- i. Que ante la simultaneidad y magnitud de los choques que ha enfrentado la inflación, se presenten efectos de segundo orden sobre la misma, lo cual no ha sucedido a la fecha.

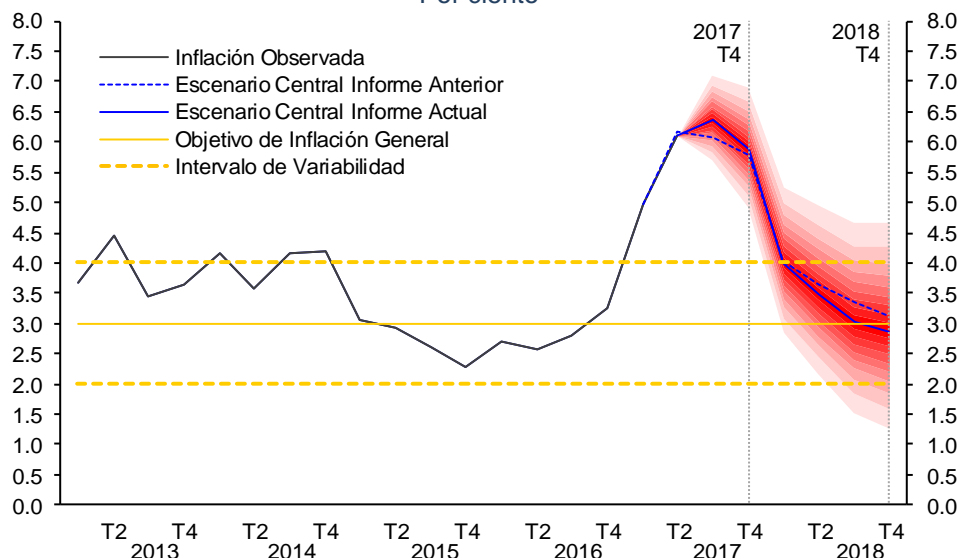
- ii. Que la materialización de riesgos de naturaleza externa o interna que enfrenta la economía incidan sobre el tipo de cambio.
- iii. Que persistan los aumentos en los precios de los bienes agropecuarios, si bien el impacto de ello sobre la inflación sería transitorio.
- iv. Considerando que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría empezar a reflejarse en la inflación.

A la baja:

- i. Que se consolide la apreciación de la moneda nacional, e incluso que se acentúe.
- ii. Que los precios de los energéticos disminuyan en línea con sus referencias internacionales.
- iii. Que se presente una reversión mayor a la anticipada de los incrementos en los precios de los productos agropecuarios que han afectado a la inflación en los meses recientes.
- iv. Que las reformas estructurales den lugar a reducciones adicionales en diversos precios de la economía.

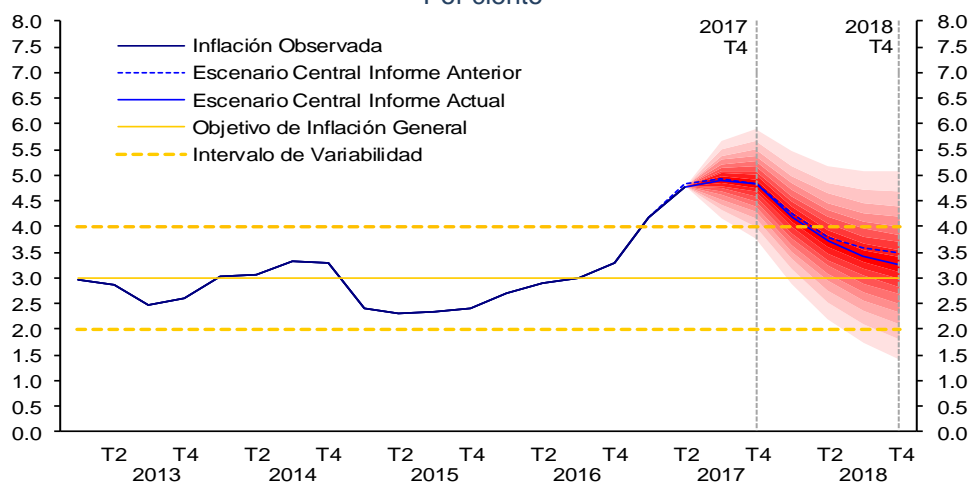
Dada la actual postura de política monetaria, se considera que el balance de riesgos para la inflación es neutral.

Gráfica 102
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
 Por ciento



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

Gráfica 103
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 presentado en este Informe, hacia adelante la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, así como la evolución de la brecha del producto. También evaluará la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos. En todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

La solidez del marco macroeconómico de México ha contribuido a que a pesar del entorno externo complejo que ha enfrentado la economía nacional por varios años, el país continúe creciendo y haya prevalecido la estabilidad financiera, ajustándose de manera ordenada al nuevo entorno. No obstante, es importante tener presente que la economía aún enfrenta importantes retos, por lo que es crucial continuar con el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos. A ello contribuyen las acciones de política monetaria para mantener las expectativas de inflación de mediano y largo plazo ancladas y lograr la convergencia de la inflación a su meta, y el compromiso del Gobierno Federal de implementar un ajuste fiscal tal que la razón de deuda pública a PIB disminuya. En particular, la autoridad fiscal se propuso obtener un superávit primario de 0.4 por ciento del PIB en 2017, sin considerar los recursos del remanente de operación del Banco de México. De hecho, los resultados de las finanzas públicas para el primer semestre del año van en línea con el cumplimiento de esta meta. Más aun, para 2018 el Gobierno Federal reforzó su compromiso de consolidación fiscal al proponer un superávit en el balance primario de 1.0 por ciento del PIB.²⁹ Hacia el futuro, es importante que el

²⁹ La cifra para 2017 se toma de los Informes sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública del Segundo Trimestre de 2017. La cifra para 2018 proviene del Documento Relativo al Cumplimiento de las Disposiciones Contenidas en el Artículo 42, Fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (conocido como Pre-Criterios Generales de Política Económica 2018). Ambos documentos publicados por la SHCP.

proceso de consolidación fiscal procure fortalecer estructuralmente a las finanzas públicas para que sea sostenible en el mediano plazo. También es importante mencionar los progresos observados en la ejecución de las reformas estructurales, como lo han sido los avances en la de competencia, telecomunicaciones y energética. En reconocimiento a todo esto, algunas de las agencias calificadoras ajustaron la perspectiva de la calificación de la deuda soberana mexicana de negativa a estable.

La Junta de Gobierno del Banco de México considera que en este momento la postura de política monetaria es congruente con la convergencia de la inflación general a la meta de 3.0 por ciento a finales de 2018. Hay que resaltar que el cumplimiento de las metas fiscales propuestas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para este año y el siguiente permitirá reforzar el proceso de convergencia de la inflación a su meta y que a su vez, este sea más eficiente. Ello cobra mayor relevancia, ante el ambiente de incertidumbre que aún prevalece relacionado con el posible apretamiento en las condiciones financieras globales futuras, la renegociación del TLCAN y el próximo proceso electoral nacional.

Para que el robustecimiento del marco macroeconómico apoye de mejor manera el desarrollo del país, este debe ir acompañado del continuo fortalecimiento de las instituciones mexicanas. El hecho de que en 1993 se le haya otorgado a este Instituto Central autonomía a nivel constitucional en el ejercicio de sus funciones y en su administración le ha permitido concentrarse, en independencia del ciclo político, en cumplir con el objetivo prioritario que la sociedad le ha fijado de procurar la estabilidad de precios. De este modo, la credibilidad que la autoridad monetaria ha venido forjando mediante sus acciones le ha permitido controlar el fenómeno inflacionario en México y avanzar en la consolidación de un entorno de inflación baja y estable, en beneficio de la población mexicana. Asimismo, ha contribuido al sano desarrollo del sistema financiero y propiciado el buen funcionamiento de los sistemas de pago.

La experiencia del Banco de México en el combate a la inflación atestigua la importancia de que México cuente con instituciones que respondan a las exigencias de la sociedad. En este sentido, fortalecer las instituciones del país en todos sus ámbitos para que estas cumplan con su propósito social bajo principios de transparencia y sin tolerancia para la corrupción debe ser parte esencial del esfuerzo por refrendar la supremacía del estado de derecho en el país. En un contexto en el que los problemas de inseguridad pública han aumentado, se torna de particular relevancia tomar acciones para impedir que este factor cobre mayor importancia como obstáculo para el desarrollo económico del país. Asimismo, la certeza jurídica y un estado de derecho fortalecido permitirán lograr la oportuna y correcta implementación de las reformas estructurales y corregir deficiencias que impiden que el país alcance un mayor crecimiento potencial y una mayor competitividad de la economía que deriven en un aumento más acelerado y sostenible del empleo y de las remuneraciones laborales. De esta forma, México estará en mejor posición tanto para enfrentar los retos con los que tendrá que lidiar hacia adelante dado el complejo entorno externo e interno, como para aprovechar las oportunidades que se presenten.

Anexo **Modificación al Calendario para la Publicación del Informe Trimestral Julio - Septiembre 2017**

En el Cuadro 1 de este anexo se presenta el nuevo calendario para lo que resta del 2017 de los anuncios de política monetaria, así como de la publicación de las Minutas sobre las reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las decisiones de política monetaria y de los Informes Trimestrales. Cabe señalar que todo se mantiene sin cambio, a excepción de la publicación del Informe Trimestral correspondiente al trimestre Julio - Septiembre de 2017, adelantándose dicha publicación una semana. Es pertinente hacer notar que la publicación de las decisiones de política monetaria seguirá siendo en jueves a las 13:00 horas como ya se había anunciado y dos semanas después de cada anuncio se publicarán las Minutas correspondientes, como ha venido sucediendo.

Cuadro 1
Calendario para 2017

	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria	Informes Trimestrales ^{1/}
Septiembre	28		
Octubre		12	
Noviembre	9	23	22
Diciembre	14	28	

^{1/} El Informe Trimestral que se publicará el 22 de noviembre corresponde al del tercer trimestre de 2017.

El calendario considera tres fechas previamente dadas a conocer para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2017. Sin embargo, como en ocasiones anteriores, el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentasen eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central.

Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2017 152

CONTENIDO

1. Introducción	152
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	156
2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2017	156
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor	166
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Tercer Trimestre de 2017	168
3.1. Condiciones Externas	168
3.1.1. Actividad Económica Mundial.....	168
3.1.2. Precios de las Materias Primas	178
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior	179
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	180
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	184
3.2.1. Actividad Económica	184
3.2.2. Mercado Laboral.....	196
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	198
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	206
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	220
Anexo	
Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria y los Informes Trimestrales en 2018.....	226

RECUADROS

5. Análisis del Balance Comercial Manufacturero de Estados Unidos con México en Términos de Valor Agregado	171
6. Estimación del Efecto de la Incertidumbre Relativa a la Política Comercial sobre la Inversión Extranjera Directa en México	189
7. Efectos sobre la Inflación de los Ajustes de Política Monetaria de 2015 a la Fecha	207

Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2017

1. Introducción

La economía mexicana se ha visto afectada, desde finales de 2014, por diversos choques que han impactado a la inflación de manera importante. En particular, en los últimos meses de 2014 y durante 2015, la disminución de los precios del petróleo, entre otros factores, causó una importante depreciación del tipo de cambio real. Adicionalmente, durante 2016 prevaleció un entorno externo complejo asociado principalmente al proceso electoral en Estados Unidos, que generó un aumento en la volatilidad en los mercados financieros nacionales y una depreciación adicional de la moneda al conducir a un entorno de incertidumbre respecto a la relación bilateral de nuestro país con Estados Unidos. Como resultado de lo anterior, se observó un ajuste en los precios relativos, impulsando la inflación por arriba del objetivo de 3.0 por ciento desde finales de 2016. Posteriormente, en enero de 2017, la tendencia al alza que había presentado la inflación general se vio exacerbada principalmente por el efecto de la liberalización en los precios de algunos energéticos en el país así como, en los siguientes meses, por choques adicionales de diversa índole que impactaron a la inflación no subyacente. En este entorno, el Banco de México ha implementado desde finales de 2015 las medidas conducentes para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de la secuencia de choques que han afectado a la inflación se den de manera ordenada, evitando la aparición de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. Cabe señalar que en su toma de decisiones, la Junta de Gobierno ha considerado que las medidas de política monetaria inciden con un rezago sobre el comportamiento de la inflación, a través de distintos canales de transmisión. Dichos canales han venido operando cabalmente durante 2017. En particular, las acciones de política monetaria han contribuido a que se haya observado un anclaje de las expectativas de inflación, una moderación en la demanda por crédito, y una significativa apreciación de la moneda nacional frente al dólar desde mediados de enero y hasta finales de septiembre de 2017, si bien esta recientemente se revirtió de forma parcial.

Así, la postura de política monetaria que se ha adoptado condujo a que la inflación general anual alcanzara un máximo en agosto de 2017, registrando un nivel de 6.66 por ciento, para después disminuir a 6.35 por ciento en septiembre, ubicándose en 6.37 por ciento en octubre, este último cambio reflejando fundamentalmente la evolución de la inflación no subyacente. Por su parte, la inflación subyacente anual exhibió reducciones en septiembre y en octubre, ubicándose en los periodos referidos en 4.80 y 4.77 por ciento, respectivamente, tras haberse situado en 5.00 por ciento en agosto. El cambio de tendencia de la inflación ha sido resultado, principalmente, de dos factores. En primer lugar, del desvanecimiento parcial de los ajustes en precios relativos derivados de la secuencia de choques que impactaron a la inflación y que la desviaron temporalmente de su objetivo permanente de 3.0 por ciento desde finales de 2016. En segundo lugar, del efecto de los incrementos en la tasa de interés de referencia que este Banco Central comenzó a implementar desde diciembre de 2015 y que,

dado el rezago con el que dichos ajustes se manifiestan sobre la inflación, se ha empezado a reflejar recientemente en menores niveles, tanto de la inflación general, como de la subyacente.

Después de haber anunciado incrementos en la tasa de referencia que acumularon 400 puntos base desde diciembre de 2015, en el período que se reporta en este Informe la Junta de Gobierno del Banco de México consideró que a pesar de la elevación de algunos riesgos la postura de política monetaria adoptada a partir de dichas acciones seguía siendo congruente con la convergencia de la inflación general a la meta de 3.0 por ciento a finales de 2018, por lo que decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.00 por ciento. Cabe destacar, no obstante, que ante los riesgos que persisten al respecto, el Banco de México estará vigilante para asegurar que se mantenga una política monetaria prudente.

Lo anterior se dio en un entorno en el que la actividad económica mundial continuó expandiéndose, reflejando un ritmo de crecimiento más generalizado tanto de las economías avanzadas como de las emergentes. Esta expansión siguió reflejando el repunte del comercio internacional, la producción industrial y la inversión de los negocios. Para el resto de 2017 y 2018, se prevé que la economía global mantenga una moderada expansión. Este escenario sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo una elevada incertidumbre en el ambiente geopolítico, la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en la mayoría de las principales economías y posibles políticas proteccionistas en diversas regiones. En el caso particular de Estados Unidos, se está discutiendo una reforma tributaria en el Congreso de ese país, y persiste incertidumbre sobre cuando esta podría ser aprobada y sobre las características del posible paquete. Por otro lado, si bien se prevé que el proceso de normalización de la política monetaria sea gradual, persiste la posibilidad que el ritmo de dicho proceso sea más rápido que el actualmente anticipado. Adicionalmente, continúa la incertidumbre sobre los resultados del proceso de negociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN).

A pesar de la menor holgura en la utilización de recursos, la inflación se mantuvo baja en las principales economías avanzadas. Esto, debido al moderado crecimiento de los salarios, a factores idiosincrásicos y, posiblemente, a factores estructurales como el cambio tecnológico y la mayor integración económica derivada de la globalización.

En este escenario de mayor recuperación económica, condiciones monetarias aún acomodaticias, y la expectativa de posibles estímulos fiscales, los precios de los activos financieros continuaron aumentando en la mayoría de las economías avanzadas y en algunas emergentes. No obstante, hacia adelante no pueden descartarse nuevos episodios de volatilidad debido, entre otros posibles factores, a un apretamiento de las condiciones financieras globales mayor a lo actualmente anticipado por los mercados.

En un contexto de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la posibilidad de una eventual aprobación de un plan fiscal expansionista en dicho país, e incertidumbre con relación al proceso de renegociación del TLCAN, la cotización del peso frente al dólar registró una depreciación e incrementos en su

volatilidad a partir de finales de septiembre. Asimismo, se observó cierto deterioro en las condiciones de operación del mercado cambiario. Derivado de lo anterior, con el objeto de procurar un funcionamiento más ordenado en dicho mercado, el 25 de octubre pasado la Comisión de Cambios anunció que aumentaría las subastas de coberturas cambiarias liquidables por diferencia en moneda nacional por un monto de 4,000 millones de dólares y que se llevarán a cabo en parcialidades semanales de acuerdo a un calendario preestablecido. Por su parte, las tasas de interés aumentaron de manera diferenciada: las de corto plazo (1 año y menores) subieron ligeramente, mientras que las de mediano y largo plazo, de dos años en adelante, registraron incrementos mayores. De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos presentó cierto empinamiento, que habría sido mayor en ausencia de las acciones de política monetaria que el Banco de México ha implementado. Asimismo, los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos aumentaron.

En el tercer trimestre de 2017, la actividad económica nacional presentó una contracción, lo que contrasta con el dinamismo que exhibió en la primera mitad del año. Este comportamiento reflejó tanto la desaceleración de algunos componentes de la demanda agregada, como los efectos temporales de los sismos ocurridos en septiembre y la reducción en la producción petrolera en ese mes. En efecto, durante el tercer trimestre se acentuó el débil desempeño que la actividad industrial ha mostrado desde mediados de 2014, a la vez que las actividades terciarias presentaron una reducción. En cuanto a la demanda agregada, las exportaciones mantuvieron una trayectoria creciente, al tiempo que el consumo privado siguió exhibiendo una tendencia positiva, si bien registró cierta pérdida de dinamismo respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016. Por su parte, persistió la atonía que la inversión ha venido mostrando desde la segunda mitad de 2015. La nueva medición del PIB con el cambio de año base a 2013 sugiere que la brecha del producto fue ligeramente positiva en algunos trimestres hasta el segundo del presente año, aunque estadísticamente no distinta de cero. La contracción en la actividad exhibida en el tercer trimestre implicó que la estimación de la brecha disminuyera y se ubique nuevamente en niveles negativos cercanos a cero. Por su parte, las condiciones en el mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado. Sin embargo, hasta ahora, no se perciben presiones salariales significativas que pudieran afectar al proceso inflacionario.

Si bien las consecuencias sobre la actividad económica de los terremotos ocurridos en septiembre parecerían haber sido moderadas y transitorias, toda vez que la capacidad productiva del país no presenta indicios de afectaciones significativas y se anticipa que se intensifiquen los esfuerzos de reconstrucción, estos eventos hacen necesario revisar a la baja las previsiones de crecimiento para 2017. En particular, la expectativa de expansión del PIB para 2017 se revisa de un intervalo de entre 2.0 y 2.5 por ciento en el Informe precedente a uno de entre 1.8 y 2.3 por ciento en el actual. Las previsiones de crecimiento para 2018 no se modifican respecto al Informe previo, de modo que se continúa anticipando que el crecimiento del PIB se ubique entre 2.0 y 3.0 por ciento, en tanto que para 2019 se prevé una tasa de expansión de entre 2.2 y 3.2 por ciento. Dicha previsión considera una contribución al crecimiento cada vez más notoria de las reformas estructurales, un efecto favorable de la consolidación de la recuperación de la actividad industrial en Estados Unidos y un fortalecimiento del marco macroeconómico de México, el cual

contribuiría a incentivar la inversión privada. No obstante, es importante destacar que el balance de riesgos para el crecimiento se ha deteriorado, y se encuentra sesgado a la baja, principalmente debido a que la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN ha mantenido en niveles deprimidos la inversión y posiblemente es una de las causas de la desaceleración del consumo.

Ante el complejo entorno que la economía mexicana está enfrentando, continúa siendo especialmente relevante que las autoridades perseveren en mantener la solidez de los fundamentos macroeconómicos del país. En este contexto, tanto las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y lograr la convergencia de la inflación a su meta, como el compromiso del Gobierno Federal en relación al cumplimiento de las metas fiscales para 2017 y 2018, han contribuido a fortalecer nuestros fundamentos macroeconómicos. En particular, el Paquete Económico para 2018 aprobado por el H. Congreso de la Unión refuerza el compromiso del Gobierno Federal de continuar con la consolidación fiscal. Destaca que las finanzas públicas alcanzarían por segundo año consecutivo un superávit primario en 2018 y que la razón de deuda pública a PIB continuaría la trayectoria decreciente comenzada en 2017. También es pertinente enfatizar la importancia que reviste para la evolución del PIB potencial la implementación eficaz de las reformas estructurales.

En este escenario, se anticipa que continúe la tendencia a la baja de la inflación general anual, y que esta trayectoria se acentúe durante el próximo año, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018. En 2019, se espera que la inflación fluctúe alrededor de dicho objetivo. Lo anterior toma en cuenta la expectativa de un comportamiento ordenado del tipo de cambio, así como de una reducción importante de la inflación no subyacente en los meses siguientes y durante 2018. En cuanto a la inflación subyacente anual, se espera que permanezca por encima de 4.0 por ciento el resto de 2017, aunque bastante por debajo de la trayectoria de la inflación general anual, y que alcance niveles moderadamente por arriba de 3.0 por ciento a finales de 2018, ubicándose alrededor de dicho nivel en 2019. Adicionalmente, si bien el incremento que se otorgó al salario mínimo con vigencia a partir de diciembre del presente pudiera llegar a afectar ligeramente al alza el cierre de la inflación general anual en 2017, no se prevé que modifique significativamente la trayectoria esperada de convergencia de la misma a la meta del Banco de México hacia finales de 2018. En relación a esta trayectoria para la inflación, la Junta de Gobierno ha señalado que el balance de riesgos se ha deteriorado y muestra un sesgo al alza en el horizonte en el que actúa la política monetaria.

Hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial, considerando el balance de riesgos antes descrito, de cambios futuros en la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios y de la evolución de la brecha del producto, así como del comportamiento de presiones salariales potenciales. En todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, la Junta de Gobierno estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2017

En cuanto al comportamiento de la inflación general anual, después de haber presentado una tendencia creciente desde mediados de 2016 como resultado de una secuencia de choques de magnitud considerable que se tradujeron en cambios en precios relativos que afectaron a la inflación medida, esta alcanzó un máximo de 6.66 por ciento en agosto y presentó una disminución en septiembre del año en curso, manteniéndose en un nivel similar en octubre. Lo anterior ha sido resultado, principalmente, de dos factores. En primer lugar, del desvanecimiento parcial de los efectos de los choques a los que ha estado expuesta la economía, y, en particular, la inflación, tales como la depreciación acumulada del tipo de cambio desde finales de 2014 y los aumentos en los precios de los energéticos y al salario mínimo, así como en los precios de algunos bienes agropecuarios, a inicios de 2017. En específico, dicho desvanecimiento permitió que los precios de las mercancías, así como los de algunos energéticos, fuesen moderando su ritmo de crecimiento a lo largo del año. El segundo factor que explica los menores niveles que recientemente ha presentado la inflación, es el efecto de las medidas implementadas por el Banco de México desde diciembre de 2015 y que, dado el rezago con el que opera la política monetaria, se ha comenzado a reflejar recientemente en un cambio de tendencia, tanto en la inflación general, como en la subyacente. Los factores descritos anteriormente condujeron en un primer momento a una desaceleración en el ritmo de crecimiento de la inflación y, posteriormente, a un cambio de tendencia en la misma a partir de agosto.

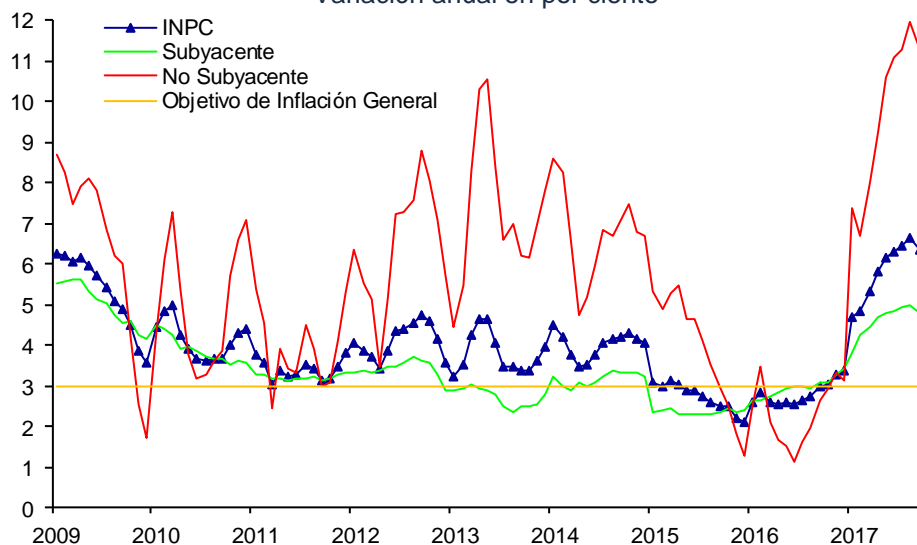
De esta forma, la inflación general anual promedio pasó de 6.10 por ciento en el segundo trimestre de 2017 a 6.48 por ciento en el tercero. No obstante, como se mencionó, en agosto este indicador alcanzó un máximo de 6.66 por ciento, mientras que en septiembre disminuyó a 6.35 por ciento, ubicándose en 6.37 por ciento en octubre, este último cambio reflejando fundamentalmente la evolución de la inflación no subyacente. En efecto, la inflación no subyacente anual promedio fue 10.31 y 11.51 por ciento en los mismos trimestres. En particular, disminuyó de un nivel de 11.98 por ciento en agosto a 11.28 en septiembre, repuntando a 11.40 por ciento en octubre en respuesta, principalmente, a nuevos aumentos en los precios del gas L.P. y en los de algunos productos agropecuarios. Como consecuencia de ello, la inflación no subyacente se ha desacelerado a un ritmo menor al esperado. En la segunda quincena de octubre, los precios del gas L.P. presentaron nuevos incrementos, mientras que los precios de algunas frutas y verduras, tales como la cebolla, el aguacate y el limón, han presentado reducciones en sus precios menores a las previstas. Adicionalmente, otros productos, como la papa, la zanahoria y la manzana, han exhibido incrementos de precio mayores a los esperados. En contraste, la inflación subyacente anual promedio registró 4.78 y 4.91 por ciento en los trimestres referidos, tocando un máximo de 5.00 por ciento en agosto y descendiendo a 4.77 en octubre (Cuadro 4, Gráfica 104 y Gráfica 108).

Cuadro 4
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
 Variación anual en por ciento

	2016			2017			Octubre
	II	III	IV	I	II	III	
INPC	2.56	2.78	3.24	4.98	6.10	6.48	6.37
Subyacente	2.91	3.00	3.28	4.19	4.78	4.91	4.77
Mercancías	3.51	3.79	3.98	5.33	6.22	6.37	5.97
Alimentos, Bebidas y Tabaco	3.69	3.89	4.26	5.93	6.82	7.29	6.73
Mercancías No Alimenticias	3.36	3.71	3.75	4.83	5.73	5.60	5.33
Servicios	2.41	2.34	2.68	3.23	3.55	3.68	3.75
Vivienda	2.21	2.32	2.40	2.52	2.56	2.61	2.65
Educación (Colegiaturas)	4.13	4.17	4.26	4.37	4.39	4.56	4.74
Otros Servicios	2.09	1.80	2.50	3.62	4.34	4.53	4.60
No Subyacente	1.46	2.10	3.14	7.38	10.31	11.51	11.40
Agropecuarios	4.48	3.81	4.98	-0.20	6.39	12.07	8.37
Frutas y Verduras	13.30	8.58	8.32	-6.88	9.60	21.80	13.21
Pecuarios	-0.01	1.26	3.09	4.02	4.54	6.50	5.50
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	-0.45	1.01	2.00	12.28	12.90	11.14	13.36
Energéticos	-1.49	-0.03	1.75	16.85	15.72	13.68	16.34
Tarifas Autorizadas por Gobierno	1.41	2.83	2.48	3.91	7.99	6.82	8.09
Indicador de Media Truncada ^{1/}							
INPC	2.62	2.86	3.18	4.22	4.69	4.71	4.70
Subyacente	3.04	3.18	3.26	4.00	4.40	4.51	4.49

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

Gráfica 104
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento

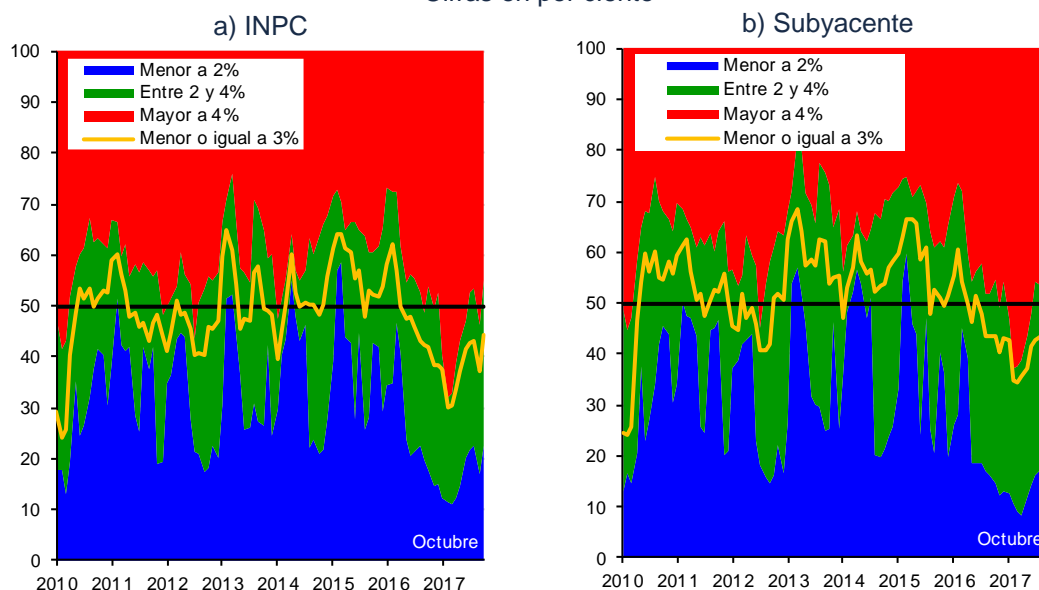


El cambio en la trayectoria que han experimentado tanto la inflación general, como la subyacente, se aprecia en mayor detalle al analizar los siguientes indicadores, los cuales presentan su comportamiento de tendencia, así como su evolución en el margen. En primer lugar, se analiza la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), tanto general, como subyacente, que presenta variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y

anualizadas dentro de tres grupos: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2 por ciento; ii) entre 2 y 4 por ciento; y iii) mayores a 4 por ciento. De igual forma se presenta el porcentaje de las canastas en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3 por ciento, y la que tiene variaciones mensuales en sus precios mayores a 3 por ciento.

Este análisis indica que el porcentaje de la canasta tanto del índice general, como del subyacente, que exhibe incrementos de precio menores a 4 por ciento ha venido aumentando (áreas azul y verde, Gráfica 105). En particular, la proporción de la canasta de bienes y servicios del índice general que presentó variaciones de precios menores a 4 por ciento fue de 44 por ciento en el segundo trimestre de 2017 y de 51 por ciento en el tercero, ubicándose en 55 por ciento en octubre. Por su parte, la proporción correspondiente a la canasta del índice subyacente pasó de 43 a 53 por ciento en los trimestres referidos, registrando 58 por ciento en octubre. En cuanto a la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios menores o iguales a 3 por ciento (área debajo de la línea amarilla), esta fue en promedio 37 por ciento en el segundo trimestre y 41 por ciento en el tercero, aumentando a 44 por ciento en octubre. Para el índice subyacente, las proporciones respectivas fueron 38 por ciento en el segundo trimestre, 43 por ciento en el tercer trimestre, y 46 por ciento en octubre.

Gráfica 105
Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Mensual Anualizado a. e.^{1/}
 Cifras en por ciento

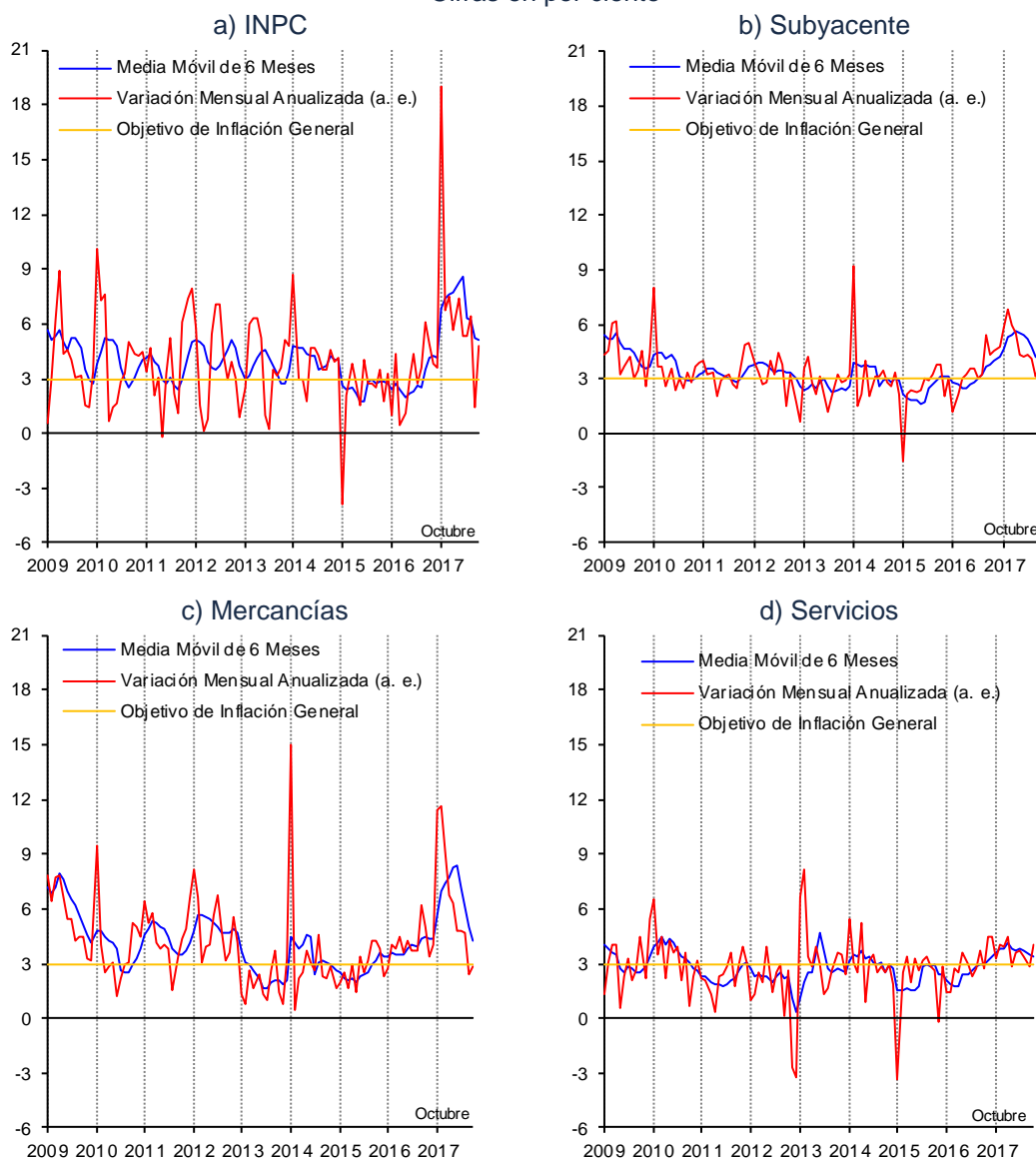


a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
 1/ Media móvil de 3 meses.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas, tanto para el índice general, como para el subyacente, han venido mostrando una tendencia a la baja desde inicios de año, ubicándose en los últimos meses en niveles cercanos a 3 por ciento, si bien con un ligero repunte en el margen. Esto último estuvo asociado, en el caso de la inflación general, a los incrementos de precios que han tenido algunos energéticos,

así como al término de la gratuidad que algunos servicios tuvieron a raíz del sismo del 19 de septiembre. En el caso de la inflación subyacente, el repunte refleja un crecimiento ligeramente mayor en los precios de los servicios como resultado, principalmente, del fin de la gratuidad en los servicios de telefonía móvil y fija, producto del sismo referido. De igual forma, las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de las mercancías y de los servicios han venido descendiendo y también se encuentran cercanas a 3 por ciento. En cuanto a la media móvil de estos indicadores, es clara la tendencia a la baja que esta exhibe en todos los casos analizados (Gráfica 106 y Cuadro 4).

Gráfica 106
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento

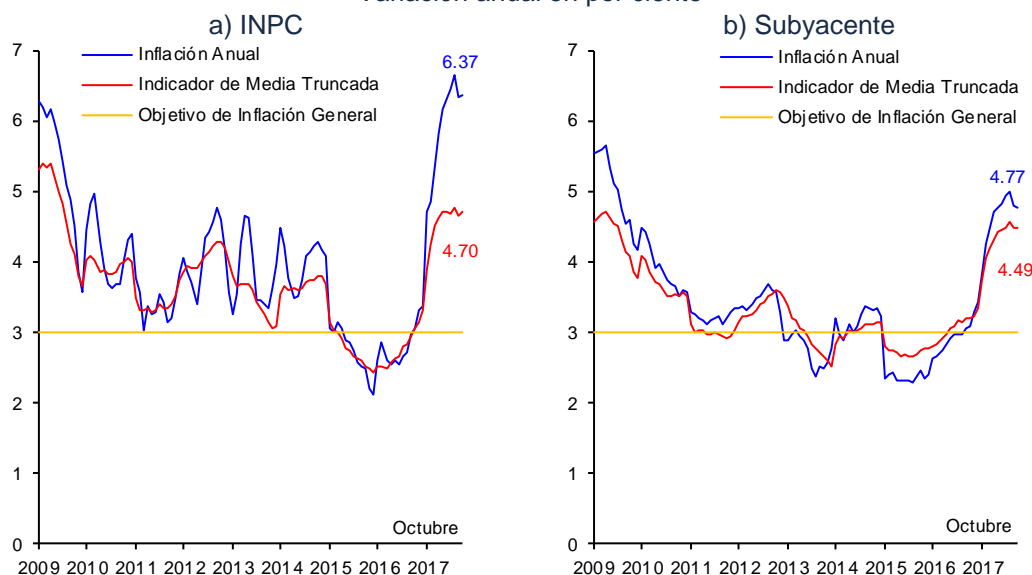


a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

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

En adición, una medida de tendencia de mediano plazo de la inflación, representada por el Indicador de Media Truncada, muestra que el nivel actual de la inflación general se explica, principalmente, por el comportamiento de algunos precios, más que por un fenómeno generalizado de incrementos de precios y que, si se excluyeran las variaciones extremas, el nivel de la inflación sería sustancialmente menor. Así, el Indicador de Media Truncada para la inflación general anual se ha mantenido relativamente estable en meses recientes, entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, pasando de 4.69 a 4.71 por ciento, mientras que en octubre registró 4.70 por ciento. Estas cifras contrastan con los niveles observados de la inflación general anual en esas fechas (6.10, 6.48 y 6.37 por ciento, respectivamente). Por su parte, el indicador correspondiente para la inflación subyacente se ubicó en 4.40 por ciento en el segundo trimestre y en 4.51 por ciento en el tercero, registrando 4.49 por ciento en octubre. Al comparar estas cifras con las inflaciones observadas, si bien las brechas que se obtienen son menores para la inflación no subyacente, se infiere que el nivel de la inflación subyacente tampoco se debe a un fenómeno de alzas generalizadas de precios (Gráfica 107 y Cuadro 4).

Gráfica 107
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
 Variación anual en por ciento

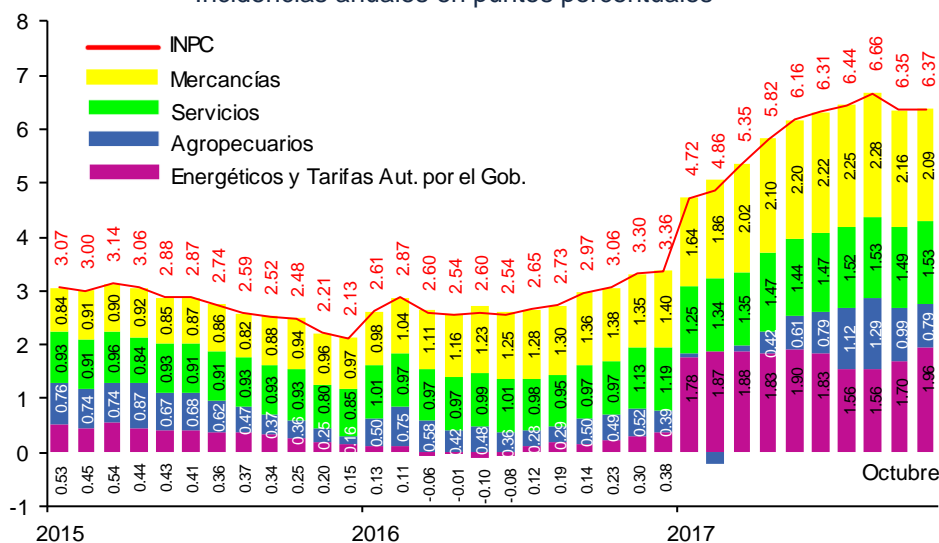


^{1/} El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos 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 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.

Uno de los factores que más ha contribuido a que recientemente se observen menores niveles de inflación ha sido el cambio de tendencia que ha experimentado el componente subyacente a partir de agosto, cuando tocó un punto máximo. En particular, este resultado se explica, principalmente, por las menores contribuciones que las tasas de crecimiento de los precios de las mercancías han tenido sobre la inflación general anual (Gráfica 108).

Gráfica 108
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



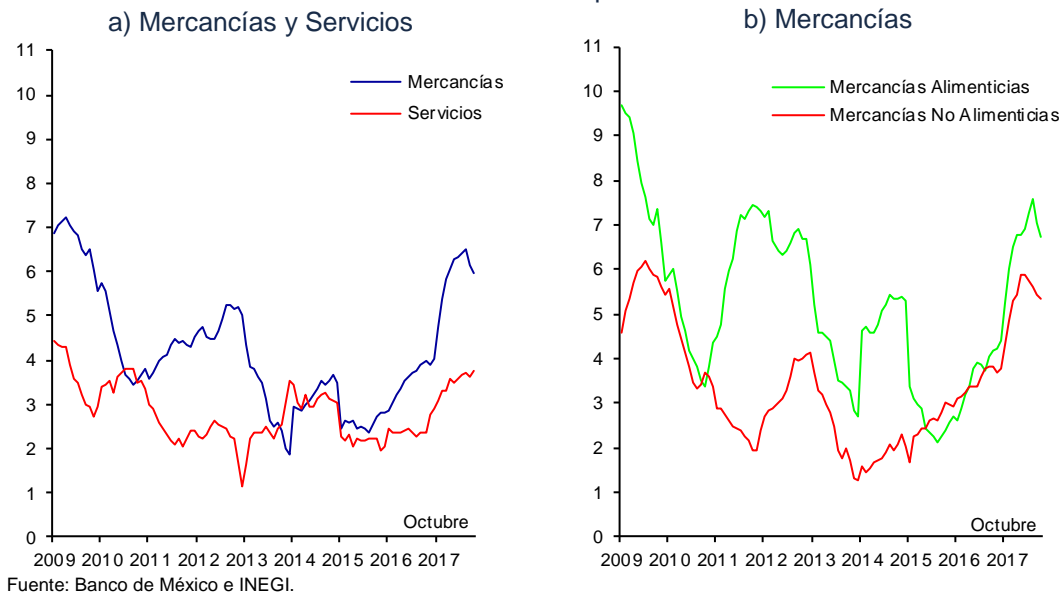
^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.
 Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

En particular:

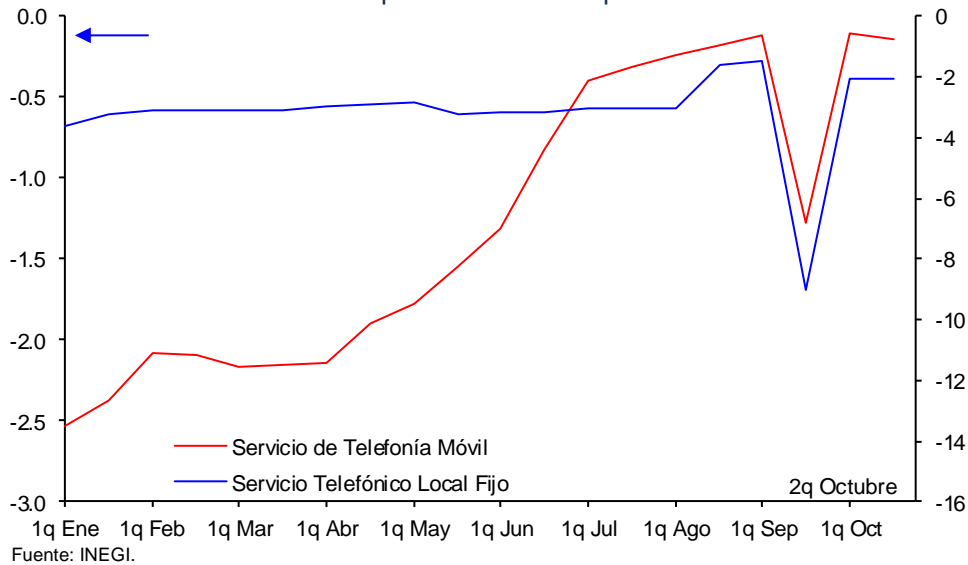
- v. En el trimestre de referencia, el subíndice de precios de las mercancías aún reflejó los efectos de la depreciación acumulada de la moneda nacional. Así, entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, su variación anual promedio fue 6.22 y 6.37 por ciento, respectivamente. Sin embargo, las tasas de crecimiento anual de este subíndice se fueron moderando gradualmente y en agosto presentaron un cambio de tendencia, de tal forma que para octubre su nivel disminuyó a 5.97 por ciento. En particular, si bien las mercancías alimenticias y las no alimenticias habían venido incrementado sus tasas de crecimiento desde mediados de 2016, a partir de finales del segundo trimestre de 2017 las no alimenticias comenzaron a exhibir disminuciones en sus variaciones anuales, mientras que las de las alimenticias continuaban aumentando. Así, al tiempo que la variación anual promedio de las mercancías alimenticias aumentó de 6.82 a 7.29 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre, las de las mercancías no alimenticias descendieron de 5.73 a 5.60 por ciento. No obstante, desde septiembre también los precios de las mercancías alimenticias presentan ya reducciones en su tasa de crecimiento. De esta forma, en octubre la variación anual de los precios de las mercancías alimenticias disminuyó a 6.73 por ciento y la de las no alimenticias bajó a 5.33 por ciento (Gráfica 109a y Gráfica 109b).
- vi. La tasa de crecimiento anual promedio del subíndice de precios de los servicios pasó de 3.55 a 3.68 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, registrando 3.75 por ciento en octubre (Gráfica 109a). Este comportamiento se debió, en buena medida, a la evolución del rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, los cuales aumentaron de 4.34 a 4.53 por ciento en los trimestres señalados,

registrando 4.60 por ciento en octubre. Lo anterior obedeció, fundamentalmente, a las menores reducciones respecto al año previo en las tarifas de telefonía móvil, así como a incrementos de precios en algunos servicios de alimentación. La gratuidad que tuvieron algunas tarifas de telefonía móvil y fija debido al sismo del 19 de septiembre provocaron una reducción en la tasa de variación de los precios de los servicios, la cual se revirtió en octubre al terminar dicha gratuidad (Gráfica 110).

Gráfica 109
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



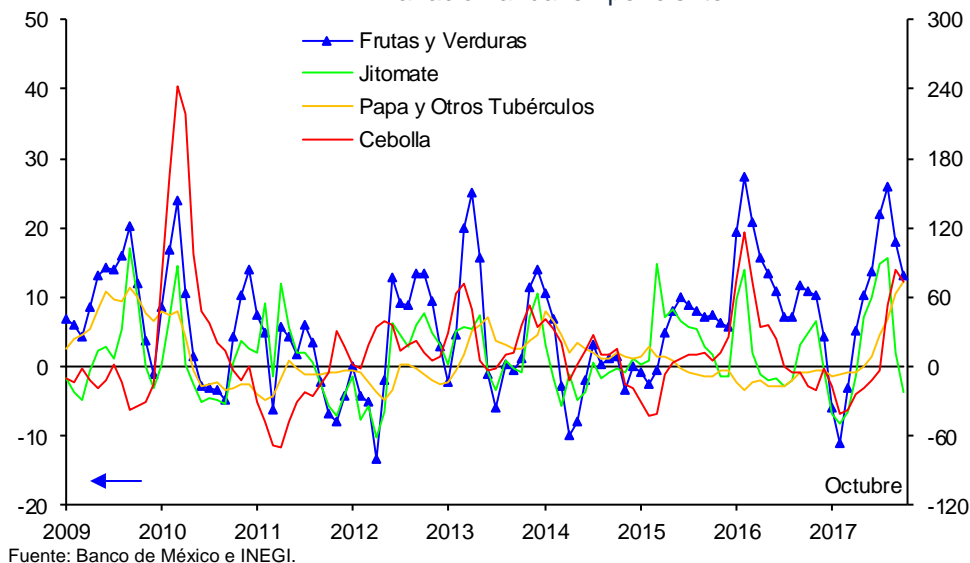
Gráfica 110
Índice de Precios de Telefonía 2017
Variación quincenal anual en por ciento



Si bien la inflación subyacente anual parece estar consolidando una tendencia a la baja, la no subyacente sigue presentando niveles elevados, que han limitado la velocidad de abatimiento de la inflación general. Una parte importante de este comportamiento se debe al aumento en los precios que algunos productos agropecuarios presentaron desde el segundo trimestre, mismos que en el margen se han comenzado a revertir. En contraste, si bien el crecimiento de los precios de los energéticos se había venido moderando desde el segundo trimestre, a partir de septiembre algunos han exhibido un aumento importante, en particular los precios del gas L.P. (Gráfica 112, Gráfica 110 y Cuadro 4).

- i. El subíndice de precios de los productos agropecuarios incrementó su tasa de variación anual promedio de 6.39 por ciento en el segundo trimestre a 12.07 por ciento en el tercero. Dentro de los productos que mayores incrementos presentaron se encuentran el jitomate, la cebolla y la papa, lo que contribuyó a que el rubro de las frutas y verduras aumentara de 9.60 a 21.80 por ciento en los trimestres señalados. No obstante, en meses recientes, las condiciones de oferta de varios productos mejoraron, como fue el caso del jitomate, de tal forma que en octubre, la variación anual del subíndice de productos agropecuarios disminuyó a 8.37 por ciento, y el del rubro de las frutas y verduras se ubicó en 13.21 por ciento (Gráfica 111).

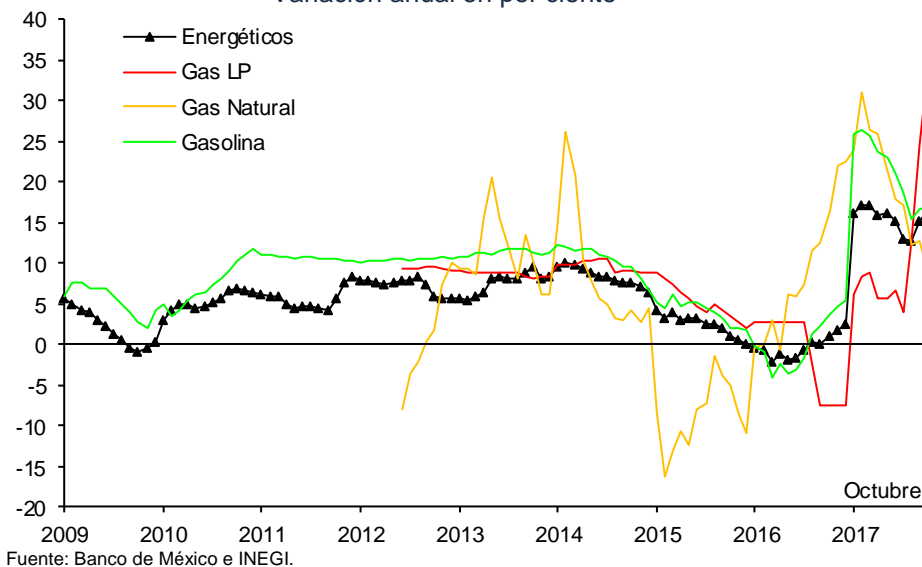
Gráfica 111
Índice de Precios de Frutas y Verduras Seleccionados
Variación anual en por ciento



- ii. La tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno disminuyó entre el segundo y el tercer trimestre de 2017 de 12.90 a 11.14 por ciento, resultado en el cual influyeron los moderados incrementos de precios que durante los primeros meses del trimestre de referencia tuvieron los precios de las gasolinas y del gas natural. No obstante, desde septiembre, tanto las gasolinas, como más notoriamente, desde la segunda quincena de octubre, el gas L.P., presentaron nuevos aumentos

de precios, con lo que la variación anual del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno aumentó a 13.36 por ciento en octubre. En particular, el rubro de los energéticos disminuyó su tasa de variación anual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2017 de 15.72 a 13.68 por ciento, para luego incrementarse y alcanzar 16.34 por ciento en octubre (Gráfica 112).

Gráfica 112
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Profundizando en lo anterior:

- Durante el trimestre de referencia, la variación mensual promedio de las gasolinas fue 0.44 por ciento, mientras que en el segundo trimestre fue -0.50 por ciento. Este comportamiento fue consecuencia, principalmente, de los incrementos en sus referencias internacionales derivadas de las afectaciones que el huracán Harvey provocó en refinerías de gasolina de Texas en la segunda mitad de agosto. En octubre, la variación mensual de los precios de las gasolinas fue 0.84 por ciento.

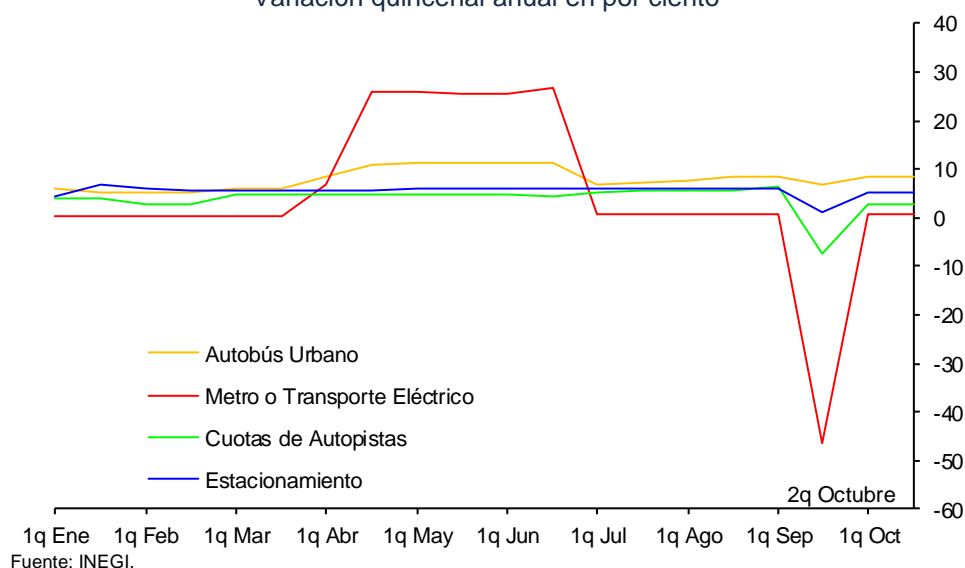
En lo referente al proceso de liberalización del precio de este combustible que actualmente se lleva a cabo en el país, el 30 de octubre entró en vigor la tercera etapa con la liberalización de los precios en los estados de Baja California Sur, Sinaloa y Durango, con excepción del municipio de Gómez Palacio, el cual formó parte de la etapa previa.³⁰

³⁰ De acuerdo con la modificación al calendario para la flexibilización de los precios de las gasolinas y el diésel en el país, la cuarta y última etapa de este proceso tendrá lugar el 30 de noviembre e incluirá a todos los estados que aún no hayan flexibilizado los precios de estos combustibles. Es decir, considera a los estados de Aguascalientes, Ciudad de México, Colima, Chiapas, Estado de México, Guanajuato, Guerrero, Hidalgo, Jalisco, Michoacán, Morelos, Nayarit, Puebla, Querétaro, San Luis Potosí, Oaxaca, Tabasco, Tlaxcala, Veracruz y Zacatecas. De igual forma, contempla a los estados de Campeche, Quintana Roo y Yucatán, para los cuales originalmente se tenía programada la flexibilización en sus precios el 30 de diciembre.

- El precio del gas L.P., liberalizado desde enero pasado, ha mostrado recientemente incrementos considerables que, primordialmente, reflejan las alzas de precio que este combustible ha tenido en los mercados internacionales, los cuales son producto, entre otros factores, de los bajos niveles en sus inventarios en relación a años previos. Aunado a lo anterior, la aún incipiente transición hacia un mercado más competitivo que experimentan algunas regiones del país podría ser un factor que esté manteniendo los precios a niveles relativamente elevados.³¹ De esta forma, su variación mensual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2017 aumentó de -0.67 a 1.70 por ciento, registrando 7.41 por ciento en octubre.
- El precio del gas natural, el cual se determina de acuerdo a su referencia internacional, ha tenido variaciones moderadas. Entre el segundo y el tercer trimestre, su variación mensual promedio fue -1.07 y 0.85 por ciento, respectivamente, reduciéndose en octubre a -0.75 por ciento.
- Desde la reducción de 2 por ciento a inicios de 2016, las tarifas eléctricas para el sector doméstico de bajo consumo se han mantenido sin cambio. Por su parte, las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) han variado en función de los costos de los combustibles necesarios para la generación de energía eléctrica. Así, durante el tercer trimestre estas tarifas presentaron variaciones mensuales de -0.2 por ciento en julio, -1.7 por ciento en agosto y de -0.9 por ciento en septiembre. En octubre y noviembre, sus variaciones mensuales fueron 0.6 y 1.5 por ciento, respectivamente.
- Las variaciones anuales promedio del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno disminuyeron de 7.99 a 6.82 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2017. En este resultado influyó la gratuidad temporal que a raíz del sismo del 19 de septiembre se otorgó en los servicios del Metro, autobús urbano y estacionamientos en la Ciudad de México, además de algunas autopistas a nivel nacional (Gráfica 113). Así, en octubre, al terminar la gratuidad referida, la variación anual del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno aumentó a 8.09 por ciento.

³¹ Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Enero – Marzo 2017, “Evolución Reciente del Precio del Gas L.P. y Consideraciones sobre su Mercado”.

Gráfica 113
Índices de Precios de Tarifas Autorizadas por el Gobierno Seleccionadas 2017
 Variación quincenal anual en por ciento

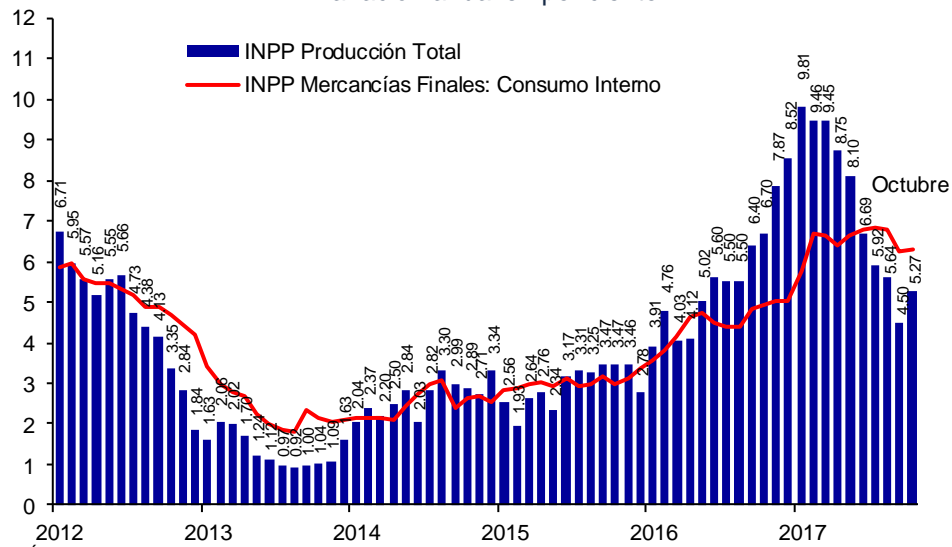


2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En relación con el Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2017 disminuyó de 7.84 a 5.35 por ciento, y posteriormente a 5.27 por ciento en octubre de 2017 (Gráfica 114). El subíndice de precios de mercancías de exportación del INPP es el que ha presentado las mayores reducciones en sus tasas de variación anual (7.04 y 2.25 por ciento en el segundo y tercer trimestre de 2017, respectivamente, mientras que en octubre de 2017 se situó en 3.94 por ciento). Esto reflejando el hecho de que, al incluir bienes que se cotizan en dólares, la variación de este índice trasladada a moneda nacional se ha visto reducida por la tendencia a la apreciación que mostró la moneda nacional en buena parte del período analizado. Por su parte, la tasa de variación anual del subíndice de precios de las mercancías finales para consumo interno muestra una incipiente tendencia a la baja (6.60 y 6.62 por ciento en el segundo y tercer trimestre de 2017, en el mismo orden, al tiempo que en octubre de 2017 disminuyó a 6.32 por ciento). Como se ha señalado en informes previos, el subíndice del INPP de las mercancías finales para consumo interno es el que tiene mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios subyacentes de las mercancías al consumidor.³²

³² Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril – Junio 2016, “¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP?”.

Gráfica 114
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 Tercer Trimestre de 2017

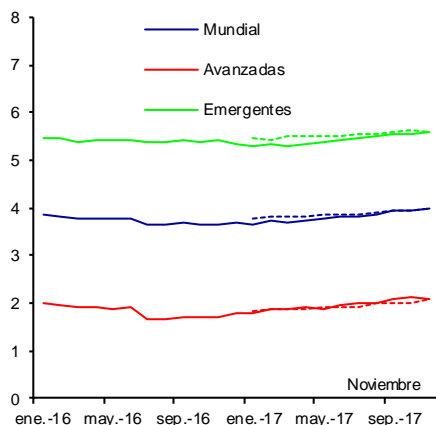
3.1. Condiciones Externas

3.1.1. Actividad Económica Mundial

La actividad económica mundial continuó expandiéndose durante el tercer trimestre del año, reflejando un ritmo de crecimiento más generalizado tanto de las economías avanzadas, como de las emergentes (Gráfica 115a). Esta expansión ha sido apoyada por un repunte de la inversión, del comercio internacional y de la producción industrial, aunado a un aumento en la confianza de los negocios y de las familias (Gráfica 115b y Gráfica 115c). No obstante, a pesar de la menor holgura que prevalece en la utilización de recursos, la inflación se mantiene por debajo de las metas de los principales bancos centrales en las economías avanzadas. Para el resto de 2017 y para 2018 se prevé que la economía global mantenga una moderada expansión. Este escenario sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo una elevada incertidumbre en el ambiente geopolítico, la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en la mayoría de las principales economías avanzadas y posibles medidas proteccionistas en diversas regiones.

Gráfica 115
Actividad Económica Mundial

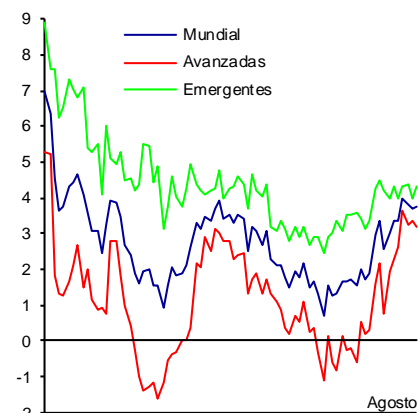
a) Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial para 2017 y 2018
Variación anual en por ciento



Nota: La línea punteada se refiere al pronóstico de crecimiento para 2018.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Consensus Forecasts y FMI.

b) Producción Industrial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: CPB Netherlands.

c) Confianza del Consumidor y de los Negocios Global
Desviaciones estándar respecto al promedio 2010 - 2017



Nota: Incluye el 65 por ciento del PIB global y se refiere al promedio ponderado por la participación de cada país en el PIB global ajustando por la paridad de poder de compra.

Fuente: Banco de México con datos de Haver Analytics.

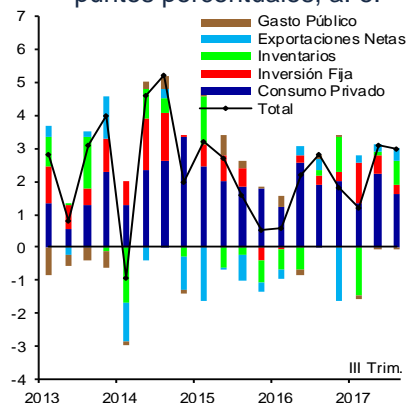
En Estados Unidos, la economía continuó registrando un crecimiento sólido durante el tercer trimestre, a pesar de los efectos significativos, pero temporales, de los huracanes Harvey, Irma y María en algunas regiones a finales de dicho trimestre. Así, el PIB creció 3.0 por ciento a tasa trimestral anualizada durante este periodo, ritmo similar al 3.1 por ciento registrado durante el segundo. Aunque a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre, el gasto en consumo privado continuó expandiéndose ante la recuperación del mercado laboral y los niveles relativamente elevados de riqueza y confianza de los hogares. Por su parte, la

inversión de los negocios se fortaleció, reflejando una continua recuperación en el sector energético y en la confianza de los negocios. Adicionalmente, las exportaciones aumentaron ante la mayor actividad económica global y la depreciación que registró el dólar hasta septiembre (Gráfica 116a y Gráfica 116b).

Por su parte, la producción industrial se contrajo temporalmente en el tercer trimestre, al registrar una caída de 0.3 por ciento a tasa trimestral anualizada (Gráfica 116c). Esto, reflejando el impacto negativo de los huracanes Harvey e Irma, los cuales afectaron las actividades extractivas, las manufacturas, y la producción de gas y electricidad. En el caso de las manufacturas, la contracción se debió, en gran parte, a la interrupción de actividades como la producción de químicos orgánicos y la refinación de petróleo en las regiones afectadas. En este sentido, la Reserva Federal estima que si se excluyera el impacto de los huracanes, la actividad industrial habría crecido alrededor de 1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el periodo referido. En octubre, la producción industrial y manufacturera se expandieron 0.9 y 1.3 por ciento a tasa mensual, respectivamente. No obstante, excluyendo los efectos del paso de los huracanes, la Reserva Federal estima que estas actividades crecieron sólo 0.3 y 0.2 por ciento respectivamente. Además, los indicadores prospectivos apuntan a una continua disipación de los efectos de los huracanes sobre la actividad industrial durante el cuarto trimestre.

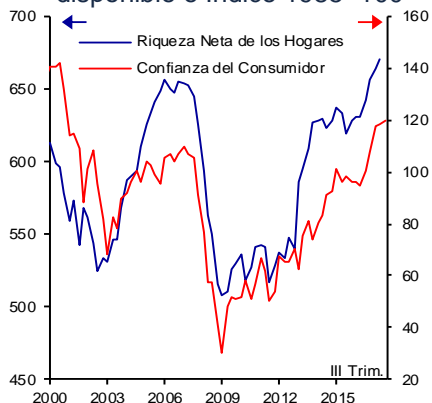
Gráfica 116
Actividad Económica en Estados Unidos

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



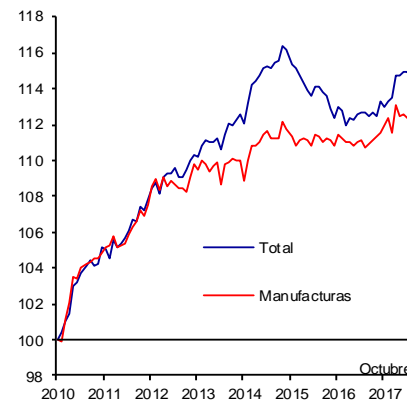
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

b) Riqueza Neta de los Hogares y
Confianza del Consumidor, a. e.
En por ciento del ingreso personal
disponible e Índice 1985=100



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

c) EUA: Actividad Industrial
Índice enero 2010=100, a. e.



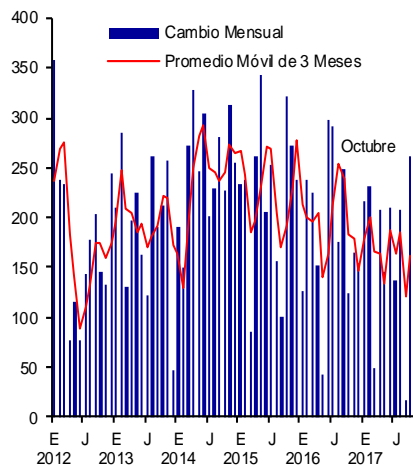
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

Este entorno de crecimiento sostenido en Estados Unidos siguió reflejándose en un continuo fortalecimiento del mercado laboral durante el periodo que cubre este Informe. En efecto, entre julio y octubre se generaron en promedio 156 mil nuevos puestos de trabajo cada mes. Si bien esta cifra es ligeramente inferior a la observada durante los primeros seis meses del año (Gráfica 117a), condujo a que la tasa de desempleo disminuyera de 4.4 en junio a 4.1 por ciento en octubre, ubicándose por debajo del nivel que la Reserva Federal estima como de largo plazo. De igual forma, indicadores como la apertura de nuevas plazas, las tasas de contrataciones y renuncias, y mediciones más amplias de la tasa de desempleo, continuaron reflejando una menor holgura en el mercado laboral (Gráfica 117b). No

obstante la continua mejoría en las condiciones del mercado laboral, los salarios han seguido creciendo a un ritmo moderado reflejando, entre otros factores, el bajo crecimiento de la productividad, cambios en la composición de la fuerza laboral y presiones competitivas para mantener los costos bajos (Gráfica 117c).

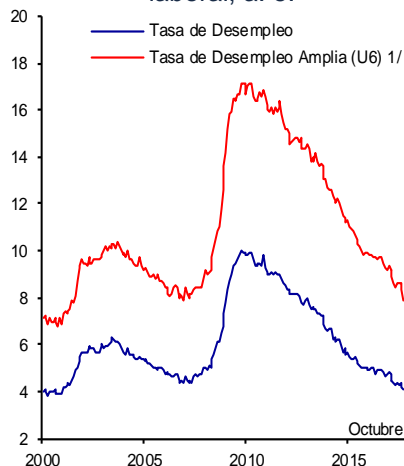
Gráfica 117
Mercado Laboral de Estados Unidos

a) EUA: Nómina No Agrícola
En miles de empleos, a. e.



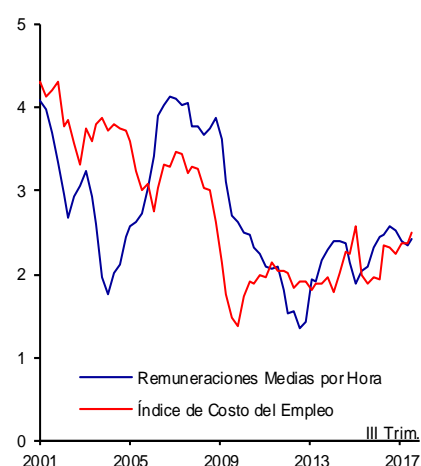
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

b) EUA: Medidas de Holgura del Mercado Laboral
En por ciento de la fuerza laboral, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Incluye también a los trabajadores de tiempo parcial que desean trabajar tiempo completo y aquellos que no fueron contabilizados como desempleados porque no buscaron trabajo en las últimas 4 semanas.
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

c) EUA: Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Las perspectivas favorables de crecimiento de la economía de Estados Unidos continúan enfrentando una elevada incertidumbre relacionada al rumbo que tomarán sus políticas económicas. Por un lado, se está discutiendo una reforma tributaria en ese país, y persiste incertidumbre sobre cuándo esta podría ser aprobada y sobre las características del posible paquete. Por otro lado, si bien se prevé que el proceso de normalización de la política monetaria sea gradual, existe el riesgo de que este sea más rápido que lo actualmente anticipado. Adicionalmente, continúa la incertidumbre sobre los resultados del proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) (ver Recuadro 5).

En la zona del euro, la actividad económica se expandió 2.5 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el tercer trimestre, ritmo similar al promedio observado durante la primera mitad del año. Dicho dinamismo siguió apoyándose en la recuperación de la demanda interna, la cual se ha beneficiado de las condiciones monetarias acomodaticias, la recuperación del crédito y los altos niveles de confianza tanto de los negocios, como de los consumidores. En contraste, las exportaciones netas se moderaron ante la fortaleza del euro durante la mayor parte de 2017. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó hacia 8.9 por ciento en septiembre, a la vez que las remuneraciones salariales han seguido aumentando a un ritmo moderado (Gráfica 118).

Recuadro 5

Análisis del Balance Comercial Manufacturero de Estados Unidos con México en Términos de Valor Agregado**1. Introducción**

La fragmentación de los procesos productivos a lo largo de diferentes países, que ha dado surgimiento a Cadenas Globales de Valor (CGV), ha resultado en un aumento sustancial de la importancia de los bienes y servicios intermedios en relación con los bienes finales en los flujos comerciales agregados. Esto ha incrementado la complejidad de las relaciones entre industrias tanto al interior de un país, como en el comercio internacional. En la mayoría de las economías, una gran cantidad de importaciones se incorporan como insumos en la producción de bienes y servicios, los cuales posteriormente se reexportan. Dicha situación conduce a que el valor bruto de las exportaciones de un país esté sistemáticamente sobre estimando el valor agregado (VA) realmente contribuido por el país en el proceso productivo.

El Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) ofrece un claro ejemplo al respecto. La proximidad geográfica entre sus miembros, los diferenciales en costos y las facilidades a la apertura comercial han llevado al surgimiento de importantes redes compartidas de producción a lo largo de diferentes sectores entre los tres países. Esto ha permitido un aumento de la competitividad y bienestar en dichas economías (Caliendo y Parro, 2015). Sin embargo, los vínculos productivos entre estos países tradicionalmente han sido evaluados en términos de la evolución del tamaño y la composición de los flujos comerciales bilaterales brutos, lo cual, como ya se mencionó, puede inducir sesgos si se toma en cuenta que el tamaño de los flujos intermedios de comercio al interior del bloque, así como la importancia de los acuerdos de producción y la facilidad con que los bienes pueden cruzar las fronteras entre estos países, pueden conducir a una distorsión significativa de la información económica contenida en los flujos brutos.

De lo anterior surge la interrogante sobre si un país debiera tener como objetivo la reducción del déficit comercial bilateral bruto. Esto, ya que este balance no considera los complejos esquemas, ni el alto grado de contenido importado en las exportaciones al interior del TLCAN, y no refleja el valor agregado que realmente un país está generando con su inserción en los flujos de comercio. Adicionalmente, la medición del valor agregado efectivamente contenido en los flujos de comercio permite cuantificar el efecto que tienen estos procesos en la actividad económica y la generación de empleo.

Para solventar esta limitación, es necesario utilizar fuentes de información que contabilicen los vínculos de flujos de producción, consumo e ingreso entre diferentes sectores o industrias, así como al interior y entre países. Este recuadro busca cuantificar el balance de comercio bilateral manufacturero entre México y Estados Unidos desde una óptica de valor agregado, utilizando la matriz insumo-producto mundial (WIOD, por sus siglas en inglés)¹ para el periodo 2002-2014.

2. Descomposición de Exportaciones y Balance Comercial Manufacturero en Términos de Valor Agregado

Koopman et al. (2014) propone un marco contable y analítico para descomponer las exportaciones brutas con el objetivo de dar seguimiento a las fuentes de valor agregado contenidas en ellas tomando en cuenta todos los vínculos productivos entre industrias y países. Wang et al. (2013) extiende este marco a la descomposición de las exportaciones a nivel sectorial y bilateral. Este recuadro utilizará este último enfoque. De manera sintetizada, la intuición detrás de este método parte de definir las exportaciones del país s al socio comercial r como:

$$E^{sr} = c^{sr} + A^{sr} x^r \quad (1)$$

Donde E^{sr} es un vector de exportaciones del país s que incluye a aquellas destinadas a consumo final (c^{sr}) y aquellas utilizadas como insumos intermedios por el país r ($A^{sr} x^r$). Aquí, A^{sr} se refiere al sub-bloque de la matriz de requerimientos técnicos para producir una unidad de producto en la WIOD que corresponde a los sectores productivos del país s (filas), utilizados como insumos en los diferentes sectores productivos del país r (columnas). Por su parte, x^r se refiere al vector de producción del país r .

¹ Para una descripción más detallada de la WIOD ver Timmer et al. (2015).

También se definen los siguientes vectores de valor agregado:

$$\begin{aligned}
 V^s B^{ss} &= \begin{bmatrix} \sum_i v_i^s b_{i1}^{ss} \\ \sum_i v_i^s b_{i2}^{ss} \\ \vdots \\ \sum_i v_i^s b_{iN}^{ss} \end{bmatrix} & V^r B^{rs} &= \begin{bmatrix} \sum_i v_i^r b_{i1}^{rs} \\ \sum_i v_i^r b_{i2}^{rs} \\ \vdots \\ \sum_i v_i^r b_{iN}^{rs} \end{bmatrix} & (2) \\
 V^t B^{ts} &= \begin{bmatrix} \sum_i v_i^t b_{i1}^{ts} \\ \sum_i v_i^t b_{i2}^{ts} \\ \vdots \\ \sum_i v_i^t b_{iN}^{ts} \end{bmatrix} & V^s L^{ss} &= \begin{bmatrix} \sum_i v_i^s l_{i1}^{ss} \\ \sum_i v_i^s l_{i2}^{ss} \\ \vdots \\ \sum_i v_i^s l_{iN}^{ss} \end{bmatrix}
 \end{aligned}$$

En los cuales el término v_i^r representa la razón de valor agregado a producción del sector i en el país n . Por su parte, el término b_{i1}^{sr} se refiere a los requerimientos totales de insumos que el i -ésimo sector del país s produce para el sector 1 en el país r . Estos términos se refieren a los elementos dentro de la matriz Leontief.² Finalmente, l_{it}^{ss} representa el elemento i,t dentro de la matriz Leontief de un país definida como $L^{ss} = (I - A^{ss})^{-1}$.

Con base en la metodología de Wang definimos las siguientes medidas de contenido de valor agregado en las exportaciones del país s al socio comercial r :

- 1) **DVA**: Contenido de valor agregado local en exportaciones de s .

$$DVA = (V^s B^{ss}) \circ c^{sr} + V^s B^{ss} \circ (A^{sr} X^r) \quad (3)$$

- 2) **FVA**: Contenido de valor agregado extranjero en las exportaciones de s al país r . Este puede provenir del socio comercial directo (r) o de terceros países.

$$FVA = \left(\sum_{t \neq s} V^t B^{ts} \right) \circ c^{sr} + \left(\sum_{t \neq s} V^t B^{ts} \right) \circ A^{sr} L^{tr} c^{tr} + \left(\sum_{t \neq s} V^t B^{ts} \right) \circ A^{sr} L^{tr} E^{tr} \quad (4)$$

Donde \circ es el operador para la multiplicación elemento por elemento o producto Hadamard, y E^{tr} son las exportaciones totales del país r .

De tal forma que las exportaciones de s a r son la suma de su contenido de valor agregado local y extranjero:

$$E^{sr} = DVA + FVA \quad (5)$$

Habiendo definido estos términos procedemos a hacer un análisis del balance comercial manufacturero de EUA con México en términos de valor agregado.³

- 1) Las exportaciones mexicanas manufactureras a EUA ($X_{US,MX}$) se desagregan como:

$$X_{US,MX} = DVA_{MX} + FVA_{US}^{MX} + \sum_{i \neq US} FVA_i^{MX} \quad (6)$$

Donde:

DVA_{MX} : Es el valor agregado mexicano contenido en las exportaciones de México a EUA.

FVA_{US}^{MX} : Es el valor agregado estadounidense en las exportaciones de México a EUA.

FVA_i^{MX} : Es el valor agregado del país i en las exportaciones de México a EUA.

N : Es el número de países en la WIOD.

- 2) Las exportaciones manufactureras de EUA a México ($X_{MX,US}$) se desagregan como:

$$X_{MX,US} = DVA_{US} + FVA_{MX}^{US} + \sum_{i \neq MX} FVA_i^{US} \quad (7)$$

Donde:

DVA_{US} : Es el valor agregado estadounidense en las exportaciones de EUA a México.

FVA_{MX}^{US} : Es el valor agregado mexicano en las exportaciones de EUA a México.

FVA_i^{US} : Es el valor agregado del país i en las exportaciones de EUA a México.

De esta forma, si el balance comercial manufacturero bilateral de EUA con México (B) se define como:

$$B = X_{MX,US} - X_{US,MX} \quad (8)$$

Es posible reagrupar los términos con base en la descomposición descrita anteriormente, de tal forma que

² Para una mayor descripción de la derivación de la matriz Leontief en el contexto de la WIOD ver el Recuadro 2 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2016 de Banco de México.

³ Los flujos de comercio brutos contenidos en la WIOD difieren de las cifras oficiales reportadas, ya sea por el Departamento de Comercio

en EUA o por el Banco de México. Las cifras de comercio brutas de este recuadro se armonizan con las cifras oficiales del Departamento de Comercio de EUA calculando el porcentaje de VA que corresponde a cada socio comercial dentro de las exportaciones de cada sector con la información de la WIOD.

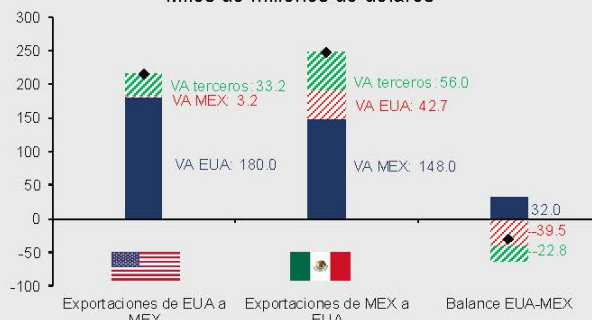
el balance comercial bruto puede expresarse como:

$$B = (DVA_{US} - DVA_{MX}) + (FVA_{MX}^{US} - FVA_{US}^{MX}) + \left(\sum_{i \neq MX} FVA_i^{US} - \sum_{i \neq US} FVA_i^{MX} \right) \quad (9)$$



La Gráfica 1 ilustra esta ecuación para el 2014. La columna izquierda muestra la descomposición de las exportaciones manufactureras de EUA a nuestro país. Estas ascendieron a 216.4 MMD en 2014, de los cuales 180 MMD corresponden a contenido de EUA, 3.2 MMD a contenido mexicano y 33.2 MMD a contenido de terceros países. Por su parte, las exportaciones manufactureras mexicanas a EUA ascendieron a 246.7 MMD, de los cuales 148 MMD corresponden a contenido mexicano, 42.7 MMD a contenido estadounidense y 56 MMD a contenido de terceros países. Es decir, una vez que se toma en cuenta el efecto de la participación de los tres países en las cadenas compartidas de producción, lo que permite identificar el contenido de valor agregado local, se observa que la relación comercial entre los miembros del TLCAN conlleva un impulso importante para la actividad económica y la generación de empleo. Adicionalmente, si bien el balance comercial manufacturero en términos brutos representa un déficit para EUA por 30.3 MMD, el balance comercial manufacturero en términos de valor agregado arroja un superávit para ese país por un monto de 32 MMD. Es decir, a pesar de que Estados Unidos tiene un déficit bruto con México en el comercio de manufacturas, una vez que se considera la contribución particular del primero a la generación de valor agregado a través de su comercio con México, resulta que el valor agregado generado por Estados Unidos e incorporado en el comercio es incluso mayor que el de México, y por ende tiene un superávit en términos de valor agregado.⁴

Gráfica 1
Descomposición de Exportaciones y del Balance Comercial Bilateral Bruto Manufacturero de Estados Unidos con México (2014)
 Miles de millones de dólares



Nota: Los rombos se refieren a las exportaciones y al balance comercial manufacturero bruto.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

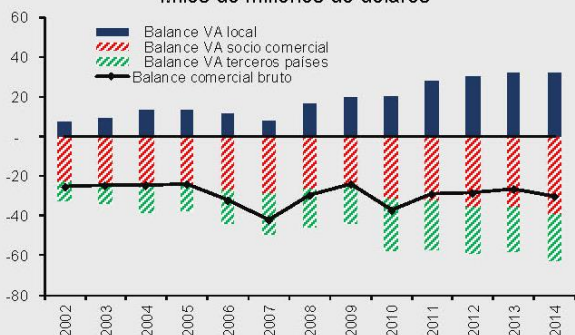
La Gráfica 2 muestra que si bien el déficit comercial manufacturero bruto para EUA se ha mantenido en niveles significativos desde 2002, el superávit en términos de VA para EUA ha aumentado consistentemente a lo largo del tiempo. De la ecuación (9) puede observarse que el balance en VA difiere del balance comercial bruto por la presencia de dos términos:

- **Balance de valor agregado indirecto del socio comercial (Término II).** Se refiere al contenido del socio comercial directo (EUA o México) en las exportaciones de los dos países. Así, el balance bruto sobre estima el déficit de EUA debido a que el contenido de VA de EUA en las exportaciones mexicanas es significativamente mayor al contenido de VA mexicano en las exportaciones de EUA. La Gráfica 2 muestra que este término ha aumentado en relevancia a lo largo del tiempo.
- **Balance de valor agregado extranjero ajeno a la relación bilateral (Término III).** Este es un término que mide la intensidad en VA de terceros países y reduce el balance comercial bruto para EUA en la medida en que el VA extranjero proveniente de otros países contenidos en las exportaciones mexicanas sea mayor que el contenido en las exportaciones de EUA. La importancia de este término se ha incrementado ligeramente a lo largo del periodo.

⁴ Utilizando la información de la OCDE de "Comercio en valor agregado" (TiVA, por sus siglas en inglés) se obtienen resultados consistentes

con las estimaciones de este recuadro en el sentido de que el déficit comercial bruto de EUA con México conlleva un superávit en términos de valor agregado.

Gráfica 2
Descomposición del Balance Comercial Bruto
Manufacturero de Estados Unidos con México
 Miles de millones de dólares



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

El Cuadro 1 extiende la metodología presentada anteriormente para descomponer el balance comercial bruto total de bienes, incluyendo los sectores agropecuarios y de minería, al tiempo que desglosa el balance manufacturero entre algunos de los principales sectores productivos. Podemos observar una dinámica similar a nivel sectorial y agregado, en el sentido que los déficits comerciales brutos que presenta EUA con México realmente conllevan un superávit de EUA en términos de valor agregado, o se reducen significativamente una vez que se toma en cuenta el componente importado de las exportaciones de ambos países.

Cuadro 1
Balance Comercial Sectorial de EUA con México (2014)
 Miles de millones de dólares

	Balance Comercial Bruto	Balance de Valor Agregado
Total bienes	-54.07	9.80
Agricultura	-3.00	-2.48
Minería	-20.82	-19.74
Manufacturas	-30.25	32.02
Electrónicos	-11.04	17.84
Equipo de transporte	-59.46	-32.97
Químicos	19.12	17.20
Maquinaria	4.02	5.64
Equipo eléctrico	-8.54	-0.15
Metales básicos	1.01	0.67
Otras manufacturas	24.64	23.79

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Asimismo, es preciso señalar que los componentes de contenido local en las exportaciones no sólo incluyen el valor agregado generado en un sector exportador, sino que también consideran la contribución que hacen los diferentes sectores de la economía local a la producción

⁵ Contrastan los casos de las exportaciones de equipo eléctrico, electrónicos y químicos de Estados Unidos en los que un porcentaje muy bajo de valor agregado proviene de otros sectores.

de las exportaciones de un sector en particular. En este sentido, las exportaciones de un sector representan un vehículo de exportación directa por parte del propio sector, pero también un vehículo de exportación indirecta del valor agregado de otros sectores. El Cuadro 2 presenta el porcentaje del VA local contenido en las exportaciones manufactureras bilaterales entre México y EUA que fue exportado indirectamente (es decir VA de un sector contenido en las exportaciones de otro sector). Puede observarse que en la mayoría de los sectores las exportaciones de EUA funcionan en mayor medida como vehículos de exportación indirecta que en el caso de las exportaciones mexicanas.⁵

Cuadro 2
Valor Agregado Local Exportado Indirectamente a través
de un Sector Distinto al que lo Generó (2014)
 En por ciento del valor agregado local total

Sector	En exportaciones estadounidenses	En exportaciones mexicanas
Alimentos	64.00	45.32
Metales básicos	63.54	51.03
Textiles y vestimenta	58.76	34.07
Equipo de transporte	58.60	42.39
Madera	57.56	46.05
Papel	57.09	47.11
Maquinaria	50.61	42.67
Min. No met.	48.91	38.56
Equipo eléctrico	45.64	49.04
Químicos	35.69	50.80
Electrónicos	19.37	40.82

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Finalmente, el Cuadro 3 presenta un análisis comparativo del balance comercial manufacturero de EUA con sus principales socios comerciales. Se observa una clara diferencia en la naturaleza de la relación comercial de Estados Unidos con los países miembros del TLCAN y con países ajenos al bloque. Así, en la mayoría de los casos, Estados Unidos presenta déficits comerciales significativos fuera del TLCAN tanto en términos brutos como en valor agregado. Por el contrario, los balances en valor agregado con los miembros del TLCAN representan un superávit significativo para EUA una vez que se controla por los altos contenidos de valor agregado importado en las exportaciones entre sus miembros, derivados de los complejos vínculos productivos al interior del bloque.

Cuadro 3
Balance Comercial Manufacturero de EUA con Países
Seleccionados (2014)

Miles de millones de dólares

	Balance Comercial Bruto	Balance de Valor Agregado
Canadá	53.39	82.97
México	-30.25	32.02
TLCAN	23.14	114.99
Alemania	-73.78	-47.30
China	-368.07	-300.06
Corea del Sur	-30.67	-12.68
India	-23.65	-15.88
Japón	-75.22	-52.89
Reino Unido	-1.53	5.74

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

3. Consideraciones Finales

La complejidad e importancia de las Cadenas Globales de Valor empaña la información económica contenida en cifras brutas de comercio debido al alto contenido de valor agregado importado en estos flujos.

El balance comercial manufacturero entre Estados Unidos y México es un claro ejemplo de ello. Si bien en términos brutos este representa un déficit significativo para EUA, una vez que se controla por el contenido importado en las exportaciones de ambos países, la relación comercial entre estos le representa un superávit significativo a EUA. En este contexto, la relación comercial de EUA con los miembros del TLCAN contrasta significativamente con su relación con otros países, en el sentido de que los déficits comerciales brutos que mantiene con estos últimos, sí representan déficits en términos de VA. Ello refleja la importancia de las relaciones y vínculos productivos al interior del bloque, que ha permitido una relación mutuamente benéfica entre sus miembros.

Referencias

Caliendo, L., & Parro, F. (2015). Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA. *The Review of Economic Studies*, 82(1), 1-44.

Koopman, R., Wang, Z., & Wei, S. J. (2014). Tracing value-added and double counting in gross exports. *The American Economic Review*, 104(2), 459-494.

Timmer, M. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R., & Vries, G. J. (2015). An illustrated user guide to the world input-output database: the case of global automotive production. *Review of International Economics*, 23(3), 575-605.

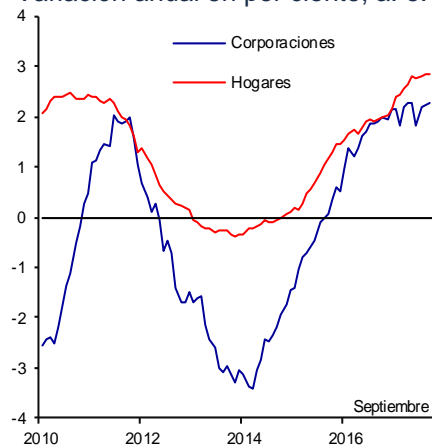
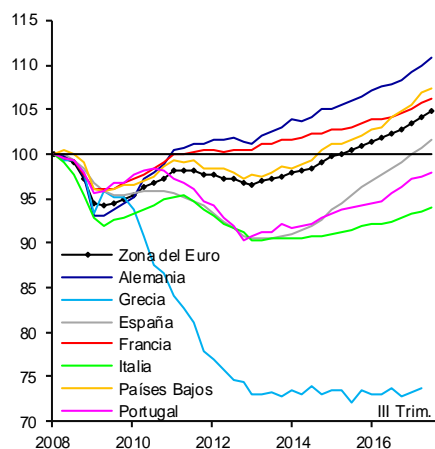
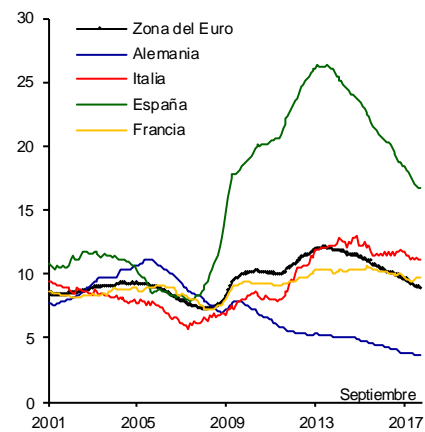
Wang, Z., Wei, S. J., & Zhu, K. (2013). Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels. National Bureau of Economic Research, WP No. w19677.

Gráfica 118

Indicadores de la Zona del Euro

b) Préstamos Bancarios al Sector Privado No Financiero

Variación anual en por ciento, a. e.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BCE.a) PIB Real
Índice 1T-2008=100, a. e.a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat.c) Tasa de Desempleo
En por ciento de la población económicamente activa, a. e.a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Haver Analytics.

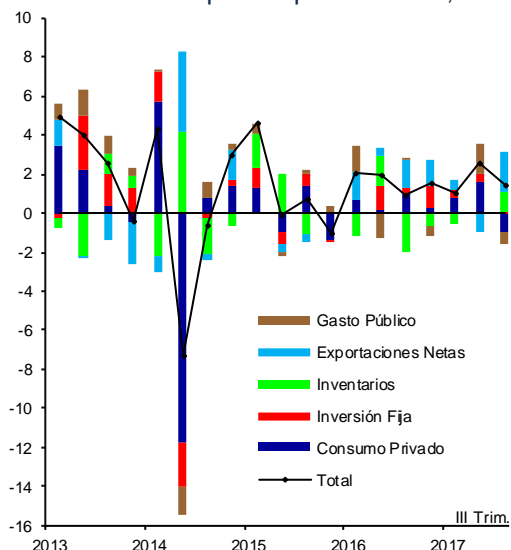
En Japón, la actividad económica creció a una tasa trimestral anualizada de 1.4 por ciento durante el tercer trimestre del año, luego de expandirse en 2.6 por ciento en el segundo (Gráfica 119a). Por una parte, el crecimiento fue apoyado por la recuperación de las exportaciones netas, la acumulación de los inventarios y la expansión de la inversión en equipo. En contraste, el consumo privado, la inversión pública y el gasto del gobierno se contrajeron respecto al trimestre previo, debido a condiciones climáticas adversas y al desvanecimiento del impulso fiscal. En este entorno, la tasa de desempleo se mantuvo en 2.8 por ciento.

En el Reino Unido, la actividad económica en el tercer trimestre se expandió a una tasa trimestral anualizada de 1.6 por ciento, comparado con el 1.2 por ciento observado durante el segundo (Gráfica 119b). Por una parte, las exportaciones netas repuntaron, apoyadas por la expansión global y la depreciación previa de la libra. Por otra parte, la inversión privada continuó creciendo moderadamente, si bien se ha debilitado ante la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el proceso de salida de ese país de la Unión Europea. En contraste, el consumo privado se mantuvo débil como resultado de la menor confianza de los consumidores y del debilitamiento del ingreso real, esto último derivado de un crecimiento moderado de los salarios y de un aumento de la inflación. En este entorno, la tasa de desempleo continuó disminuyendo para ubicarse en 4.3 por ciento en septiembre, su nivel más bajo en más de cuatro décadas.

Gráfica 119

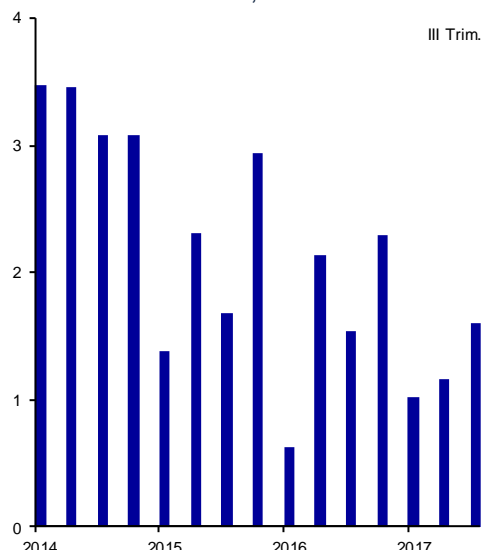
Actividad Económica en Japón y Reino Unido

a) Japón: PIB Real y sus Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribución en puntos porcentuales, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Cabinet Office.

b) Reino Unido: PIB Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



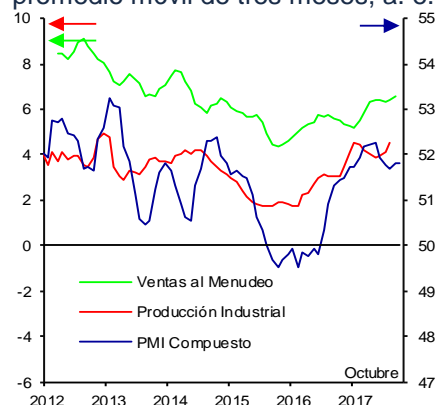
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Office for National Statistics.

La actividad productiva en la mayoría de las economías emergentes ha seguido recuperándose durante el tercer trimestre. El gasto interno aumentó, apoyado por la mejoría en la confianza del consumidor y de las empresas y por condiciones crediticias menos restrictivas. Además, la producción industrial en dichas economías continuó expandiéndose tanto por la mayor demanda externa, como por el crecimiento de la demanda interna (Gráfica 120a y Gráfica 120b).

En el caso particular de China, la actividad económica siguió expandiéndose a un ritmo relativamente elevado, de 6.8 por ciento anual, durante el tercer trimestre. Esta cifra se compara con el 6.9 por ciento observado en los dos trimestres previos (Gráfica 120c). A pesar de las políticas implementadas recientemente por el gobierno chino para promover la estabilidad financiera, los riesgos continúan siendo elevados debido al rápido crecimiento del crédito y a la elevada vulnerabilidad del sector corporativo.

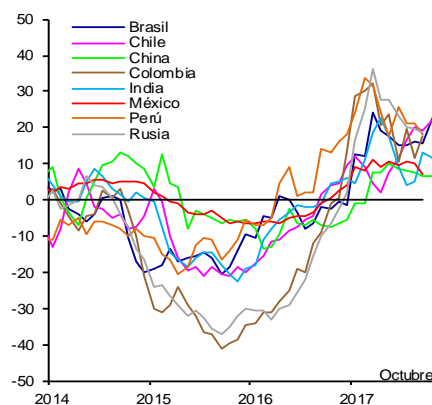
Gráfica 120
Indicadores de Economías Emergentes

a) Economías Emergentes:
Indicadores de Actividad Económica
Índice de difusión (50=neutral) y
variación anual en por ciento,
promedio móvil de tres meses, a. e.



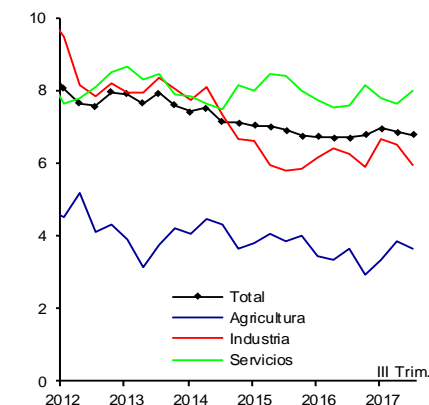
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: Producción industrial y ventas al menudeo expresadas en volúmenes.
Fuente: CPB Netherlands, Markit, Haver Analytics y FMI.

b) Economías Emergentes:
Exportaciones
Variación anual de la media móvil
de 3 meses en por ciento



Nota: Cifras nominales.
Fuente: Haver Analytics.

c) China: Producto Interno Bruto
Variación anual en por ciento

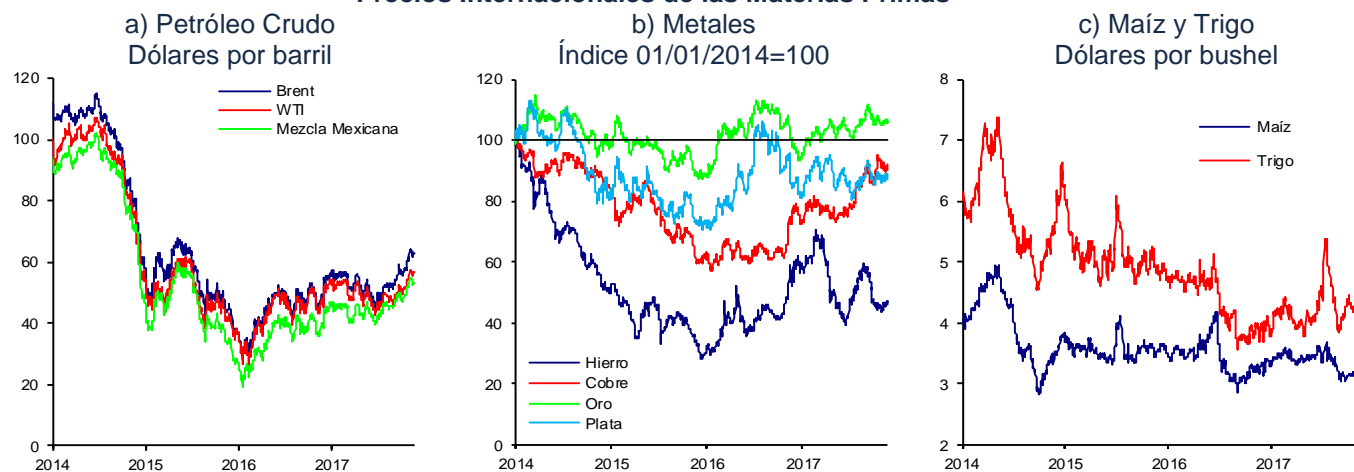


Fuente: Haver Analytics.

3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, una recuperación durante el periodo que cubre este Informe. El repunte en los precios del petróleo se debió principalmente a las condiciones favorables de demanda, al cumplimiento de los objetivos de recortes de producción acordados por diversos países, así como al efecto de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente sobre dichos precios (Gráfica 121a). Del mismo modo, los precios de los metales industriales tuvieron un crecimiento elevado en los últimos meses ante las perspectivas favorables para la actividad manufacturera global y la inversión en infraestructura en China (Gráfica 121b). En contraste, los precios de los granos disminuyeron ante los indicios de un incremento en la oferta global, luego de un periodo de elevada volatilidad (Gráfica 121c).

Gráfica 121
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



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

3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación general aumentó ligeramente en la mayoría de las economías avanzadas durante el periodo que se reporta como consecuencia del incremento en los precios de la energía y de los alimentos, si bien se ubicó por debajo de la meta de sus bancos centrales. Adicionalmente, la inflación subyacente se mantuvo en niveles bajos, reflejando el débil crecimiento de los salarios, factores idiosincrásicos y, posiblemente, aspectos estructurales como el avance tecnológico y la mayor integración económica derivada de la globalización (Gráfica 122a). Adicionalmente, las expectativas de inflación provenientes de encuestas entre analistas y las implícitas en instrumentos de mercado también se mantuvieron en niveles reducidos.

En Estados Unidos, la inflación se ha ubicado persistentemente por debajo del 2 por ciento. En efecto, el deflactor del gasto en consumo aumentó de una tasa anual de 1.4 por ciento en junio a 1.6 por ciento en septiembre, respondiendo principalmente al repunte de los precios de la gasolina a consecuencia de los huracanes. Por su parte, el indicador subyacente disminuyó de 1.5 a 1.3 por ciento en dicho periodo debido a factores idiosincrásicos, como las reducciones de precios en servicios de telefonía, servicios de alojamiento y bienes relacionados al cuidado de la salud.

En la zona del euro, la inflación general pasó de una tasa anual de 1.3 por ciento en junio a 1.4 por ciento en octubre, apoyada principalmente por el avance de los precios de alimentos no procesados. Mientras tanto, la inflación subyacente disminuyó de 1.1 por ciento en junio a 0.9 por ciento en octubre debido, principalmente, a la reducción de los precios de ciertos bienes y servicios, que se espera se revierta parcialmente en los próximos meses.

En el Reino Unido, la tasa de inflación general pasó de 2.6 por ciento en junio a 3 por ciento en octubre, su mayor nivel desde abril de 2012. Asimismo, el componente subyacente aumentó de 2.4 por ciento en junio a 2.7 por ciento en octubre. La mayor inflación se debió, principalmente, al incremento en los precios de los energéticos, a las mayores presiones inflacionarias derivadas de la

reducción en la holgura, y al continuo efecto de la depreciación que registró la libra esterlina durante el año pasado.

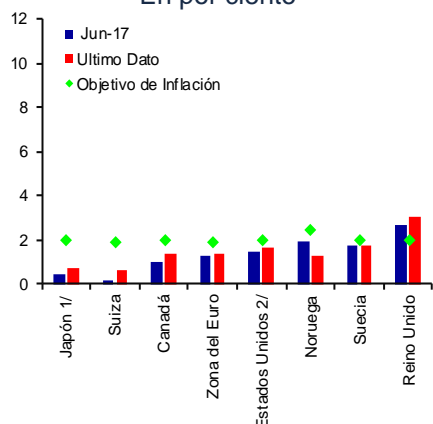
En Japón, la inflación general aumentó de 0.4 por ciento en junio a 0.7 por ciento en septiembre. Mientras tanto, el indicador subyacente, que excluye alimentos frescos y energía, avanzó de 0 a 0.2 por ciento en dicho periodo. Lo anterior se explica por una mayor estabilidad en los componentes de servicios y bienes subyacentes. No obstante, las expectativas inflacionarias se mantuvieron bajas.

En la mayoría de las economías emergentes, las presiones inflacionarias continuaron siendo moderadas, debido principalmente a que aún prevalece un nivel significativo de holgura en la mayoría de las regiones. En particular, la inflación se ubicó en su nivel más bajo de la última década en países como Brasil y Rusia, mientras que se mantuvo por debajo de la meta de sus bancos centrales en países como Tailandia, China y Chile. No obstante, en otras economías emergentes la inflación aumentó debido a factores idiosincrásicos, destacando los casos de Turquía, como reflejo del impacto en los precios del debilitamiento de su divisa, y Argentina, ante el incremento en tarifas administradas por el gobierno (Gráfica 122b).

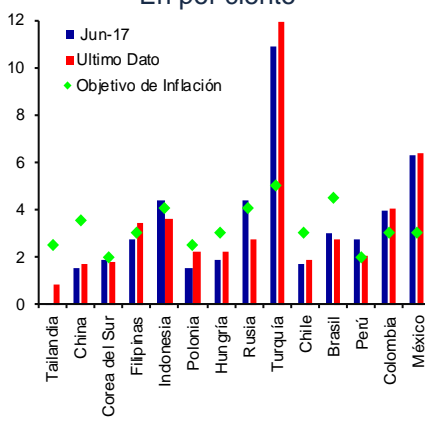
Gráfica 122

Inflación General Anual en Economías Avanzadas y Emergentes y Tasas de Interés de Referencia

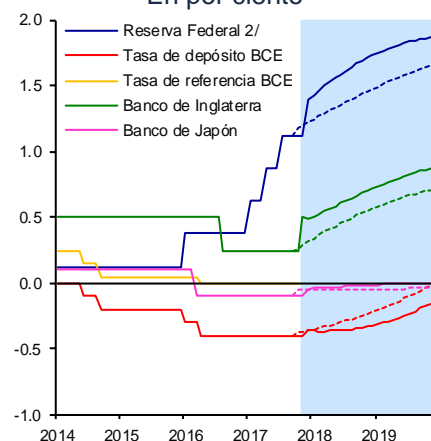
**a) Economías Avanzadas:
Inflación General
En por ciento**



**b) Economías Emergentes:
Inflación General
En por ciento**



**c) Tasas de referencia y trayectorias implícitas en Curvas OIS 1/
En por ciento**



1/ Excluye alimentos frescos.

2/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo. Cifra con ajuste estacional.

Fuente: Haver Analytics.

Fuente: Haver Analytics.

1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día. Las líneas punteadas se refieren a la trayectoria implícita al 30/jun/2017 y las continuas al 21/nov/2017.

2/ Promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales.

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

3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno donde la inflación y sus expectativas se mantienen persistentemente bajas, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron políticas monetarias acomodaticias, si bien algunos de estos continuaron o iniciaron con su gradual normalización. Hacia adelante, persiste la perspectiva de que dichas políticas continuarán siendo laxas. Los instrumentos de deuda de las economías avanzadas continuaron reflejando la

expectativa de que los incrementos en las tasas de interés de referencia se darán de forma gradual (Gráfica 122c).

Si bien en su reunión de noviembre la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio, por tercera ocasión consecutiva, el rango objetivo de la tasa de fondos federales entre 1 y 1.25 por ciento, las perspectivas de que incremente su tasa en diciembre se han reforzado. En su último comunicado, describió el crecimiento como sólido por primera vez desde principios de 2015. La Reserva Federal también destacó que la inflación subyacente se mantiene baja, si bien continúa anticipando que converja gradualmente a su meta de 2 por ciento. Ante esto, dicha Institución agregó que la postura más adecuada continúa siendo la de un ajuste gradual de la política monetaria, reiterando que continuará vigilando de cerca la evolución de la inflación. Adicionalmente, tal como lo anunció en su reunión de septiembre, esa Institución inició el programa de reducción de su hoja de balance en octubre.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo, en octubre, el nivel de sus tasas de interés de referencia y anunció que a partir de enero de 2018 reducirá el monto mensual de compras de bonos de 60 a 30 mil millones de euros, ampliándolo hasta septiembre de 2018. Además, enfatizó que dicho programa podría extenderse por más tiempo en caso de que la trayectoria esperada de la inflación no sea congruente con el logro de su meta. Por otra parte, el BCE hizo hincapié en que, una vez que termine el programa de compra de activos, continuará reinvertiendo los vencimientos de los mismos por un período extendido. Además, reiteró que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles actuales más allá del término del programa de compra de valores.

El Banco de Inglaterra, en su reunión de noviembre, elevó en 25 puntos base su tasa de referencia por primera vez desde julio de 2007 y mantuvo sin cambio su programa de compra de bonos. Dicho ajuste se dio como respuesta al incremento en la inflación por encima de su objetivo, en un contexto en el que considera que la holgura que prevalece en el mercado laboral es limitada. No obstante, en su comunicado, dicha Institución enfatizó los efectos negativos sobre su economía de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, destacando que dicho evento ha acentuado las tendencias negativas que se venían observando en la inversión y en la oferta laboral, disminuyendo el ritmo al que la economía puede crecer sin generar inflación. Adicionalmente, el Comité de Política Monetaria destacó que cualquier incremento adicional de su tasa de referencia será gradual y limitado.

El Banco de Japón, en octubre, mantuvo sin cambio su tasa de referencia, las características de su programa de compra de activos y su guía para el manejo de la curva de rendimientos. Ello en una reunión en la que revisó a la baja sus perspectivas inflacionarias para 2017 y 2018, mientras que reafirmó su expectativa de que alcanzará su meta de inflación de 2 por ciento en 2019. Dicha Institución destacó que, si bien los riesgos a la actividad económica se han balanceado, aquellos para la inflación continúan sesgados a la baja. Ante esto, algunos de sus miembros reiteraron que es pronto para hablar de un retiro de estímulos monetarios.

El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 1 por ciento en su reunión de octubre, luego de haberla incrementado en 25 puntos base en cada una de sus dos reuniones previas. En su comunicado más reciente, dicha Institución mostró un tono menos restrictivo, al indicar que aún hay holgura en el mercado laboral, lo que permitiría un mayor crecimiento económico sin generar presiones inflacionarias en el corto plazo. Además, señaló que prevé que el

reciente fortalecimiento del dólar canadiense retrase ligeramente la convergencia de la inflación hacia su meta de 2 por ciento, la cual espera se dé en la segunda mitad de 2018.

Por su parte, en algunas economías emergentes, tales como Brasil, Chile, Colombia, India, Indonesia, Perú y Rusia, las posturas monetarias se continuaron relajando, en línea con las bajas presiones inflacionarias. No obstante, en ciertos casos particulares, los bancos centrales aumentaron su tasa de interés de política en respuesta a factores idiosincrásicos, como en el caso de Argentina y República Checa.

Durante el periodo que cubre este Informe, los mercados financieros se beneficiaron del escenario de mayor recuperación económica, del incremento en la expectativa de que se apruebe un paquete fiscal en Estados Unidos y de la perspectiva de que las condiciones monetarias continúen siendo acomodaticias (Gráfica 123 y Gráfica 124). En este contexto, en las economías avanzadas y en algunas emergentes los precios de los activos financieros continuaron aumentando. En particular, los índices accionarios registraron nuevos máximos históricos en algunas economías avanzadas. Por su parte, luego de depreciarse contra las principales monedas durante la mayor parte del año, el dólar estadounidense experimentó una apreciación a partir de septiembre, en parte reflejando el avance esperado en la normalización de su política monetaria. A su vez, en algunas economías emergentes siguieron observándose entradas de capitales. Esto, en un entorno en el que prevaleció la búsqueda de rendimientos y la baja volatilidad.

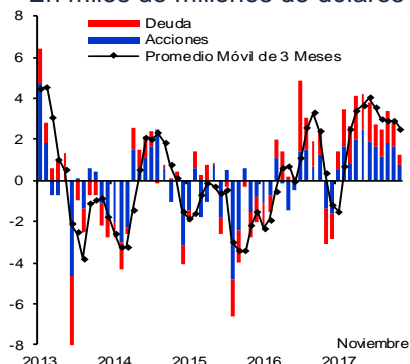
No obstante, hacia adelante persiste la posibilidad de escenarios más adversos, en particular ante la incertidumbre que aún existe sobre el proceso de normalización monetaria de las economías avanzadas, las tensiones geopolíticas en diversas regiones, así como los riesgos a la integración comercial a nivel global. Además, existen preocupaciones sobre algunos de los elementos que podrían contener la propuesta final de reforma tributaria de Estados Unidos. En este contexto, no se pueden descartar episodios de volatilidad y ajustes en las valuaciones de los activos financieros en caso de materializarse alguno de estos escenarios.

Gráfica 123

Indicadores Financieros de Economías Emergentes Seleccionadas

a) Flujos Mensuales de Fondos Dedicados a Economías Emergentes ^{1/}

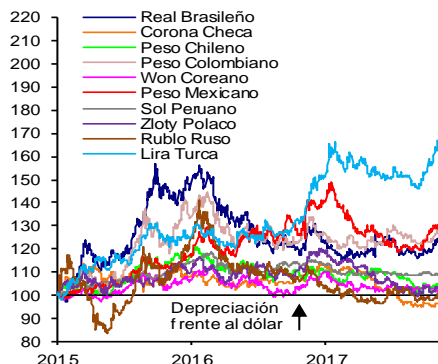
En miles de millones de dólares



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.

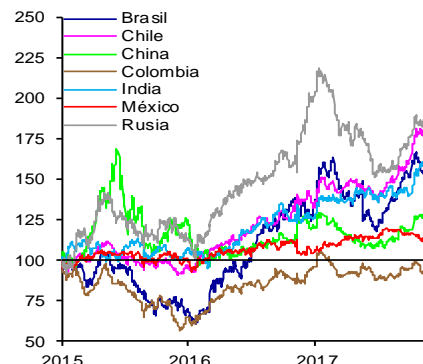
Fuente: EPFR.

b) Tipo de Cambio Índice 01/01/2015=100



Fuente: Bloomberg.

c) Mercados Accionarios Índice 01/01/2015=100



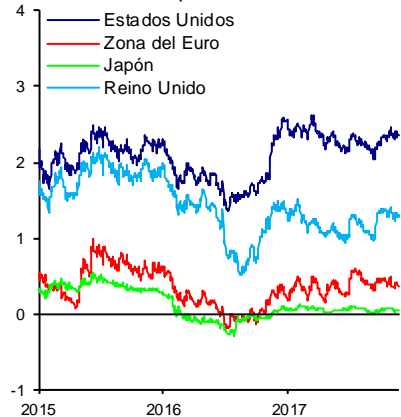
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 124

Indicadores Financieros de Economías Avanzadas Seleccionadas

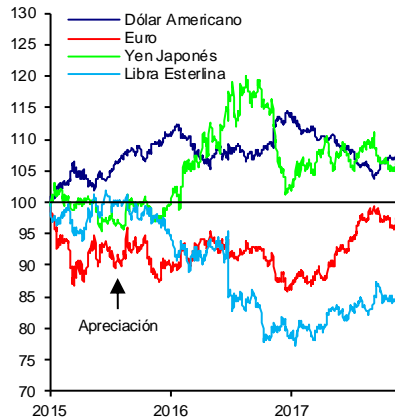
a) Rendimiento de los Bonos a 10 Años

En por ciento

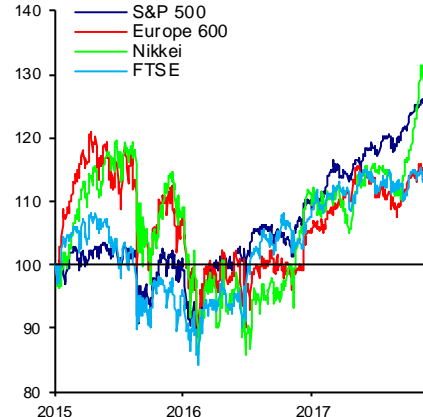


Fuente: Bloomberg.

b) Tipo de Cambio Índice 01/01/2015=100



c) Mercados Accionarios Índice 01/01/2015=100



3.2. Evolución de la Economía Mexicana

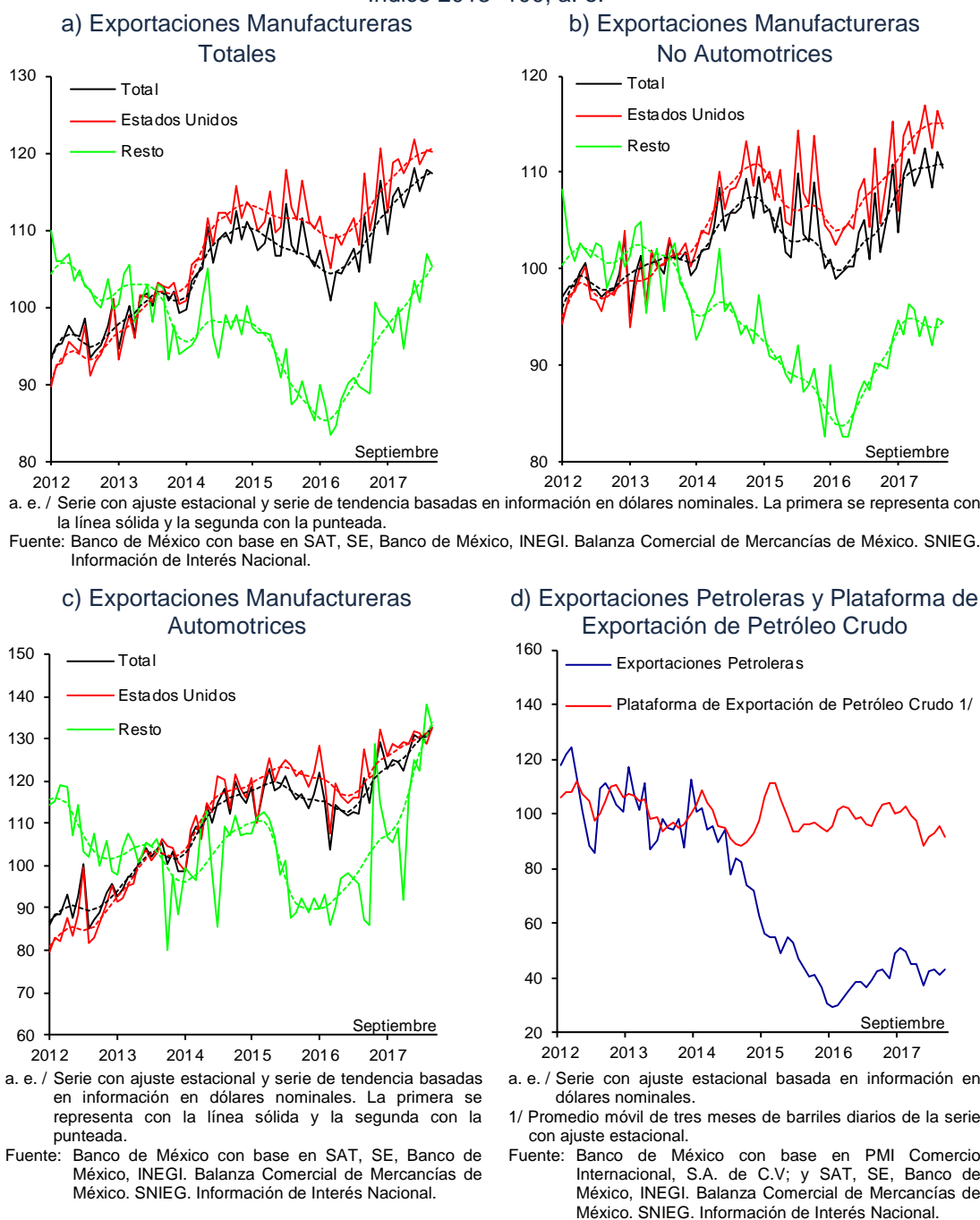
3.2.1. Actividad Económica

En el tercer trimestre de 2017, la economía mexicana registró una contracción, la cual reflejó tanto una desaceleración más acentuada de algunos componentes de la demanda agregada, como los efectos adversos, aunque temporales, ocasionados por los sismos y por la importante reducción de la producción petrolera que tuvieron lugar en septiembre.³³ En particular, si bien la demanda externa mantuvo una trayectoria creciente, se aprecia cierta desaceleración en el consumo privado, además de que prevaleció la debilidad que la inversión ha venido mostrando desde mediados de 2015.

En cuanto a la demanda externa, en el periodo julio – septiembre de 2017 las exportaciones manufactureras siguieron expandiéndose, después de la tendencia negativa que registraron durante 2015 y principios de 2016 (Gráfica 125a). El incremento que presentaron durante el trimestre que se reporta se originó del avance de las exportaciones automotrices, en especial de las dirigidas a destinos distintos de Estados Unidos, toda vez que las no automotrices permanecieron en niveles similares a los observados el trimestre previo. Esto último reflejó, en buena medida, el estancamiento en los envíos a países distintos a Estados Unidos, si bien las dirigidas a ese país también mostraron cierta desaceleración (Gráfica 125b y Gráfica 125c). A su vez, las exportaciones petroleras exhibieron un aumento en el tercer trimestre del año, aunque continuaron situándose en niveles particularmente bajos. El alza de estas exportaciones en el trimestre se debió tanto a un mayor precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, como a un mayor volumen de crudo exportado (Gráfica 125d). En efecto, a pesar de la notoria caída en la plataforma de producción petrolera en el periodo que se reporta, el nivel de las exportaciones de crudo se incrementó.

³³ El 31 de octubre de 2017, el INEGI publicó la nueva información del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM) derivada del cambio de año base de 2008 a 2013. Destaca que con información del PIB del periodo 1993 a 2016 la tasa anual promedio de crecimiento se modificó de 2.59 por ciento con el año base 2008 a 2.46 por ciento con el año base 2013. No obstante, los nuevos datos indican que el ritmo de expansión del PIB en los años más recientes fue mayor al anteriormente publicado. En particular, las tasas de crecimiento del PIB pasaron de 2.27, 2.65 y 2.29 por ciento en 2014, 2015 y 2016, respectivamente, a 2.85, 3.27 y 2.91 por ciento, en ese mismo orden.

Gráfica 125
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.



De acuerdo a su indicador mensual, en el bimestre julio – agosto de 2017 el consumo privado continuó presentando una tendencia positiva, si bien registró cierta desaceleración respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016 (Gráfica 126a). En efecto, se aprecia una desaceleración del consumo de bienes durante la primera mitad de 2017, si bien en los meses más recientes este mostró

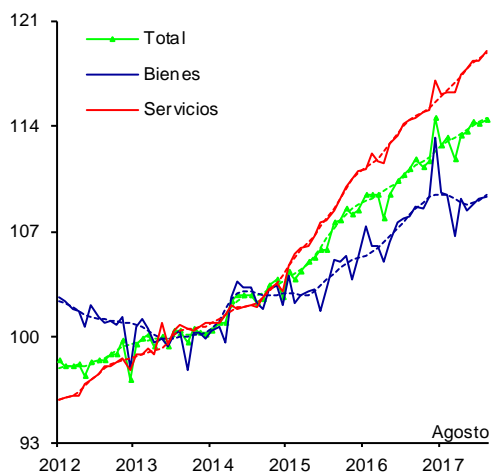
cierta recuperación. En contraste, el consumo de servicios siguió exhibiendo una trayectoria creciente.

- i. No obstante que algunos determinantes del consumo han presentado cierta desaceleración en lo que va del año, estos siguen contribuyendo a que el consumo privado se mantenga en niveles relativamente elevados. En particular, como resultado del crecimiento de la población ocupada remunerada, la masa salarial real continúa ubicándose en niveles por encima de los observados en 2008, a pesar del efecto que la inflación ha tenido sobre las remuneraciones reales (Gráfica 127a). Asimismo, los ingresos por remesas se mantienen en niveles particularmente altos, al tiempo que la confianza del consumidor ha recuperado los niveles reportados a principios de 2016, si bien aún se mantiene por debajo de los registrados en 2015 (Gráfica 127b y Gráfica 127c).
- ii. Sin embargo, después del dinamismo exhibido en 2016, indicadores oportunos, si bien de menor cobertura, como los ingresos en establecimientos al por menor y las ventas de vehículos ligeros, han mostrado una tendencia negativa en lo que va del año (Gráfica 126b). Adicionalmente, se ha observado recientemente una desaceleración en el crédito al consumo (ver Sección 3.2.3).
- iii. Finalmente, también es posible que la desaceleración del consumo esté asociada, en cierta medida, a la incertidumbre en torno a la renegociación del TLCAN.

Gráfica 126
Indicadores de Consumo

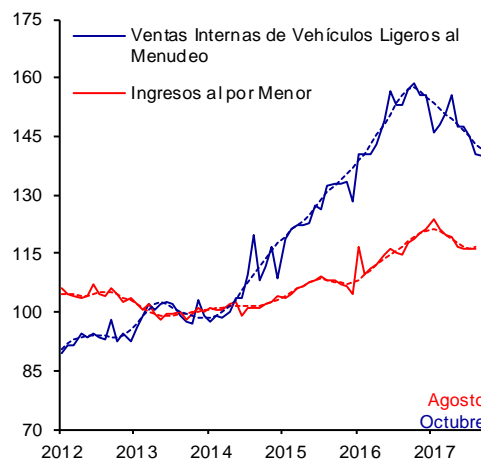
Índice 2013=100, a. e.

a) Consumo Privado Total, Consumo de Bienes y de Servicios Nacionales



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 (SCNM), INEGI.

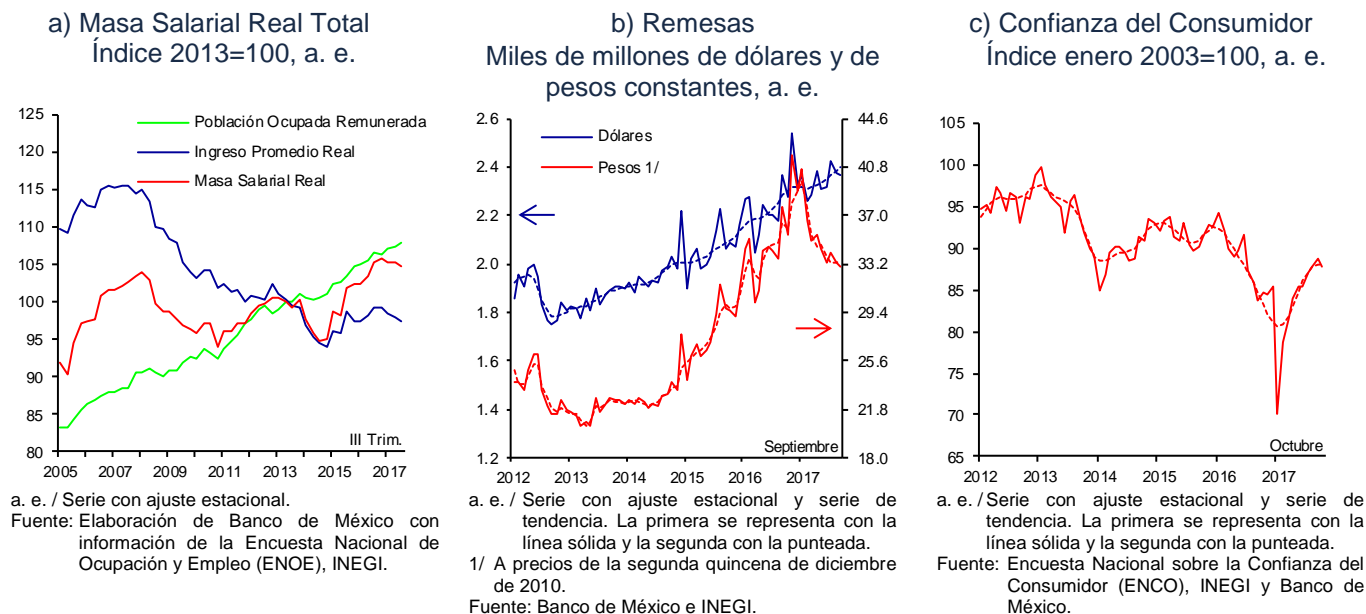
b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor



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) y de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI.

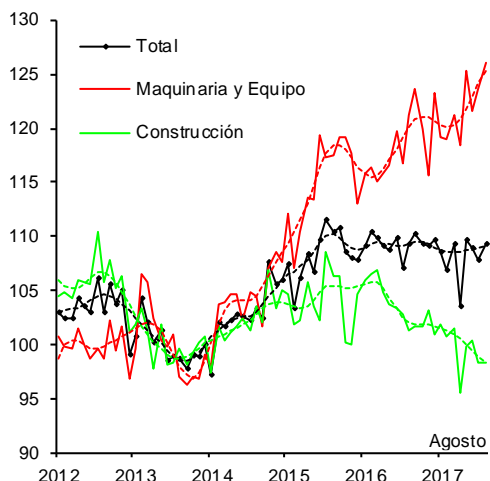
Gráfica 127
Determinantes del Consumo



Por su parte, a inicios del tercer trimestre de 2017 persistió la atonía que la inversión ha venido mostrando desde la segunda mitad de 2015 (Gráfica 128a). En particular, la trayectoria creciente de la inversión en maquinaria y equipo se ha visto contrarrestada por la tendencia decreciente en el gasto de inversión en construcción. A la expansión de la inversión en maquinaria y equipo ha contribuido el crecimiento tanto del rubro nacional como del importado (Gráfica 128b). Al interior de la inversión en construcción, el componente residencial siguió exhibiendo un débil desempeño, al tiempo que el no residencial mantuvo la trayectoria decreciente que ha registrado desde inicios de 2015 (Gráfica 128c). A su vez, esto último ha reflejado la tendencia negativa del gasto en inversión pública, así como la desaceleración de la inversión privada desde mediados de 2016 (Gráfica 128d). Cabe notar que desde entonces la retórica más proteccionista en Estados Unidos ha generado un ambiente de incertidumbre en torno al futuro de la política comercial de ese país en general y de la relación bilateral entre México y Estados Unidos en particular. En este contexto, diversas empresas podrían estar aplazando sus decisiones de inversión en el país o disminuyendo los montos de las mismas. Así, la evolución de la inversión extranjera directa en México parecería ubicarse en niveles inferiores a los que se observarían en ausencia de dicha incertidumbre (ver Recuadro 6).

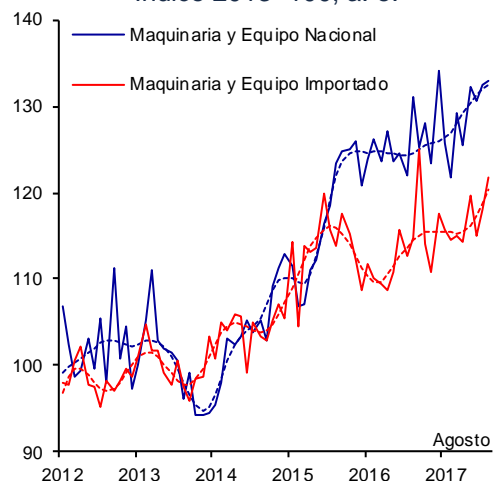
Gráfica 128
Indicadores de Inversión

a) Inversión y sus Componentes
Índice 2013=100, a. e.



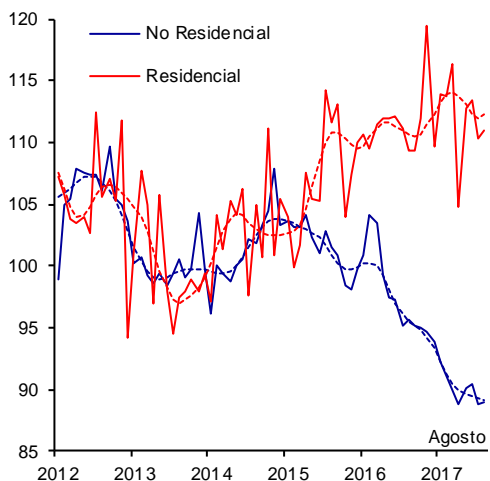
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

b) Inversión en Maquinaria y Equipo Nacional e Importado
Índice 2013=100, a. e.



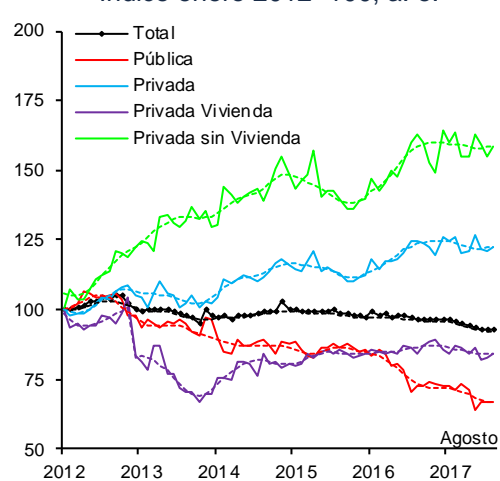
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

c) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial
Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

d) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índice enero 2012=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 ENEC, INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto el total.

Recuadro 6

Estimación del Efecto de la Incertidumbre Relativa a la Política Comercial sobre la Inversión Extranjera Directa en México

1. Introducción

Desde mediados de 2016, con el proceso electoral en Estados Unidos y posteriormente la entrada de la nueva administración, ha predominado una retórica proteccionista en ese país que ha generado un ambiente de incertidumbre en torno al futuro de la política comercial estadounidense y, en particular, respecto a la relación bilateral de ese país con México. Específicamente, prevalece la percepción de que existe un riesgo latente de que en el futuro las autoridades estadounidenses implementen medidas de política que obstaculicen el comercio internacional, en detrimento de las ganancias en eficiencia a las que han dado lugar las cadenas de valor, tanto globales como regionales. En el caso de México, la incertidumbre respecto a la política comercial de Estados Unidos se ha visto reflejada en la posibilidad de que ese país abandone el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), o que se dé un cambio sustancial en las condiciones comerciales que dicho tratado implica. Esta posibilidad parecería haber ocasionado que, en tanto no se tenga certeza sobre el futuro del TLCAN, diversas empresas hayan optado por posponer o reducir sus inversiones en México. En particular, dado que la inversión extranjera directa (IED) está altamente relacionada con la inserción de México en las cadenas de producción compartida de América del Norte y del acceso preferencial de las exportaciones mexicanas a Estados Unidos, es de esperarse que este tipo de inversión esté siendo especialmente susceptible a verse afectada por el ambiente de mayor incertidumbre.¹

En este contexto, este recuadro analiza el efecto que la incertidumbre en torno a la política comercial de Estados Unidos y al futuro del TLCAN ha tenido sobre los flujos de IED a México. En particular, se construyó un Índice de Incertidumbre de la Política Comercial para obtener una medida del grado de esta incertidumbre, el cual se incluyó como variable explicativa en un modelo econométrico del comportamiento de la IED. Los resultados indican que la mayor incertidumbre sí ha

tenido un impacto negativo sobre la IED que ha recibido México en los últimos trimestres.

2. Índice de Incertidumbre sobre la Política Comercial (IIPC)

Si bien es un hecho que la incertidumbre puede afectar las decisiones de los agentes económicos en general y de los inversionistas en particular, el análisis empírico de este efecto se ha dificultado debido a la carencia de medidas que la cuantifiquen. Recientemente, Baker y sus coautores (2016) han propuesto medir la incertidumbre respecto al entorno económico mediante índices del número de veces que ciertas palabras aparecen en artículos periodísticos y noticiosos.² Con el mismo espíritu, en este Recuadro se utilizó la información disponible en *Google Trends* sobre la intensidad de búsquedas en Internet relacionadas con varios términos asociados con el comercio internacional y el TLCAN —por ejemplo, “renegociación TLCAN” o “libre comercio”— para obtener un índice que refleje el grado de incertidumbre en torno a la política comercial relacionada con el TLCAN. Este índice permite capturar la incertidumbre no solo en lo concerniente al régimen arancelario que podría prevalecer, sino también con respecto a la posibilidad de que se implementen barreras no arancelarias al comercio en la región, o que se afecten las condiciones de certidumbre para la inversión. La Gráfica 1 muestra el Índice de Incertidumbre sobre la Política Comercial (IIPC) que resulta de considerar las búsquedas a nivel nacional. Se puede apreciar que este índice captura claramente que, desde el tercer trimestre de 2016, ha prevalecido un ambiente de mayor incertidumbre e, incluso, se observa que recientemente la incertidumbre se ha recrudecido, posiblemente como resultado de las dificultades que se han presentado en el proceso de renegociación del TLCAN.³

Es natural suponer que el incremento de la incertidumbre varíe a nivel estatal. En particular, es probable que la incertidumbre con respecto a temas comerciales se haya incrementado más en aquellos estados que están más integrados con los mercados

¹ El análisis de este Recuadro está relacionado con el presentado en el Recuadro 2 del Informe Trimestral Enero – Marzo de 2017 (Recuadro 2: Análisis del Desempeño Reciente de la Inversión Privada) en el cual se mostró evidencia del efecto negativo que la pérdida en la confianza de los empresarios desde principios de 2016 ha tenido sobre la formación bruta de capital fijo en México. En este caso, la medida de incertidumbre propuesta busca capturar en particular la preocupación por las políticas comerciales y no un sentimiento negativo respecto al estado más general de la economía.

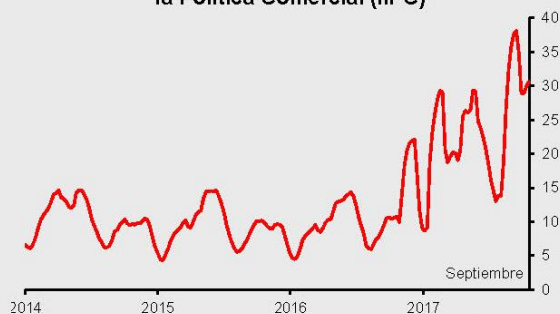
² Ver Baker, S.R., Bloom, N. and S.J. Davis (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*

131(4): 1593-1636. Para una aplicación a la política comercial, ver Handley, Kyle y Nuno Limao. (2017). “Trade under T.R.U.M.P. Policies”, en *Economics and Policy in the Age of Trump*. Chad P. Bowen, editor. CEPR Press.

³ Se le otorga una connotación negativa a un incremento del IIPC debido a que, dadas las condiciones actuales, durante el episodio bajo análisis es apropiado presuponer que las búsquedas en internet de los términos incluidos en la elaboración del índice reflejan fundamentalmente una mayor preocupación en torno al futuro del TLCAN.

globales y, en particular, con los de Estados Unidos. La metodología propuesta para el cálculo del IIPC permite construir un índice para cada estado de la República. La Gráfica 2 muestra que, en efecto, el incremento en la incertidumbre medida por el IIPC ha sido mayor en los estados más orientados al comercio internacional.

Gráfica 1
Índice de Incertidumbre sobre la Política Comercial (IIPC)



Nota: El IIPC se construye a partir de los resultados estandarizados de *Google Trends* para las búsquedas sobre los siguientes términos: “NAFTA”, “TLCAN”, “NAFTA Trump”, “TLCAN Trump México”, “Renegociación NAFTA”, “tarifa”, “libre comercio”, “¿Qué es NAFTA?”. Se muestra el IIPC a nivel nacional.
Fuente: Elaboración propia con información de *Google Trends*.

Gráfica 2
Variación en el IIPC y participación de exportaciones manufactureras



Nota: La variación en el IIPC graficada en el eje vertical se refiere a la diferencia de su promedio de 2016-III a 2017-I y su promedio de 2015-III a 2016-II. Los estados con orientación exportadora son aquellos cuya participación en las exportaciones manufactureras nacionales está por arriba de la mediana. La línea de tendencia excluye a la Ciudad de México.
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y *Google Trends*.

3. Incertidumbre sobre Política Comercial e Inversión Extranjera Directa

Cuando es costoso revertir las decisiones de inversión, para los inversionistas puede resultar óptimo posponer su gasto en inversión hasta contar con mayor información acerca del entorno económico. Así, mientras mayor es la incertidumbre, mayor es el valor de esperar antes de comprometer recursos a un proyecto de inversión (ver, por ejemplo, Dixit y Pindyck; 1994).⁴ En este sentido, el ambiente de incertidumbre que ha prevalecido desde el segundo semestre de 2016 podría ya estar incidiendo negativamente en los flujos de inversión extranjera directa al país.

Con el propósito de identificar el efecto de la incertidumbre respecto a la política comercial sobre la IED, se estimó un modelo econométrico que explota la variación del IIPC a lo largo del tiempo y entre estados. Este modelo incluye efectos fijos de estado para controlar por características estatales que no varían en el periodo bajo estudio y efectos fijos de tiempo para controlar por choques comunes a todos los estados que podrían afectar los flujos de IED, así como variables indicadoras por trimestre para controlar por efectos de estacionalidad en la recepción de IED. Adicionalmente, es necesario controlar por variables que pudieran cambiar en el tiempo de manera diferenciada entre estados y que podrían influir en el atractivo de cada estado como destino de IED. Por ello, se incluyó en el modelo un indicador de inseguridad pública. Así, se estimó la siguiente ecuación para una muestra con frecuencia trimestral que cubre el periodo entre el primer trimestre de 2014 y el primero de 2017:

$$\frac{IED_{s,t}}{PIB_t} = \beta \cdot IIPC_{s,t} + \gamma \cdot X_{s,t} + \mu_s + \mu_q + \mu_t + \varepsilon_{s,t}$$

Donde:

IED = Inversión extranjera directa del estado *s*;

PIB = Producto interno bruto nacional en dólares corrientes;

IIPC = Índice de incertidumbre sobre política comercial;

X = Control por inseguridad pública;

μ_s = Efectos fijos por estado;

μ_t = Efectos fijos de tiempo;

μ_q = Variables indicadoras por trimestre; y

ε_{st} = Término de error.

⁴ Cabe señalar que desde un punto de vista teórico, la relación entre la incertidumbre y las variables macroeconómicas, incluyendo aquellas relacionadas con la inversión, es ambigua. Es decir, esta relación podría ser positiva o negativa dependiendo de las condiciones específicas del problema de decisión. Por ejemplo, bajo ciertas condiciones, una mayor incertidumbre podría incrementar el retorno marginal del capital, incentivando una mayor inversión. Para una discusión más profunda de la relación entre

inversión e incertidumbre, ver, por ejemplo, Abel, A.B. (1983). *Optimal Investment Under Uncertainty*. *American Economic Review* 73(1): 228–33, Caballero, R. (1991). *On the sign of investment-uncertainty relationship*. *American Economic Review* 81: 279–288. Dixit, A. and R. Pindyck (1994). *Investment Under Uncertainty*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

La primera columna del Cuadro 1 presenta los resultados que se obtienen al utilizar una muestra que incluye todos los estados. Destaca que el coeficiente asociado al IIPC es negativo y estadísticamente significativo, por lo que el modelo apoya la hipótesis de que existe una relación inversa entre IED e incertidumbre. Dado que el efecto podría depender de la exposición de los estados al comercio internacional, se estimó el modelo para dos muestras distintas, una que agrupa a los estados con orientación exportadora y otra con el resto de los estados.⁵ Se puede apreciar en las columnas 2 y 3 del Cuadro 1 que el efecto negativo de una mayor incertidumbre en efecto es mayor en los estados con orientación exportadora.

Cuadro 1
Resultados de las Estimaciones

Variable dep.: IED como % del PIB	(1) Muestra completa	(2) Estados con orientación exportadora	(3) Estados sin orientación exportadora
IIPC	-0.0009* (0.00005)	-0.002* (0.00008)	-0.0004* (0.00002)
Efectos fijos por estado	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos por tiempo	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos estacionales	Sí	Sí	Sí
Control por tasa de homicidios	Sí	Sí	Sí
Observaciones	416	195	221
R ² ajustada	0.721	0.752	0.688

Nota: El modelo se estimó con cifras trimestrales entre 2014-I y 2017-I. Entre paréntesis se reportan los errores estándar aglomerados a nivel estatal. Códigos de significancia: * $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

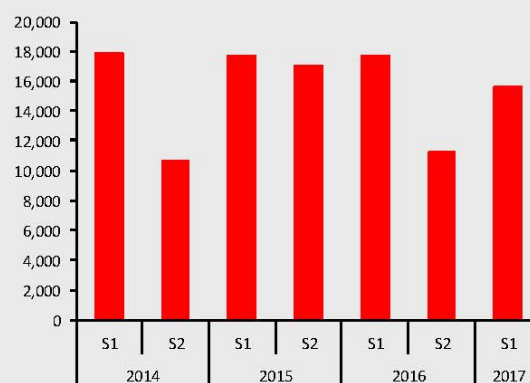
4. Ejercicio Contrafactual

Para cuantificar el efecto adverso que la incertidumbre podría tener sobre la IED, la comparación pertinente es aquella entre los flujos realizados y los que se hubieran observado en ausencia de la mayor incertidumbre. Así, si bien los flujos de IED registrados en el primer semestre de 2017 son superiores a los reportados para el mismo periodo del año anterior (Gráfica 4), en ausencia de la mayor incertidumbre estos podrían haber sido incluso mayores. Por lo tanto, se construye un escenario contrafactual en el que se supone que desde el tercer trimestre de 2016 y hasta el tercer trimestre de 2017 los IIPC estatales permanecen en el nivel promedio que se observó entre el primer trimestre de 2014 y el segundo de 2016. Si bien el supuesto contrafactual se establece sobre los IIPC estatales, a manera de ilustración la Gráfica 5 muestra la implicación de este supuesto para el IIPC nacional. El nivel contrafactual de la IED se estima utilizando las estimaciones correspondientes a la muestra completa (columna 1 del Cuadro 1).

⁵ La muestra de estados con orientación exportadora incluye a aquellos estados cuya participación en las exportaciones

El resultado de este ejercicio sugiere que la mayor incertidumbre ha desalentado los flujos de IED hacia México. En particular, se estima que la incertidumbre observada durante la segunda mitad de 2016 y hasta el tercer trimestre de 2017 ha reducido los flujos de IED al país en aproximadamente 4.4 miles de millones de dólares con respecto a lo que se hubiera observado en ausencia de la mayor incertidumbre. Esta cifra equivale a aproximadamente 13 por ciento de la IED registrada en México en 2015. Además, la IED que se estima ha sido desalentada ha sido mayor precisamente en aquellos estados con vocación más exportadora.

Gráfica 4
Inversión Extranjera Directa en México
Miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con información de la Secretaría de Economía.

Gráfica 5
IIPC Observado y Contrafactual



Nota: El IIPC se construye a partir de los resultados de Google Trends para las búsquedas sobre los siguientes términos: "NAFTA", "TLCAN", "NAFTA Trump", "TLCAN Trump México", "Renegociación NAFTA", "tarifa", "libre comercio", "¿Qué es NAFTA?". Se muestra el IIPC a nivel nacional.

Fuente: Elaboración propia con información de Google Trends.

manufactureras nacionales en 2015 se encuentra por arriba de la mediana.

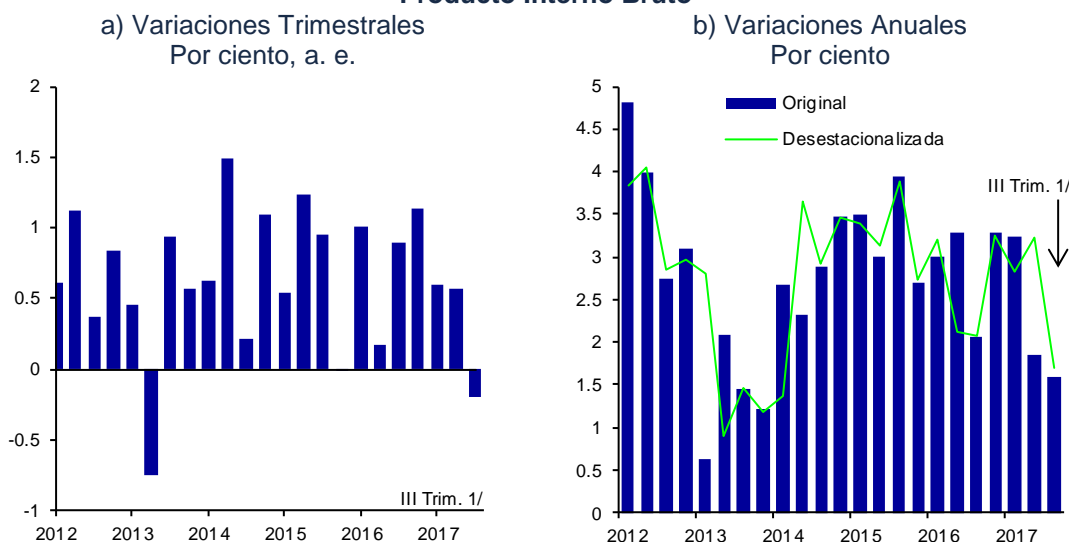
5. Consideraciones Finales

La incertidumbre que ha prevalecido desde la segunda mitad de 2016 en torno a la política comercial de Estados Unidos en general, y de la renegociación del TLCAN en particular, ha contribuido a la atonía de la inversión en México, incluso sin que hasta la fecha se hayan dado cambios formales al marco del TLCAN. Este entorno hace imperativo que México adopte políticas que hagan del país un destino más atractivo para la inversión, en independencia de su relación comercial con Estados Unidos. Por ello, las acciones de política económica deben continuar robusteciendo

el marco macroeconómico de México y se debe avanzar con la adecuada implementación de las reformas estructurales. Asimismo, se torna todavía más apremiante robustecer el estado de derecho, toda vez que en un ambiente de incertidumbre sobre los retornos a la inversión, los problemas de inseguridad pública pueden cobrar mayor relevancia en las decisiones de gasto de los inversionistas. No se debe perder de vista que en tanto México logre incrementar la inversión, tanto nacional como extranjera, la acumulación de capital le permitirá alcanzar una mayor tasa de crecimiento potencial.

Con relación a la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, de acuerdo con la estimación oportuna publicada por el INEGI, el PIB retrocedió 0.2 por ciento a tasa trimestral desestacionalizada durante el tercer trimestre de 2017 (incremento de 1.6 por ciento a tasa anual original y de 1.7 por ciento a tasa anual ajustada por estacionalidad), luego de haberse expandido a tasas de alrededor de 0.6 por ciento en los trimestres previos (Gráfica 129). Se estima que el efecto de los sismos haya restado al crecimiento trimestral ajustado por estacionalidad del tercer trimestre alrededor de 0.2 puntos porcentuales, en tanto que la contracción temporal no anticipada en la plataforma de producción petrolera en septiembre haya descontado cerca de 0.1 puntos porcentuales.

Gráfica 129
Producto Interno Bruto



a. e. / Serie con ajuste estacional.

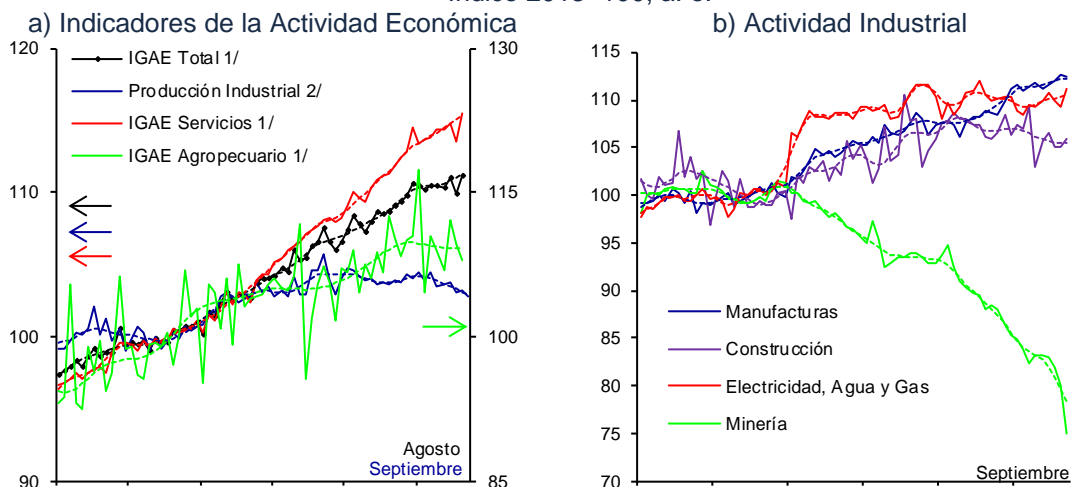
1/ La cifra correspondiente al tercer trimestre de 2017 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En el trimestre julio – septiembre persistió el débil desempeño que la actividad industrial ha mostrado desde mediados de 2014, al tiempo que, de acuerdo a la estimación oportuna reportada por el INEGI para este trimestre en su conjunto, las actividades terciarias se contrajeron (Gráfica 130a). En particular:

- i. Al interior de la actividad industrial, destaca que la minería continuó presentando una tendencia negativa en el tercer trimestre, la cual se exacerbó en septiembre debido a la caída en la plataforma de producción petrolera, la cual representa alrededor del 64 por ciento del valor agregado del sector de la minería. No obstante, cabe señalar que esta producción se recuperó a principios de octubre (Gráfica 131a y Gráfica 131b). Por su parte, los servicios relacionados con la minería parecieran haber dejado de caer, si bien permanecen en niveles bajos.

Gráfica 130
Indicadores de Producción
 Índice 2013=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 agosto de 2017.
 2/ Cifras a septiembre de 2017 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

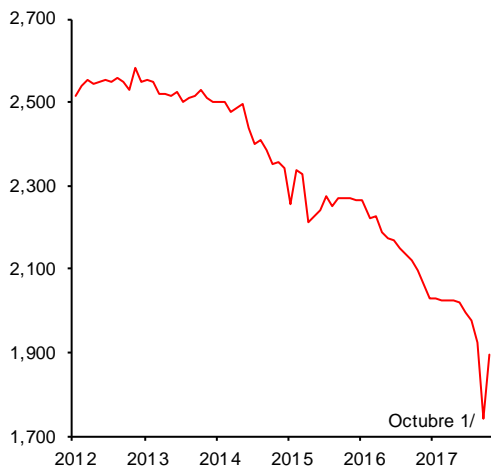
- ii. Asimismo, en el periodo julio – septiembre persistió la debilidad de la construcción (Gráfica 130b). En específico, el gasto en obras de edificación continúa mostrando un estancamiento, el cual se puede asociar, en parte, al efecto adverso que la incertidumbre en torno al futuro de la relación comercial entre México y Estados Unidos está teniendo sobre la inversión, así como al decremento en la inversión pública. Asimismo, el indicador de gasto en construcción en obras de ingeniería civil sigue ubicándose en niveles bajos, contrario a lo observado en el componente de trabajos especializados.
- iii. En contraste, en el periodo que se reporta la actividad manufacturera continuó registrando una tendencia positiva (Gráfica 130b). En particular, de manera congruente con el dinamismo de las exportaciones automotrices, el subsector de equipo de transporte mantiene una trayectoria creciente, en tanto que el resto de las manufacturas presentó cierta recuperación con respecto a la tendencia negativa que había mostrado a principios del año (Gráfica 132).

Gráfica 131

Plataforma de Producción Petrolera y Sector Minero

a) Plataforma de Producción de Petróleo Crudo

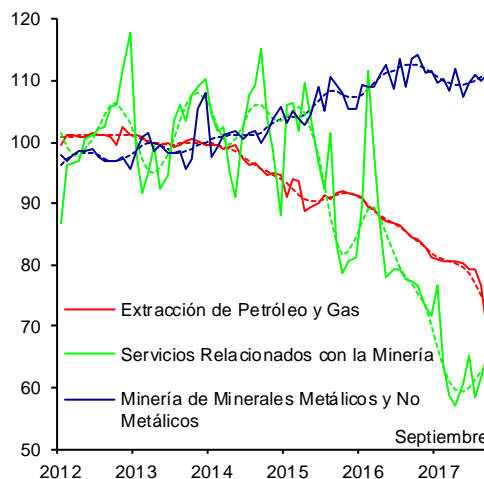
Miles de barriles diarios, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional.
1/ Cifras al 29 de octubre de 2017.

Fuente: Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de PEMEX.

b) Componentes del Sector de la Minería Índice 2013=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.

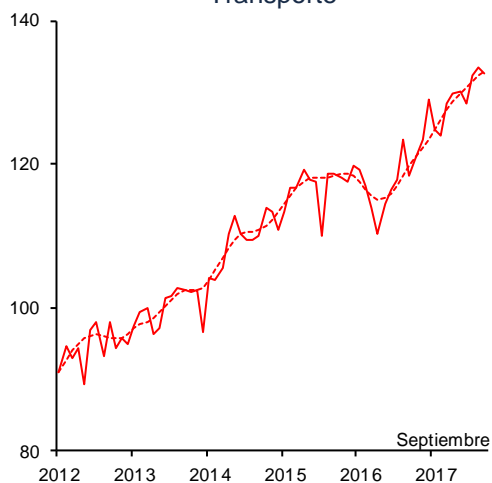
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 132

Sector Manufacturero

Índice 2013=100, a. e.

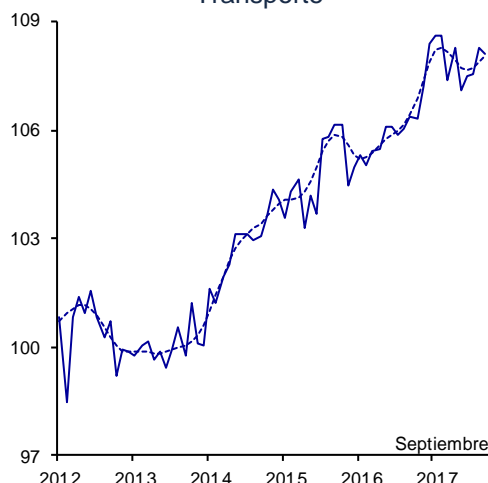
a) Subsector Manufacturero de Equipo de Transporte



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 (SCNM), INEGI.

b) Sector Manufacturero sin Equipo de Transporte

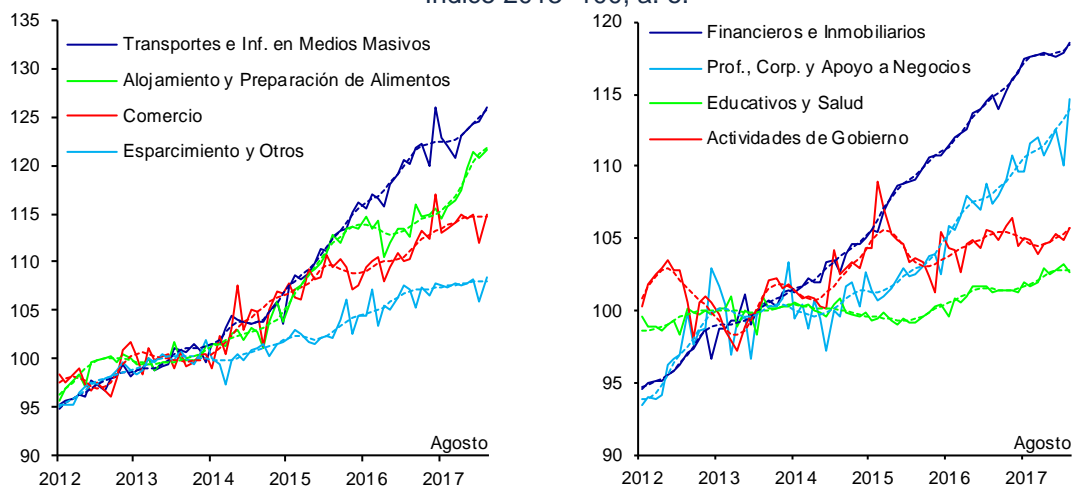


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Elaboración y desestacionalización del Banco de México con cifras del Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

- iv. Al crecimiento que registraron los servicios en el bimestre julio – agosto contribuyó, principalmente, la expansión en los rubros de transporte e información en medios masivos y de los servicios financieros e inmobiliarios, toda vez que el comercio muestra cierta desaceleración. Sin embargo, es de preverse que esta evolución se vea contrarrestada por los efectos adversos de los sismos que ocurrieron en septiembre. En efecto, la estimación de que los sismos restaron 0.2 puntos porcentuales al crecimiento del tercer trimestre con cifras ajustadas por estacionalidad se basa principalmente en los efectos negativos que se anticipa que estos hayan tenido sobre las actividades terciarias en ese mes, toda vez que se espera que en septiembre se observe una contracción en los rubros de educación, servicios de alojamiento temporal, servicios de esparcimiento y ciertas actividades asociadas a los servicios inmobiliarios (Gráfica 133).
- v. La expansión trimestral desestacionalizada de las actividades primarias en el tercer trimestre de 2017 se derivó, en buena medida, de una mayor superficie sembrada del ciclo primavera – verano, así como de un aumento en la producción de frijol, naranja, aguacate y maíz forrajero.

Gráfica 133
IGAE del Sector Servicios
 Índice 2013=100, a. e.

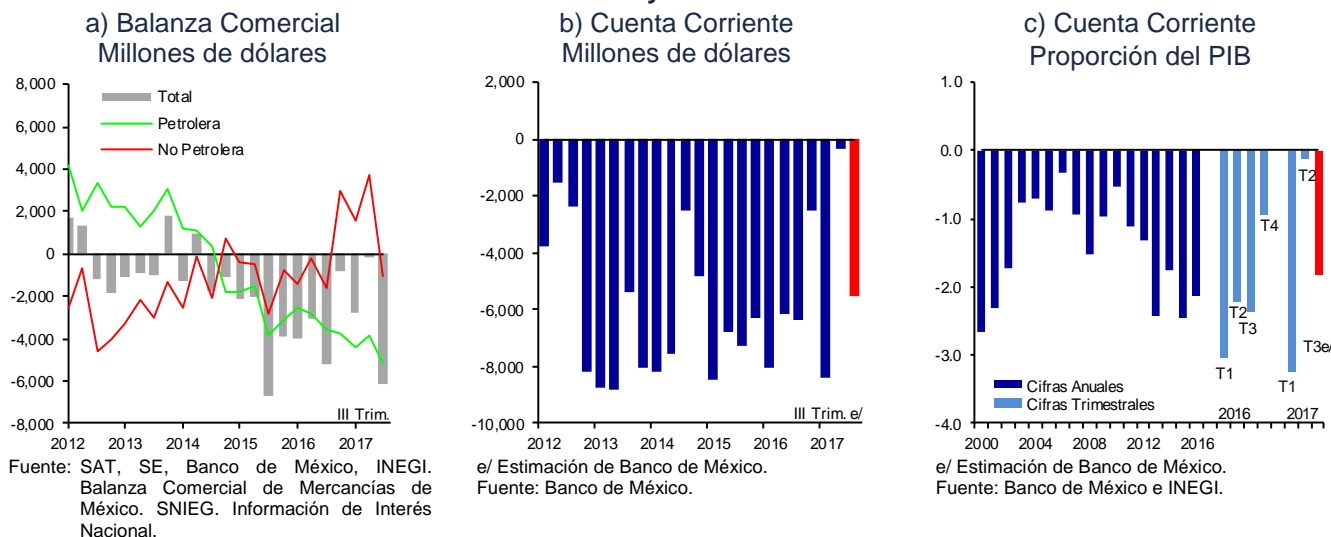


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Se prevé que el déficit de la cuenta corriente en el tercer trimestre de 2017 haya sido menor al del mismo trimestre del año previo (Gráfica 134b y Gráfica 134c). En efecto, se anticipa que el aumento anual en el déficit comercial petrolero se haya visto contrarrestado por menores déficits en la balanza comercial no petrolera y en la balanza de ingreso primario, así como por un incremento en los superávits de las cuentas de remesas y de viajes. En particular, en el periodo julio - septiembre de 2017 el déficit comercial total aumentó en la comparación anual, al pasar de 5.2 miles de millones de dólares en el tercer trimestre de 2016 a 6.1 miles de millones de dólares en el mismo trimestre de 2017 (Gráfica 134a). Este aumento reflejó, en buena medida, el hecho de que el déficit de la balanza comercial petrolera en el trimestre que se reporta registró un incremento anual, con lo que continúa ampliándose el saldo negativo que ha mostrado dicha balanza desde el último

trimestre de 2014. En contraste, el déficit de la balanza comercial no petrolera fue menor al del tercer trimestre de 2016, en un contexto en el que el fortalecimiento de la actividad económica a nivel global ha contribuido a que las exportaciones manufactureras de México continúen recuperándose, en especial las de productos automotrices, y en el que el tipo de cambio real se ha ubicado en niveles elevados.

Gráfica 134
Balanza Comercial y Cuenta Corriente



3.2.2. Mercado Laboral

Las condiciones en el mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado (Gráfica 135). En efecto, en el tercer trimestre de 2017 la tasa de desocupación nacional se ubicó en niveles especialmente bajos, además de que continúa mostrando una tendencia decreciente. Asimismo, la tasa de desocupación urbana también se situó en niveles reducidos, si bien parecería haber dejado de disminuir, al tiempo que la participación laboral ha presentado cierta tendencia a la baja en lo que va del año.³⁴ Por su parte, la población ocupada siguió incrementándose, en tanto que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo un elevado dinamismo, incluso mayor de lo que sugeriría el desempeño de la actividad económica, en parte debido al mayor esfuerzo de formalización. En este contexto, la tasa de informalidad laboral siguió ubicándose alrededor de los niveles más bajos de los últimos doce años.³⁵

³⁴ En el tercer trimestre de 2017, la tasa de participación nacional se ubicó en 59.2 por ciento en términos desestacionalizados, lo que significó el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2011. Cabe señalar que en los últimos trimestres esta disminución se explica por el mayor ritmo de crecimiento de la población en edad de trabajar respecto a la expansión que ha mostrado la Población Económicamente Activa.

³⁵ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral se miden con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la cual comenzó a levantarse en 2005.

Gráfica 135
Indicadores del Mercado Laboral

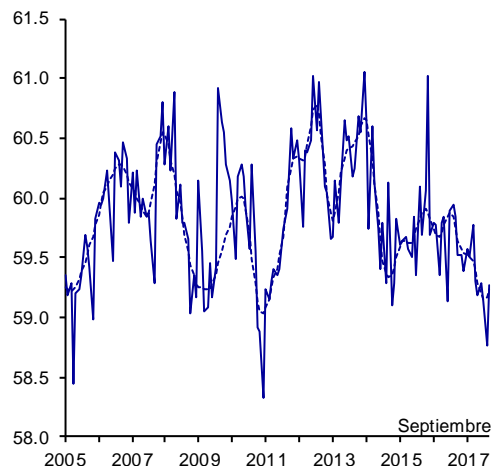
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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.

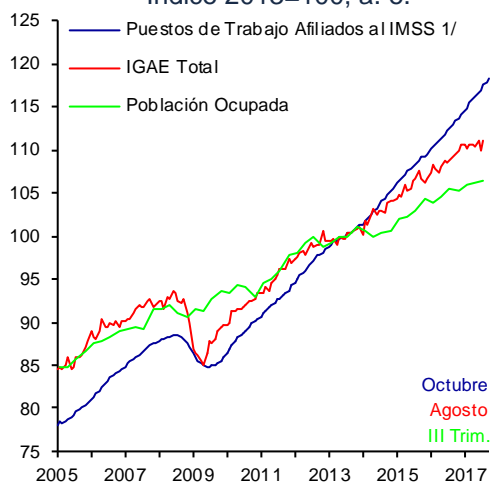
b) Tasa de Participación Laboral Nacional ^{1/}
Por ciento, a. e.



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 2013=100, a. e.

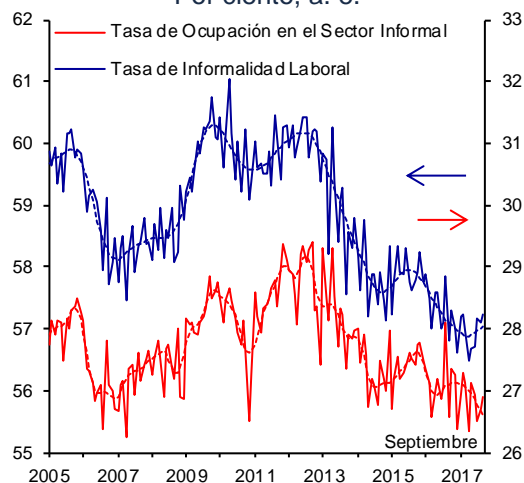


a. e. / Serie con ajuste estacional.

^{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).

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 el periodo que se reporta, los principales indicadores salariales mostraron tasas de crecimiento nominal similares a las registradas en el trimestre anterior (Gráfica 136). En particular, la tasa de variación anual del salario promedio de los asalariados en la economía se ubicó en 4.1 por ciento en el periodo julio – septiembre de 2017. Por su parte, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS presentó un aumento anual de 4.9 por ciento, en tanto que la revisión de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal fue de 4.5 por ciento en promedio. Cabe señalar que el 21 de noviembre la Comisión Nacional de Salarios Mínimos (CONASAMI) anunció un incremento al salario mínimo de cinco pesos que corresponde al Monto Independiente de Recuperación, además de una revisión de 3.9 por ciento. El ajuste estará vigente a partir del primero de diciembre del año en curso.

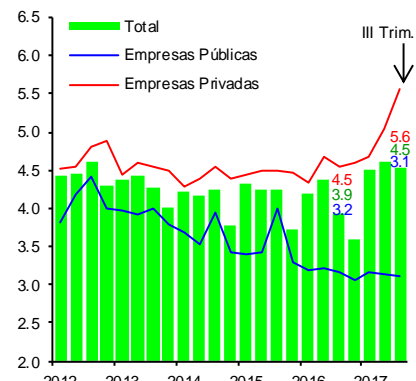
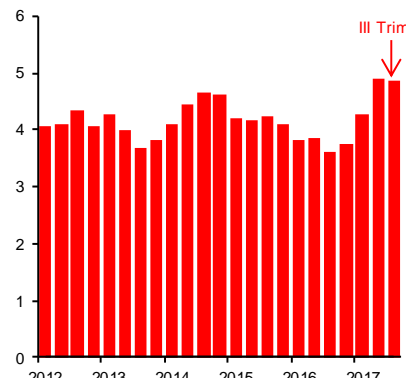
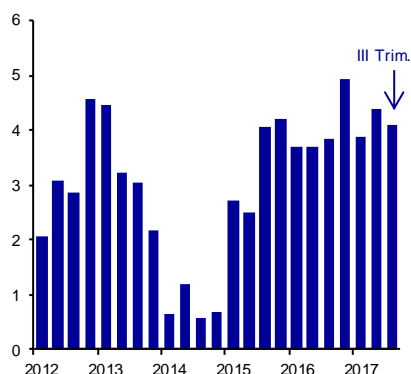
Gráfica 136

Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento
 b) Salario Diario Asociado a Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}

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

c) Salario Contractual Nominal ^{3/}



1/ 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 reportado de cero o que no lo reportaron.
 2/ Durante el tercer trimestre de 2017 se registraron en promedio 19.3 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.
 3/ 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 2.3 millones.
 Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País ³⁶

En el tercer trimestre de 2017, las fuentes de recursos financieros continuaron creciendo a tasas bajas en términos reales anuales, en comparación con lo observado en años anteriores. Esto, no obstante que mostraron un ligero repunte en relación con el segundo trimestre. En particular, su variación real anual en el trimestre de referencia fue de 1.1 por ciento, cifra que se compara con la de 0.6 por ciento registrada en el trimestre previo. Lo anterior fue reflejo de una incipiente recuperación de las fuentes internas, al tiempo que las fuentes externas siguieron disminuyendo (Gráfica 137a). El bajo crecimiento de las fuentes de recursos financieros tuvo como contrapartida un menor dinamismo de los usos de dichos recursos (Gráfica 137b). Al respecto, destaca la contracción del financiamiento al sector público, lo que obedece a la estrategia de consolidación fiscal del Gobierno

³⁶ En esta sección, a menos de que se indique lo contrario, las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

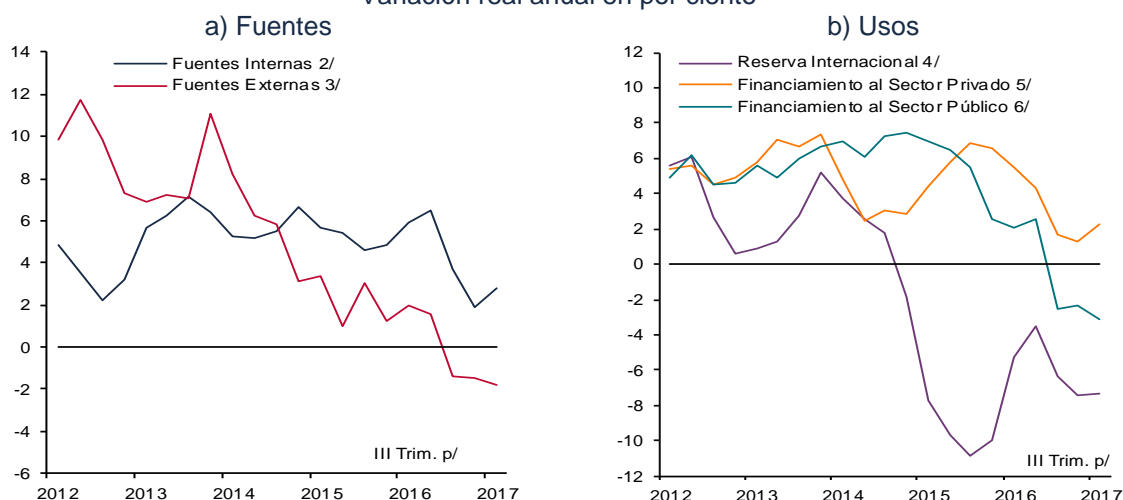
Federal. Por su parte, el financiamiento al sector privado continuó expandiéndose a tasas relativamente bajas, si bien con cierta heterogeneidad en sus componentes.

En lo que respecta a las fuentes de recursos financieros de la economía, las fuentes internas –medidas por el agregado monetario M4 en poder de residentes– crecieron en el tercer trimestre de 2017 a una tasa real anual de 2.8 por ciento. Esta cifra es relativamente baja cuando se le compara con el promedio observado en los últimos cinco años, de 5.5 por ciento, lo que refleja primordialmente el efecto de la mayor inflación sobre el crecimiento en términos reales del saldo de los activos financieros. No obstante, este crecimiento fue superior al de 1.9 por ciento registrado en el segundo trimestre, lo que resultó del mayor dinamismo de su componente voluntario (Gráfica 138a y Gráfica 138b). Por su parte, las fuentes externas se contrajeron en 1.5 por ciento real anual durante el trimestre de referencia, cifra que se compara con la reducción de 1.4 por ciento registrada en el segundo trimestre del año (Gráfica 137a). Lo anterior es reflejo, en buena medida, del crecimiento relativamente débil que ha mostrado el M4 No Residentes, lo que obedece principalmente a la menor tenencia de Cetes por parte de extranjeros, toda vez que su tenencia de valores de mediano y largo plazos se ha incrementado (Gráfica 138c). En adición, el bajo dinamismo de las fuentes externas también refleja la poca actividad que han tenido recientemente los emisores mexicanos en los mercados de deuda externa (Gráfica 139a). A pesar de lo anterior, en el trimestre de referencia se registraron algunas colocaciones de deuda en el exterior de magnitud considerable por parte de los emisores mexicanos, recursos que en parte han utilizado para hacer pago de otros pasivos con un plazo al vencimiento menor, mejorando así su perfil de endeudamiento.

En lo que corresponde a la utilización de recursos financieros de la economía, en el tercer trimestre de 2017 disminuyó la tasa de crecimiento de los recursos financieros destinados al sector público en comparación con la del segundo trimestre, al pasar de -2.3 a -3.1 por ciento anual, en términos reales. Ello obedece al esfuerzo de consolidación fiscal que está haciendo el Gobierno Federal, la mayor recaudación fiscal, y el menor ejercicio del gasto público respecto al programa. Cabe señalar que, como se ha señalado en informes previos, el financiamiento al sector público registraría una desaceleración en su tasa de crecimiento real anual aun al excluir los efectos de los remanentes de operación que el Banco de México enteró al Gobierno Federal en 2016 y 2017. Por otro lado, el saldo de la reserva internacional siguió contrayéndose en términos reales anuales.³⁷

³⁷ La variación real anual en pesos de la reserva internacional se obtiene a través del método de flujos efectivos revalorizados. Ello consiste en multiplicar la variación anual absoluta en dólares por el tipo de cambio promedio del periodo; sumar a esta cantidad el saldo inicial de la reserva internacional en pesos, para obtener el saldo final ajustado de la reserva internacional en pesos, deflactar ambos saldos en pesos con el INPC y, por último, calcular su variación anual. Así, en términos de dólares, entre el tercer trimestre de 2016 y el mismo trimestre de 2017, la reserva internacional disminuyó en 2.8 miles de millones de dólares. Esta cifra expresada en pesos utilizando el tipo de cambio promedio en el periodo equivale a una reducción anual de 26 mil millones de pesos, lo que sumado al saldo de 3,425 mil millones de pesos de la reserva internacional al tercer trimestre de 2016 implica una variación real anual de -7.4 por ciento. Para referencia, la variación nominal anual, en dólares, de la reserva internacional en el periodo fue de -1.6 por ciento.

Gráfica 137
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Variación real anual en por ciento ^{1/}



p/ Cifras preliminares.

1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de residentes.

3/ 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 externo al sector privado no financiero.

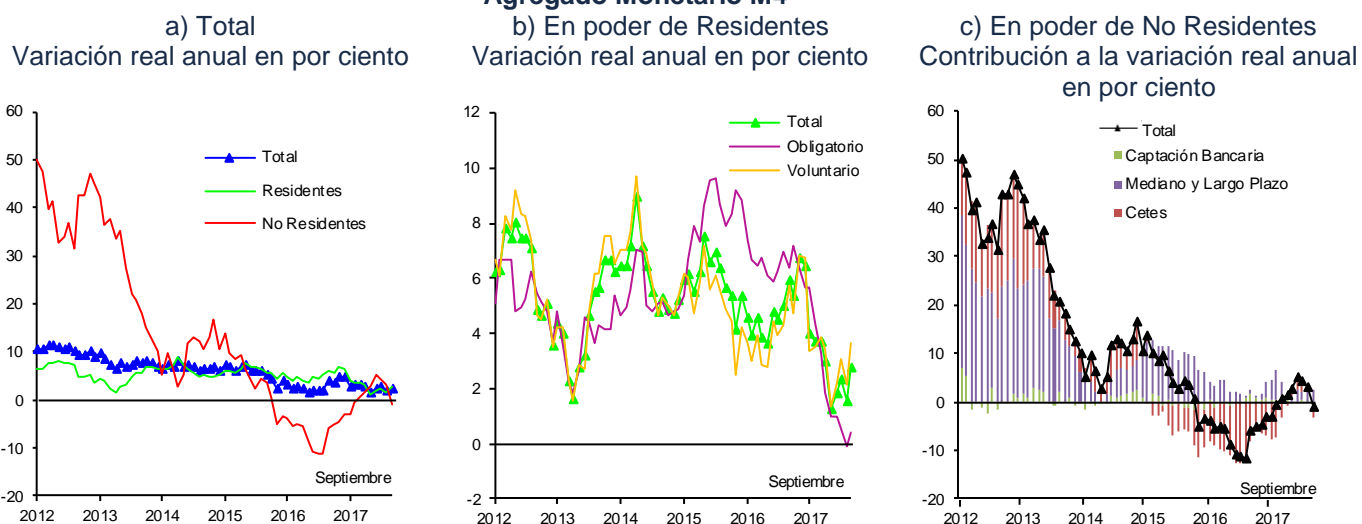
4/ Se constituye por las divisas y el oro propiedad del Banco de México, que se hallen libres de todo gravamen y cuya disponibilidad no esté sujeta a restricción alguna; la posición a favor de México con el FMI derivada de las aportaciones efectuadas a dicho organismo; las divisas provenientes de financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria del FMI y otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales, de bancos centrales y de otras personas morales extranjeras que ejerzan funciones de autoridad en materia financiera. No se consideran las divisas pendientes de recibir por operaciones de compraventa contra moneda nacional, y se deducen los pasivos del Banco de México en divisas y oro, excepto los que sean a plazo mayor de seis meses al tiempo de hacer el cómputo de la reserva, y los correspondientes a los financiamientos obtenidos con propósito de regulación cambiaria anteriormente mencionados. Ver artículo 19 de la Ley del Banco de México.

5/ Se refiere a 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 el financiamiento al sector público federal, así como el destinado a los estados y municipios.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 138
Agregado Monetario M4 ^{1/}



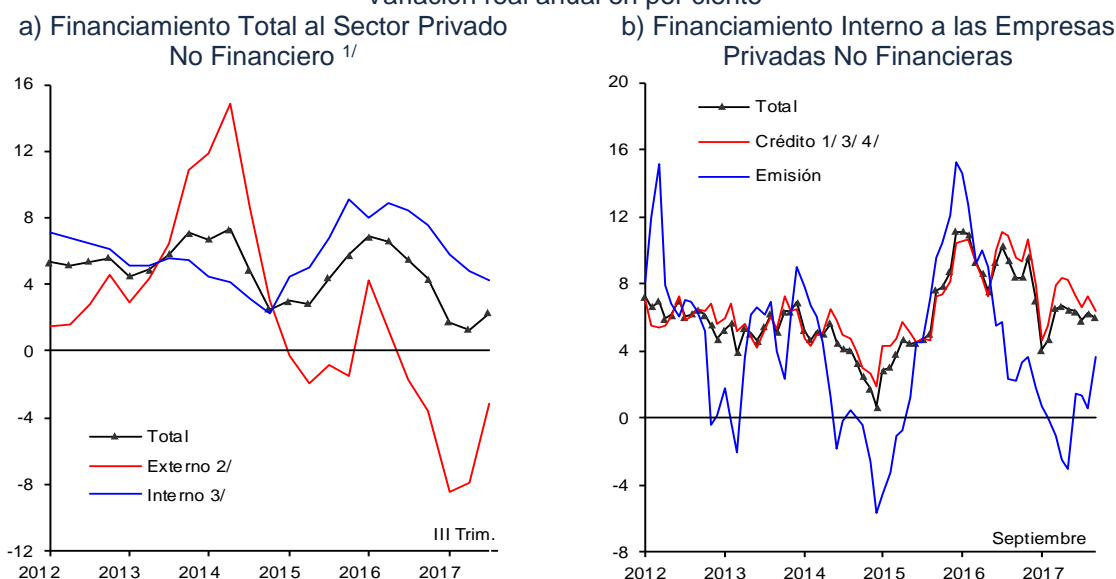
1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

Fuente: Banco de México.

El financiamiento total al sector privado no financiero continuó creciendo a una tasa relativamente baja, si bien más elevada que la del trimestre previo. En particular, entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, su variación real anual pasó de 1.3 a 2.3 por ciento (Gráfica 139a). A este mayor ritmo de expansión en el margen contribuyeron en gran medida las emisiones de deuda externa antes mencionadas, que representaron la mayor colocación bruta desde el tercer trimestre de 2014. A pesar de ello, el financiamiento externo se contrajo en términos reales anuales por quinto trimestre consecutivo. Por su parte, el financiamiento interno continuó desacelerándose, si bien con considerables diferencias en sus componentes. En particular:

Gráfica 139
Financiamiento al Sector Privado No Financiero

Variación real anual en por ciento



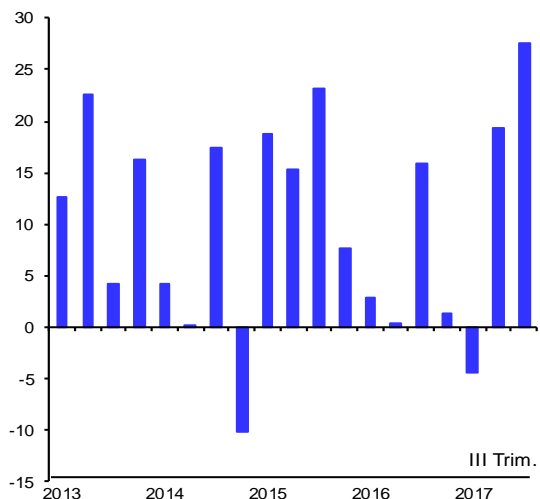
1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.
 2/ Las cifras del financiamiento externo correspondientes al tercer trimestre de 2017 son preliminares.
 3/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 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.

i. El financiamiento interno a las empresas privadas siguió expandiéndose con dinamismo. Su tasa de crecimiento en el trimestre de referencia se ubicó en 6.0 por ciento, cifra similar a la de 6.3 por ciento registrada en el trimestre previo (Gráfica 139b). A su interior, destacó sobre todo una importante reactivación del mercado de deuda interna, siendo la colocación neta de valores a mediano plazo en el trimestre la más elevada de la que se tiene registro (Gráfica 140a). Por su parte, el crédito de la banca comercial dirigido a las empresas continuó creciendo a tasas relativamente elevadas, lo que contrasta con el bajo dinamismo que ha seguido presentando el crédito otorgado por la banca de desarrollo (Gráfica 140b). En este contexto, los costos del financiamiento a las empresas siguieron aumentando –en respuesta a los incrementos recientes en el objetivo del Banco de México sobre la tasa de interés interbancaria a un día–, al tiempo que los índices de morosidad

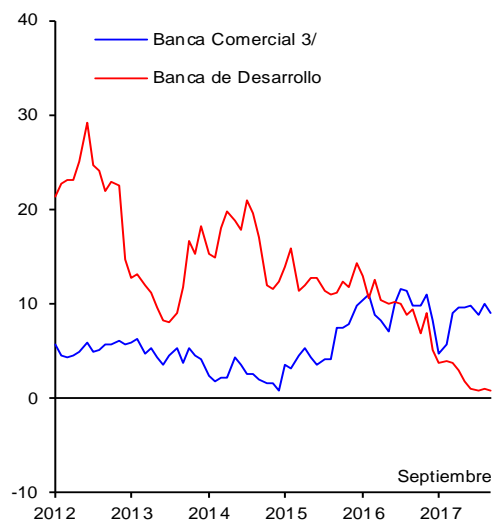
correspondientes permanecieron en niveles bajos y estables (Gráfica 35).

Gráfica 140
Financiamiento Interno a Empresas Privadas No Financieras

a) Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo ^{1/}
Miles de millones de pesos



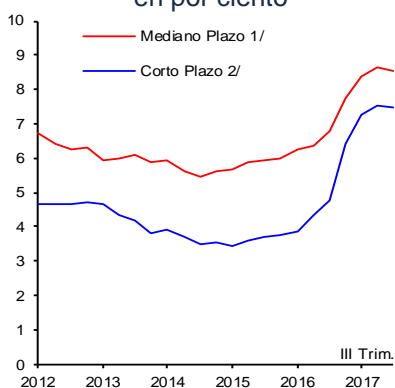
b) Crédito Vigente ^{2/}
Variación real anual en por ciento



1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
2/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.
3/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Las cifras se ajustan para no verse afectadas por el traspaso de créditos puente.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 141
Tasas de Interés Anual e Índices de Morosidad de las Empresas Privadas No Financieras

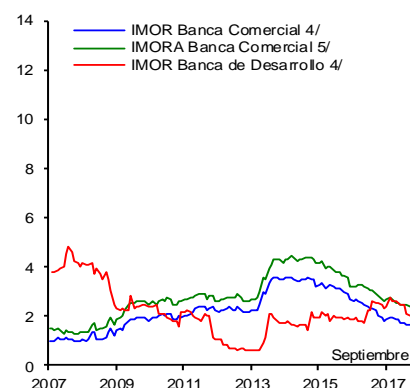
a) Tasas de Interés de Valores Privados Promedio del trimestre en por ciento



b) Tasas de Interés de Nuevos Créditos ^{3/} Promedio del trimestre en por ciento



c) Índices de Morosidad Por ciento

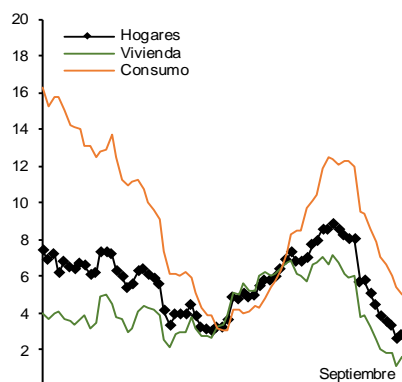


1/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de las emisiones en circulación, con un plazo mayor a un año, al cierre del mes.
2/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada, a un plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.
3/ 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.
4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
5/ 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.

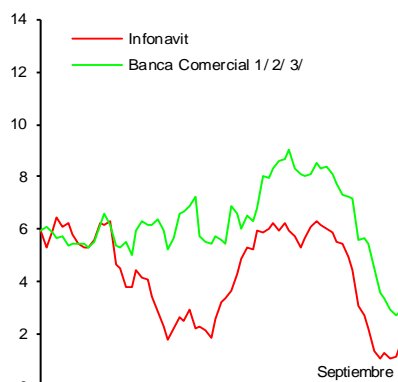
ii. El crédito a los hogares continuó moderando su ritmo de crecimiento en prácticamente todos sus segmentos. En el periodo que se reporta, esta cartera se expandió a una tasa real anual de 2.8 por ciento, por debajo del crecimiento de 3.5 por ciento observado en el segundo trimestre de 2017 (Gráfica 142a). En el mercado de crédito hipotecario en particular, siguieron observándose tasas de crecimiento relativamente bajas –tanto en la cartera del Infonavit, como en la de la banca comercial–, si bien la tendencia de desaceleración que venía dándose desde mediados de 2016 parecería haberse interrumpido (Gráfica 142b).³⁸ Ello ocurrió en un contexto de tasas de interés mayores a las observadas el año previo, e índices de morosidad que se mantuvieron sin cambios significativos en el margen (Gráfica 142c).

Gráfica 142
Crédito a los Hogares

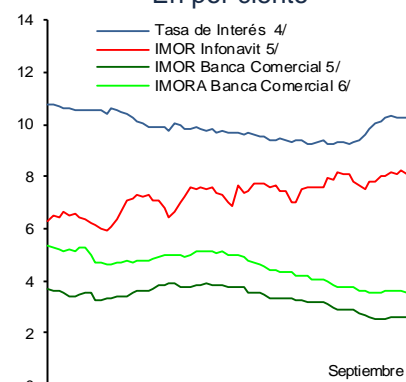
a) Crédito Total ^{1/}
Variación real anual
en por ciento



b) Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual
en por ciento



c) Tasa de Interés Anual de Nuevos
Créditos e Índice de Morosidad del
Crédito a la Vivienda
En por ciento



1/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

2/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

3/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

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

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.

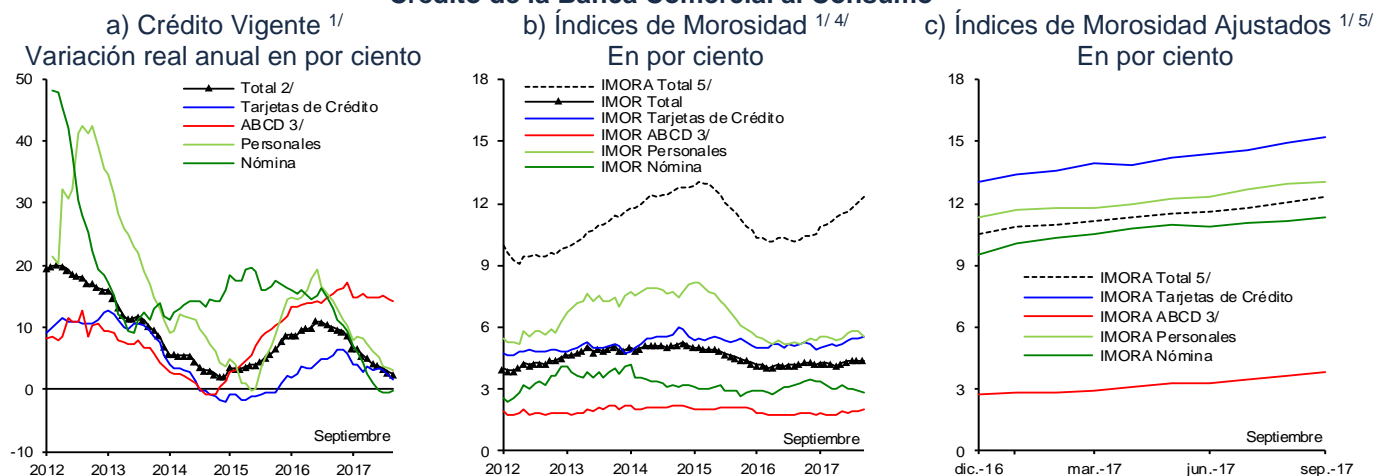
Fuente: Banco de México.

En lo que toca al crédito de la banca comercial al consumo, la moderación en sus tasas de crecimiento se ha dado de forma generalizada en sus distintos segmentos. Una excepción es el crédito para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero (ABCD), constituido principalmente por crédito automotriz, el cual continúa creciendo a un ritmo relativamente elevado (Gráfica 143a). Al igual que en otros segmentos del financiamiento interno al sector privado, las tasas de interés del crédito al consumo fueron más elevadas que las observadas en 2016. Sin embargo, en contraste con otros segmentos del crédito al sector privado, la calidad del crédito al consumo ha mostrado cierto deterioro, lo que se observa en el

³⁸ 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.

aumento de los índices de morosidad ajustados por castigos de cartera (Gráfica 143b y Gráfica 143c).

Gráfica 143
Crédito de la Banca Comercial al Consumo



1/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

2/ Incluye crédito para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.

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

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

5/ 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 que en 2017 las fuentes de recursos financieros continuaron expandiéndose a tasas relativamente bajas en términos reales en comparación con años previos, la reducción en el uso de recursos financieros por parte del sector público ha contribuido a que sigan canalizándose recursos al sector privado, si bien el financiamiento al consumo ha mostrado una disminución en su ritmo de expansión. En este contexto, es relevante elaborar un ejercicio prospectivo de fuentes y usos de recursos financieros de la economía que ilustre cómo podría esperarse que evolucione el financiamiento al sector privado hacia el cierre de 2017 y en 2018 (Cuadro 5). En particular:

- i. Para el cierre de 2017, se estima que el flujo anual de las fuentes de recursos financieros de la economía alcance el 7.1 por ciento del PIB. Esta cifra es inferior al flujo anual promedio registrado en los últimos cinco años (8.2 por ciento del PIB), y refleja la atonía que se espera continúen mostrando las fuentes externas. En lo que se refiere a la utilización de los recursos financieros, se prevé que al cierre de 2017 el flujo anual de financiamiento destinado al sector público –incluyendo tanto los RFSP como el financiamiento a los estados y municipios– ascienda a 1.4 por ciento del PIB, cifra significativamente inferior a las observadas en 2016 y en promedio en los últimos cinco años de 2.9 y 4.1 por ciento, respectivamente. Así, no obstante las menores fuentes de recursos financieros de la economía, se proyecta que la menor absorción de recursos por parte del sector público permita que el flujo anual de financiamiento al sector privado pudiera ubicarse en 3.6 por ciento del PIB en 2017, cifra superior a la registrada en 2016.
- ii. Para 2018, se anticipa que las fuentes de recursos financieros continúen siendo relativamente bajas. En particular, se estima un flujo anual de 7.3

por ciento del PIB. Ello sería producto de una evolución de las fuentes internas similar a la observada en los dos años previos –en congruencia con la evolución esperada de la actividad económica–, al tiempo que las fuentes externas continuarían registrando flujos relativamente bajos ante los riegos de que sigan observándose episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros nacionales e internacionales. 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 2018 y confirmó en el Paquete Económico aprobado para ese año, se anticipa que el financiamiento al sector público aumente ligeramente, de 1.4 a 2.5 por ciento del PIB. Considerando todo lo anterior, el flujo anual de financiamiento al sector privado pudiera alcanzar un 3.5 por ciento del producto, cifra similar a la estimada para 2017.

Así, dada la posibilidad de que hacia el cierre de 2017 y en 2018 persistan condiciones de financiamiento astringentes y fuentes externas de recursos financieros limitadas, es fundamental que se mantengan los esfuerzos de consolidación fiscal que ha venido haciendo el Gobierno Federal y que refrendó recientemente en el Paquete Económico aprobado para 2018. Ello coadyuvará no solamente a fortalecer el marco macroeconómico del país, particularmente dado el entorno de incertidumbre descrito, sino también a procurar que se mantenga la canalización de recursos al sector privado y se mitiguen las presiones al alza sobre las tasas de interés, incluso en un entorno de condiciones financieras más restrictivas.

Cuadro 5
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e/	2018 e/
Total de fuentes	10.0	8.6	10.3	5.1	6.9	7.1	7.3
Fuentes internas	4.4	4.7	5.8	3.9	5.6	5.3	5.5
Fuentes externas	5.6	3.8	4.5	1.2	1.3	1.8	1.8
M4 no residentes	4.5	1.3	2.3	-0.2	-0.6	0.5	0.5
Valores y crédito del exterior ^{1/}	1.1	2.5	2.2	1.4	1.9	1.4	1.3
Total de usos	10.0	8.6	10.3	5.1	6.9	7.1	7.3
Reserva internacional ^{2/}	1.8	1.0	1.3	-1.5	0.0	-0.3	-0.1
Financiamiento al sector público ^{3/}	4.2	4.1	4.8	4.2	2.9	1.4	2.5
Público Federal	3.8	3.7	4.6	4.1	2.8	1.4	2.5
Estados y municipios	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Financiamiento al sector privado	3.1	3.9	2.5	2.9	2.8	3.6	3.5
Hogares	1.4	1.1	1.1	1.3	1.5	1.3	1.4
Empresas	1.7	2.9	1.5	1.6	1.3	2.3	2.0
Otros conceptos ^{4/}	0.9	-0.5	1.7	-0.6	1.1	2.3	1.5

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 2016, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. Los datos de 2017 y 2018 corresponden a los publicados en los CGPE de los años correspondientes y considera el impacto del uso del remanente de operación del Banco de México enterado en 2017.

4/ Incluye las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, de los intermediarios financieros no bancarios, del Infonavit y del Banco de México –incluyendo los títulos colocados por este Instituto Central con propósitos de regulación monetaria, destacando aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación–. Asimismo, incluye 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

El Banco de México ha actuado de forma oportuna y preventiva, implementado las medidas conducentes para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de los diversos choques que ha enfrentado la economía nacional desde mediados de 2014 se den de manera ordenada, evitando la aparición de efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía, logrando así que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantengan ancladas. Así, desde diciembre de 2015 hasta junio de 2017 el Instituto Central incrementó el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 400 puntos base, de 3 a 7 por ciento (Gráfica 144a). En su toma de decisiones, la Junta de Gobierno del Banco Central ha considerado que las medidas de política monetaria inciden con un rezago sobre el comportamiento de la inflación a través de distintos canales de transmisión, los cuales han venido operando cabalmente durante el presente año. En este sentido, en parte como resultado de las acciones de política monetaria, luego de haber mostrado una depreciación significativa durante 2016 y principios de 2017 ante diversos episodios de volatilidad registrados en los mercados financieros, el tipo de cambio tuvo una apreciación considerable hasta mediados de este trimestre. A esto se suman el anclaje de las expectativas de inflación y el menor crecimiento del financiamiento, hechos que indican que tanto el canal de expectativas como el de crédito también han estado operando.

De acuerdo a lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco Central destacó desde la decisión de junio que consideraba que, tomando en cuenta la naturaleza transitoria de los choques que han impactado a las cifras de inflación, la información con la que actualmente se cuenta, el horizonte de tiempo en el que operan cabalmente los canales de transmisión de la política monetaria, así como las previsiones que se tienen sobre la economía, el nivel alcanzado por la tasa de referencia es congruente con el proceso de convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento (ver Recuadro 7). Al respecto, se considera que el balance de riesgos con relación a la trayectoria esperada para la inflación por el Instituto Central se deterioró y tiene un sesgo al alza. Por su parte, tal como era previsto, la inflación general y subyacente parecen ya haber alcanzado su máximo en términos anuales y han presentado un cambio de tendencia. En congruencia con este comportamiento, las expectativas de inflación al cierre de 2017 dejaron de incrementarse recientemente, mientras que las correspondientes al cierre de 2018 se mantuvieron estables, alrededor de 3.8 por ciento, nivel considerablemente menor al de 2017, lo que es congruente con un incremento temporal en la inflación. Por su parte, las de mediano y largo plazo permanecieron ancladas en 3.5 por ciento.

En lo que se refiere al periodo que cubre este Informe, en sus reuniones de agosto, septiembre y noviembre de 2017 la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria en 7 por ciento. Sin embargo, reiteró que ante los riesgos que siguen presentes, estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que prevalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

Recuadro 7

Efecto sobre la Inflación de los Ajustes de Política Monetaria de 2015 a la Fecha

1. Introducción

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece que el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para dar cumplimiento a dicho objetivo, el Instituto Central adoptó en 2001 el Esquema de Objetivos de Inflación como marco para la conducción de su política monetaria. En el marco de este régimen – caracterizado por el establecimiento de una meta cuantitativa para la inflación, y el énfasis en una mejor transparencia y comunicación con el público, entre otros elementos–, el Banco Central realiza una cuidadosa evaluación de la coyuntura económica, analizando todas las fuentes de presiones inflacionarias, con el fin de tomar las acciones necesarias para que la trayectoria futura de la inflación sea congruente con el objetivo planteado. Para ello, considera que sus acciones inciden en el proceso de formación de precios de la economía a través de diversos canales, conocidos en su conjunto como el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Es relevante destacar que la operación de estos canales implica que las acciones de política monetaria generalmente influyen en la inflación observada con cierto rezago.¹

En este contexto, y en un entorno en el que las acciones de política monetaria gozan de efectividad y credibilidad, sería de esperarse que, ante choques adversos que producen cambios en precios relativos, las expectativas de inflación de más corto plazo se incrementaran como consecuencia del impacto inmediato de dichos choques sobre la inflación medida, en tanto que aquellas de mediano y largo plazo se mantuvieran estables, reflejando la transitoriedad del incremento en la inflación y la eventual convergencia de esta a su meta. En este sentido, desde diciembre de 2015 a la fecha, el Banco de México ha ajustado su postura monetaria, incrementando el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 400 puntos base, de 3 a 7 por ciento, para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de los choques que han afectado a la economía nacional desde mediados de 2014 se den de manera ordenada, evitando así la aparición de efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. En efecto, como resultado de estas acciones, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo han permanecido estables y, en congruencia con esto, se espera que la inflación haya alcanzado recientemente su máximo e iniciado una tendencia descendente, la cual se estima continúe hacia

finales de año y se acentúe el próximo, conduciendo a la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento hacia finales de 2018.

Con el fin de ilustrar los posibles efectos negativos que hubiese tenido una política monetaria pasiva en los últimos años, en este recuadro se presentan dos escenarios macroeconómicos contrafactuales en los que se plantea cuál hubiera sido el comportamiento de la inflación de 2016 a la fecha, así como su trayectoria pronosticada, en presencia de la serie de choques que afectaron a la economía mexicana, pero sin una política monetaria prudente y activa. Los resultados sugieren que, de no haberse realizado dichos ajustes, se hubieran podido presentar desviaciones de la inflación con respecto a su meta mayores a las que *de facto* se registraron, y se hubiera pospuesto de forma considerable la convergencia de la inflación a su meta, lo cual hubiera puesto en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación.

2. Ejercicios Contrafactuales ante los Choques Recientes

En los últimos años la economía mexicana enfrentó diversos choques que han afectado a la inflación. Conforme se fueron presentando, estos pueden agruparse en dos periodos:

Primer periodo de choques (de 2014T3 a 2016T3). En la segunda mitad de 2014 y durante 2015 se registró una importante disminución en los precios del petróleo, mismos que se mantuvieron en niveles bajos durante 2016. Esto implicó un deterioro importante de los términos de intercambio en el país y una vulnerabilidad para las finanzas públicas. Este choque, junto con las perspectivas sobre el proceso de normalización de la postura monetaria en Estados Unidos –en un entorno de divergencia en la expectativa de la postura de política monetaria de las principales economías avanzadas–, y a los distintos sucesos que fueron marcando la evolución del proceso electoral en dicho país, provocó diversos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que, a su vez, generaron una depreciación considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Como resultado de lo anterior, durante 2015 se inició un importante ajuste en precios relativos en la economía mexicana, cuyo efecto, si bien fue compensado a lo largo de dicho año tanto por el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales del 2014, como por las bajas en

¹ Para una descripción de los canales del mecanismo de transmisión de política monetaria en México y de los cambios recientes en la importancia relativa de cada uno de ellos, ver el Recuadro “Cambios

Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016.

los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos, comenzó a traducirse en una trayectoria gradual ascendente de la inflación subyacente en 2016.

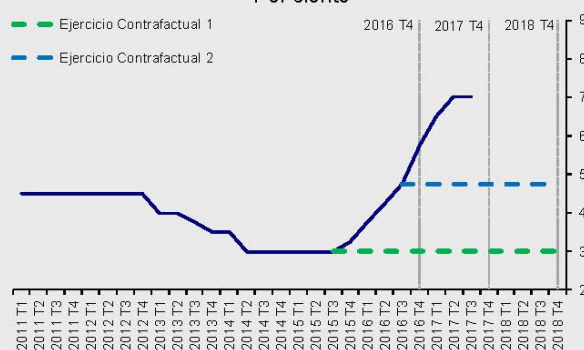
Segundo periodo de choques (de 2016T4 a 2017T3). A finales de 2016 y principios de 2017, ante la incertidumbre sobre el efecto de la política económica de la nueva administración estadounidense en su relación comercial y migratoria con nuestra nación, se registró una depreciación adicional considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Adicionalmente, durante el mismo lapso, se presentaron choques de oferta de magnitud considerable, entre los que destacan: en enero, el incremento al salario mínimo y el incremento en los precios de los energéticos derivados del proceso de su liberalización, sobre todo en lo que corresponde a las gasolinas y al gas L.P. Posteriormente, a los choques antes descritos se sumaron el repunte de algunos precios de agropecuarios y de las tarifas autorizadas por distintas instancias de gobierno, en particular los de autotransporte. Como resultado de lo anterior, ante la incidencia significativa de algunos de estos choques en algunos rubros de la inflación y los efectos indirectos del incremento en los precios de los energéticos sobre algunos rubros de la inflación subyacente, la inflación general sufrió un deterioro importante, manteniendo una tendencia al alza por 14 meses consecutivos, hasta ubicarse en agosto pasado en 6.66 por ciento.

El objetivo de los ejercicios que a continuación se presentan es cuantificar los efectos de las decisiones de política monetaria tomadas por la Junta de Gobierno desde diciembre de 2015 y hasta el tercer trimestre de 2017 ante los episodios de choques adversos antes descritos. Para tal efecto, se usa un modelo macroeconómico de pequeña escala para una economía pequeña y abierta –como lo es el caso de México–, mediante el cual es posible caracterizar el funcionamiento de la economía dentro de un marco de equilibrio general en el que es posible, por un lado, estudiar la interacción entre las principales variables macroeconómicas en respuesta a varios tipos de choques y, por el otro, capturar los efectos de las decisiones de política monetaria sobre las mismas.² En particular, se realizan dos ejercicios contrafactuales cuyos efectos sobre la inflación se comparan con la trayectoria observada de la

misma y con el escenario de pronóstico actual del Banco de México para dicha variable:

- Ejercicio Contrafactual 1. Supone que la autoridad monetaria no responde a ninguno de los choques que afectaron a la economía desde mediados de 2014. Así, la tasa de política monetaria se mantiene constante en 3.00 por ciento del último trimestre de 2015 hasta la fecha (Gráfica 1).
- Ejercicio Contrafactual 2. Supone que la autoridad monetaria responde a los choques que afectaron a la economía mexicana hasta 2016T3, es decir, responde al primer episodio de choques descrito, pero no así al episodio de choques subsecuente. Así, la tasa de referencia se mantiene en 4.75 por ciento a partir de 2016T4 (Gráfica 1).

Gráfica 1
Tasa de Interés Nominal de Corto Plazo
Por ciento



Los efectos de suponer una política monetaria pasiva de acuerdo con los ejercicios contrafactuales antes descritos pueden apreciarse en la Gráfica 2. De haberse mantenido la tasa de referencia en 3 por ciento desde finales de 2015 hasta la fecha (Ejercicio Contrafactual 1), la inflación general hubiera presentado una tendencia al alza más acentuada a partir de 2016 y durante lo que va de 2017. En particular, para 2016T4 esta variable se hubiera situado 100 puntos base por encima del nivel que registró, en tanto que para 2017T3 lo hubiera hecho 280 puntos base por encima de este último. Más aún, la inflación todavía no habría alcanzado su punto máximo, puesto que en este caso lo habría hecho hasta 2017T4, alcanzando niveles de 9.4 por ciento, y se hubiera

² El modelo empleado es similar en estructura al descrito en el Recuadro "Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México" del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016. En particular, este está conformado por las siguientes ecuaciones: i) una Curva IS que modela el comportamiento de la brecha de producto; ii) una Curva de Phillips que describe la dinámica de la inflación subyacente; iii) una ecuación que especifica la dinámica del tipo de cambio real basada en la paridad de tasas de interés; iv) una regla de política monetaria; y v) ecuaciones que determinan la evolución de la inflación no subyacente y de las principales variables macroeconómicas de Estados Unidos (brecha de producto, inflación y

tasa de interés), mismas que se modelan de manera exógena como un proceso autorregresivo de orden 1 y un vector autorregresivo de orden 2, respectivamente. Para una explicación detallada del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en México y de la reacción de las principales variables macroeconómicas ante diversos choques, así como de la respuesta de la tasa de referencia necesaria para estabilizar la economía dada la ocurrencia de los mismos, ver el Programa Monetario 2013.

esperado que durante 2018 esta registrara una tendencia a la baja mucho más lenta que la actualmente prevista, para ubicarse en 6.4 por ciento en 2018T4 (esto es, alrededor de 340 puntos base por encima de la perspectiva actual).

Por su parte, de haberse materializado el Ejercicio Contrafactual 2, la inflación general se hubiera mantenido en niveles similares a los observados a principios de 2017, para luego continuar con una tendencia ascendente más pronunciada en 2017T3, ubicándose durante este periodo 130 puntos base por encima de la inflación observada, es decir, alrededor de 7.8 por ciento anual. Al igual que en el Ejercicio Contrafactual 1, la inflación hubiera alcanzado su nivel máximo en 2017T4. La tendencia decreciente esperada para la misma durante 2018 hubiera sido más pronunciada, por lo que se prevería que esta se ubicara en 4.3 por ciento en 2018T4 (es decir, alrededor de 122 puntos base por encima de lo que se prevé actualmente).

Gráfica 2
Inflación General
Por ciento



El incremento de la inflación a niveles superiores a los que de hecho registró, y la perspectiva de que esta hubiera continuado subiendo durante 2017T4 para, posteriormente, presentar una tendencia a la baja durante 2018 previstos en los Ejercicios Contrafactuales, son producto de la conjunción de diversos fenómenos. Ante la ausencia de incrementos oportunos en la tasa de referencia por parte de la autoridad monetaria, la tasa real prevaleciente en la economía hubiera sido menor a la observada, implicando un estímulo monetario incluso

mayor al que prevaleció en la economía durante 2015. Ello hubiera provocado una depreciación adicional considerable del tipo de cambio lo que, por un lado, junto con la menor tasa de interés real, hubiera implicado un mayor estímulo para la demanda agregada y, por el otro, un incremento en los costos de ciertos insumos de la producción. Ambos factores habrían contribuido a la presencia de mayores presiones inflacionarias, que hubieran conducido a la inflación a niveles superiores a aquellos a los que los choques mismos la condujeron.

3. Conclusión

Los resultados de los ejercicios contrafactuales presentados en este recuadro sugieren que el ajuste oportuno de la postura de política monetaria que el Banco de México ha implementado desde finales de 2015 y hasta la fecha ha tenido como resultado que el incremento de la inflación fuera menor que el que se hubiera observado en ausencia de dichos ajustes y que, con ello, se contemple una convergencia de la inflación a su meta a finales de 2018 más acelerada. Así, es posible argumentar que las acciones de política monetaria han contribuido al anclaje de las expectativas de inflación y han evitado la contaminación del proceso de formación de precios de la economía.

No obstante, es importante señalar que la interpretación de los resultados aquí presentados debe tomarse con cautela, toda vez que el tipo de modelos a partir de los cuales estos se derivan supone que los agentes económicos toman sus decisiones con base en expectativas racionales. Esto implica suponer, en el caso de los ejercicios contrafactuales, que si bien las acciones de política monetaria que se van registrando se desvían de la postura que sería congruente con la convergencia de la inflación a su meta, esta desviación es percibida como temporal, y se anticipa que eventualmente la autoridad monetaria actuará de forma tal para que la convergencia sea asegurada. Por ello, no contemplan el riesgo relacionado a la pérdida de credibilidad del banco central, ni situaciones en las que haya un desanclaje de las expectativas de inflación en los casos en los que este no actúa oportunamente. Así, los resultados pueden considerarse como conservadores, al representar una cota inferior de la trayectoria que la inflación podría haber mostrado en cada caso.

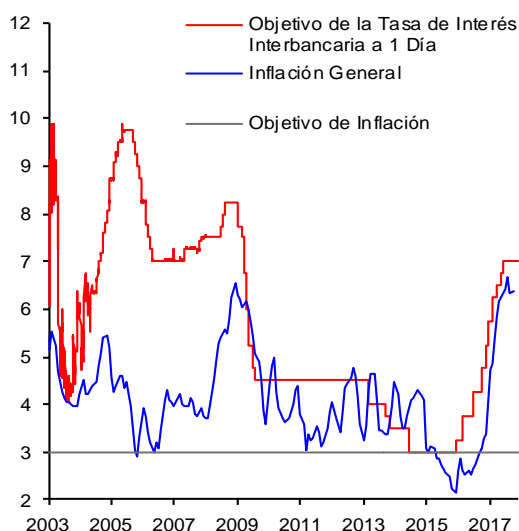
Es relevante destacar que los ajustes en la tasa de referencia implementados por este Instituto Central desde finales de 2015 se realizaron a partir de un nivel mínimo histórico de 3 por ciento. En este sentido, se han incrementado las tasas de interés hasta alcanzar un nivel real ex-ante mayor al 3 por ciento, lo que se encuentra por arriba del punto medio, pero dentro del rango de estimación para su nivel neutral de largo plazo (Gráfica 144b).³⁹

Gráfica 144

Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día, Inflación General y Tasa Real Ex Ante

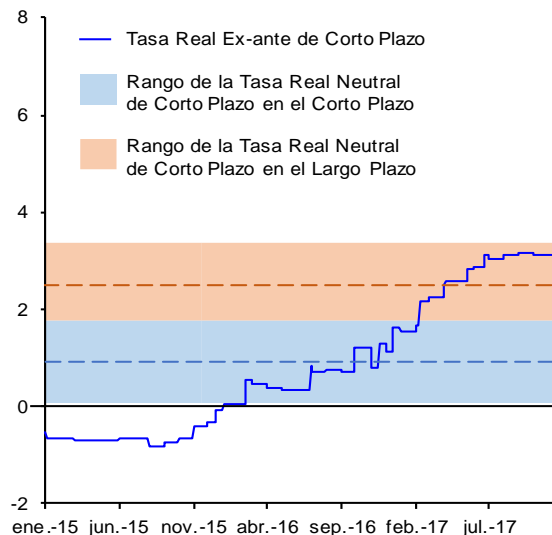
Por ciento anual

- a) Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General ^{1/}
- b) Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rangos Estimados para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Corto y Largo Plazos ^{1/}



1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a octubre.

Fuente: Banco de México.



1/ La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México. Las líneas punteadas corresponden a los puntos medios de los respectivos rangos.

Fuente: Banco de México.

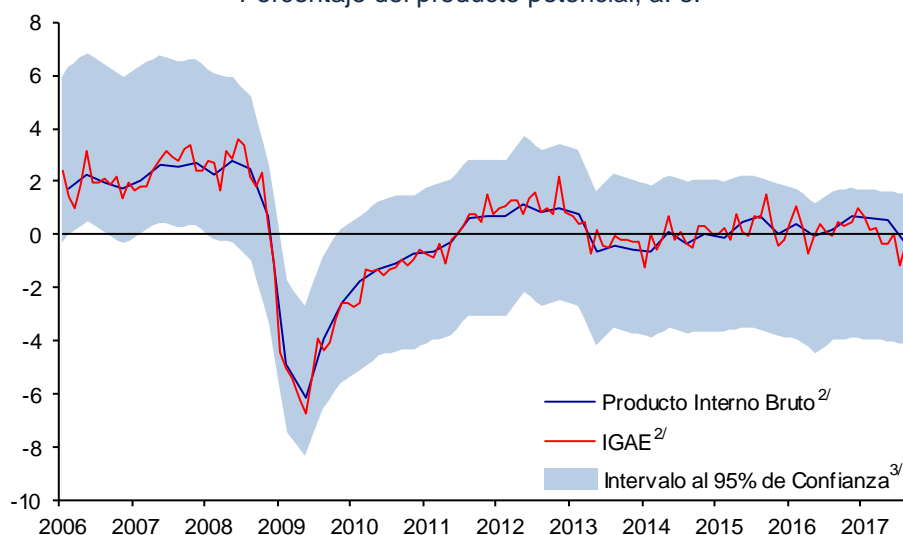
Entre los elementos que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria en el periodo objeto de este Informe destacaron los siguientes:

- i. La inflación general se ubica considerablemente por arriba de la cota superior del Banco de México ante la magnitud y simultaneidad de los diversos choques que la han afectado. No obstante, esta parece ya haber alcanzado un máximo e iniciado una tendencia descendente. Si bien aún persisten riesgos al respecto, se espera que la inflación continúe su tendencia descendente hacia finales de este año y que dicha tendencia se acentúe el próximo, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018.

³⁹ Para una descripción de la estimación de la tasa de interés neutral de corto plazo, ver el Recuadro "Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México" en el Informe Trimestral Julio - Septiembre 2016.

- ii. Las expectativas de inflación siguen reflejando un aumento temporal de la misma. Si bien la mediana de las expectativas de inflación provenientes de encuestas que levanta el Banco de México para el cierre de 2017 se ha ajustado al alza a lo largo del año, recientemente no presentó cambios. Además, la correspondiente al cierre de 2018 se ha mantenido en 3.8 por ciento, mientras que para horizontes de más largo plazo permanecen estables alrededor 3.5 por ciento. Se estima que, hasta la fecha, la secuencia de choques a la que ha estado expuesta la inflación no ha generado efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios, reflejando las acciones de política monetaria implementadas hasta la fecha.
- iii. Derivado de la nueva información de la actividad económica resultante del cambio de año base del SCNM a 2013, la estimación de la brecha del producto sugiere que esta ha sido ligeramente positiva en algunos trimestres hasta el segundo del presente año, si bien no distinta de cero desde un punto de vista estadístico. La contracción en la actividad exhibida en el tercer trimestre implicó que la estimación de la brecha disminuyera y se ubique nuevamente en niveles negativos cercanos a cero (Gráfica 145). Por su parte, las condiciones en el mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado. No obstante, hasta ahora, no se perciben presiones salariales significativas que pudieran afectar al proceso inflacionario. En particular, la brecha entre la tasa de desocupación observada y aquella que se estima congruente con un entorno de inflación baja y estable es negativa y significativamente distinta de cero, si bien una medida ampliada de dicho indicador que incluye a asalariados informales no es significativamente distinta de cero (Gráfica 146a y Gráfica 146b). En este contexto, la ausencia de presiones significativas sobre las remuneraciones medias reales y el comportamiento de la productividad laboral durante el periodo de referencia ocasionaron que los costos unitarios de la mano de obra en la economía en su conjunto hayan disminuido. A su vez, los correspondientes al sector manufacturero se han estabilizado, si bien en niveles superiores a los registrados en 2014 (Gráfica 147a y Gráfica 147b).
- iv. Se mantiene la expectativa de que el proceso de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos seguirá siendo de manera gradual, en un contexto en el que el Comité Federal de Mercado Abierto comenzó la reducción de su hoja de balance en octubre.

Gráfica 145
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 2017 corresponde a la estimación oportuna publicada por el INEGI; la cifra del IGAE de septiembre de 2017 corresponde al dato implícito para ese mes congruente con la cifra del PIB oportuno.

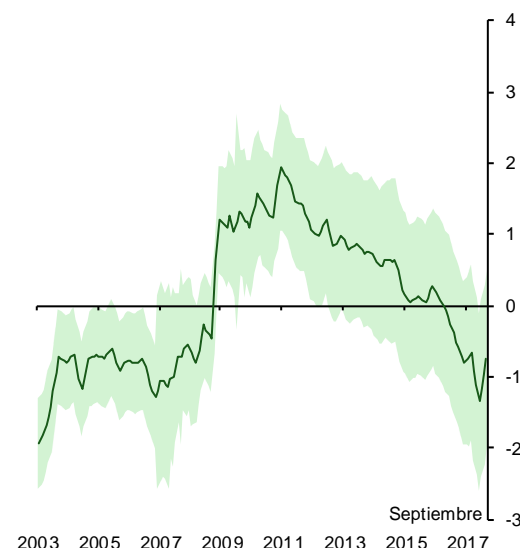
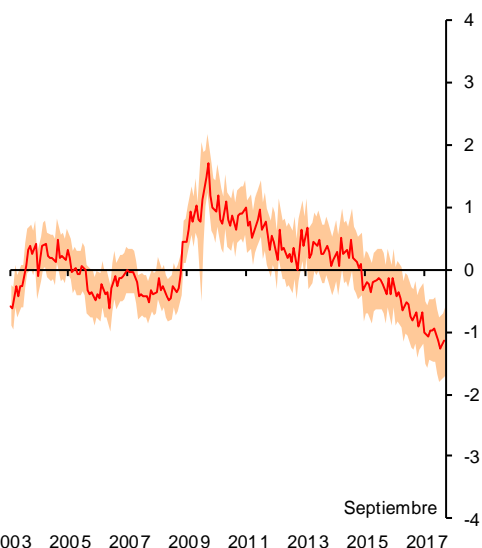
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

Gráfica 146
Estimación de la Brecha de Desempleo
 Por ciento, a. e.

a) Tasa de Desempleo ^{1/}

b) Tasa de Desempleo e Informales Asalariados ^{1/}



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

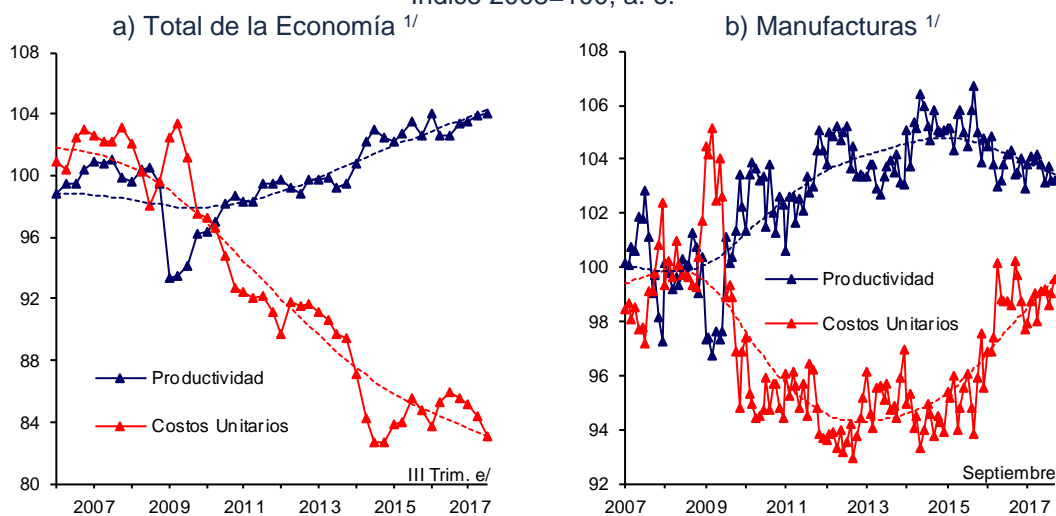
Fuente: Banco de México.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 147
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.

e/ El dato del tercer trimestre de 2017 es una estimación de Banco de México a partir del PIB oportuno publicado por el INEGI.

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas. Series con Base 2013 del Sistema de Cuentas Nacionales de México.

Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del 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.

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

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. Series con Base 2013, INEGI.

Profundizando en el comportamiento de las expectativas de inflación entre especialistas del sector privado provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México, destaca que sus medianas para los plazos más inmediatos se han estabilizado, por lo que continúan siendo congruentes con un aumento temporal en la inflación. En particular destaca que, entre junio y octubre de 2017:

- i. La mediana de las expectativas de la inflación general al cierre de 2017 aumentó de 6.00 a 6.24 por ciento entre junio y octubre, si bien destaca que entre agosto y octubre se mantuvo sin cambios (Gráfica 148a).⁴⁰ Por su parte, la mediana para el componente subyacente se ajustó a la baja de 4.90 a 4.74 por ciento, mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente se revisó al alza de 9.75 a 11.36 por ciento entre junio y octubre.
- ii. La mediana de las expectativas al cierre de 2018 se mantuvo alrededor de 3.80 por ciento entre las encuestas referidas.⁴¹ Por su parte, el componente subyacente aumentó ligeramente de 3.63 a 3.67 por ciento en el mismo periodo, en tanto que la expectativa implícita para el componente no subyacente se ajustó a la baja de 4.37 a 4.27 por ciento (Gráfica 148b).

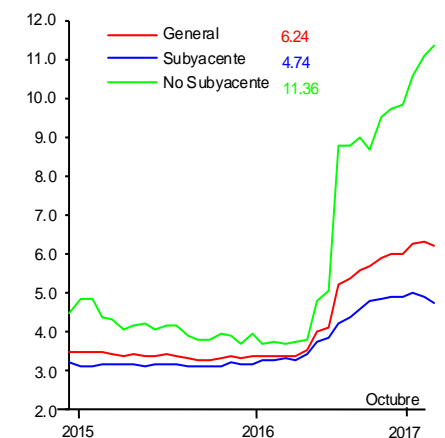
⁴⁰ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2017 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 5.9 a 6.34 por ciento entre las encuestas del 20 de junio de 2017 y 21 de noviembre de 2017.

⁴¹ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta de Citibanamex se mantuvo estable en 3.8 por ciento entre las encuestas del 20 de junio y 21 de noviembre de 2017.

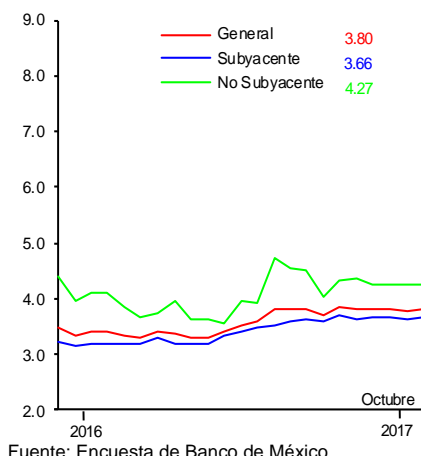
iii. Las expectativas para horizontes de más largo plazo permanecieron ancladas alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 148c).⁴²

Gráfica 148
Expectativas de Inflación
Por ciento

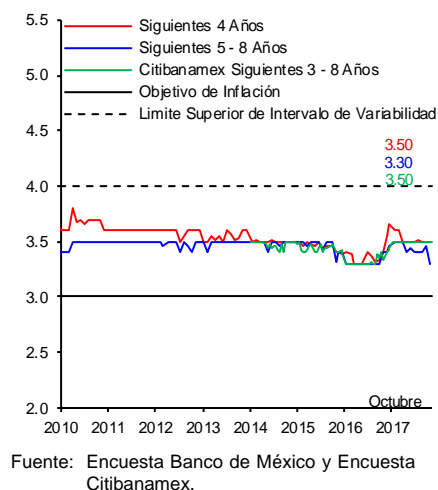
a) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2017



b) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2018



c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



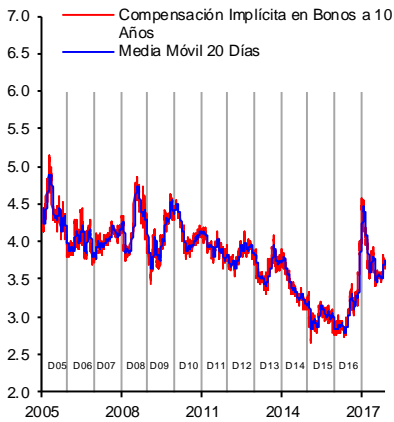
Por lo que respecta a la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo), si bien registró una moderación durante la mayor parte del periodo de referencia, esta aumentó pasando de 3.65 a 3.70 por ciento entre junio y octubre (Gráfica 149a). En relación a los componentes de la misma destaca, por un lado, que estimaciones sobre las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) presentaron cierto incremento (de 3.41 por ciento en junio a 3.48 por ciento en octubre). Ello, debido principalmente al ajuste al alza que han registrado las expectativas de inflación de menor plazo, como lo muestra el promedio correspondiente a los primeros 1 a 5 años, que se ubica en 3.75 por ciento. Esto contrasta con el promedio de los siguientes 6 a 10 años, que se ubica en 3.21 por ciento (Gráfica 149b). Mientras tanto, la estimación de la prima por riesgo inflacionario a 10 años disminuyó de 24 a 21 puntos base entre junio y octubre de este año (Gráfica 149c).⁴³

⁴² Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo en 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de junio de 2017 y la del 21 de noviembre de 2017.

⁴³ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

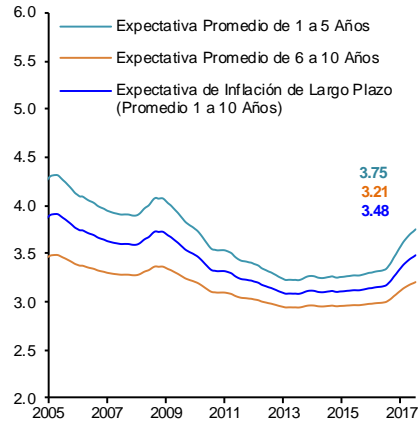
Gráfica 149
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



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

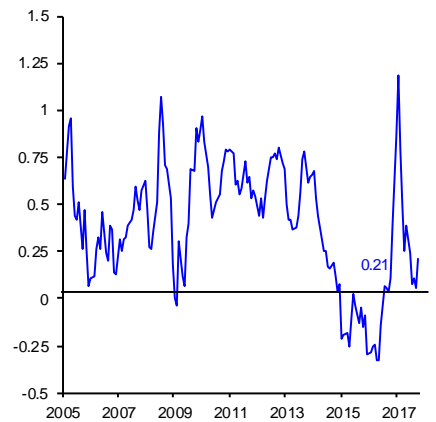
b) Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado ^{1/}



1/ La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

c) Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años ^{1/}



1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

El peso mexicano presentó un comportamiento favorable la mayor parte del trimestre, en congruencia con la estabilidad que se registró en los mercados financieros internacionales. No obstante, a partir de finales de septiembre la divisa mexicana se vio afectada por varios factores que hicieron que aumentara tanto su volatilidad, como su cotización, y que las condiciones de operación de su mercado tuvieran un ligero deterioro. Entre dichos factores se encuentran: i) el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos; ii) la posibilidad de una eventual aprobación de un plan fiscal expansionista en dicho país; y, iii) especialmente, la incertidumbre con relación al proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Así, la cotización de la moneda nacional, que se ubicó entre 17.50 y 18.00 pesos por dólar la mayor parte del trimestre, posteriormente alcanzó niveles de hasta 19.37 pesos por dólar en su cotización intradía y a mediados de noviembre se ubica alrededor de 18.82 pesos por dólar (Gráfica 150a y Gráfica 150b). Por su parte, las expectativas para su cotización al cierre de 2017 y 2018 extraídas de encuestas disminuyeron durante el trimestre que se reporta, para luego registrar ajustes al alza en octubre (Gráfica 150a).

Ante el episodio de mayor volatilidad registrado en las últimas semanas, el 25 de octubre la Comisión de Cambios anunció un incremento de 4,000 millones de dólares en el monto de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional (Non-Deliverable Forwards). A su vez, dicha Comisión ratificó el compromiso de continuar evaluando las condiciones de operación del mercado cambiario y no descartó la posibilidad de llevar a cabo acciones adicionales en caso de ser necesario a fin de procurar un funcionamiento más ordenado en dicho mercado. Asimismo, reiteró que el anclaje del valor de la moneda nacional continuará

procurándose principalmente mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.

Gráfica 150

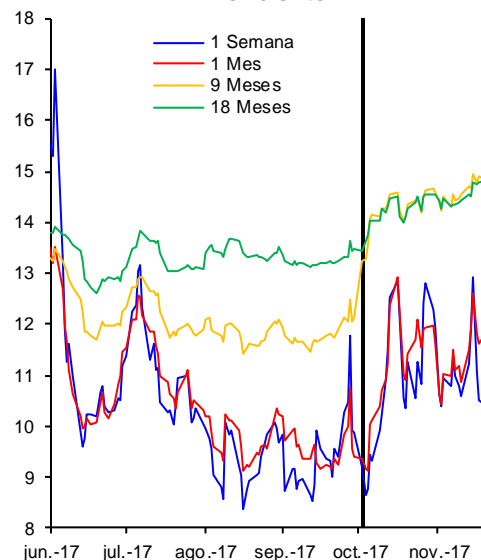
Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio

a) Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



^{1/}El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Las etiquetas de las expectativas corresponden al promedio de la encuesta Banco de México de Octubre.
Fuente: Banco de México.

b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio ^{1/}
Por ciento

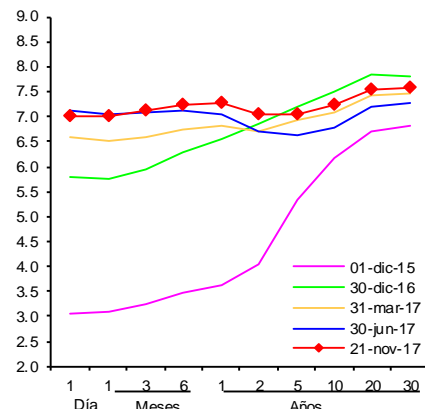
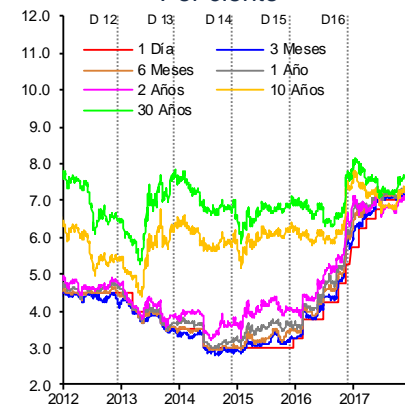


^{1/}La línea negra vertical indica el 2 de octubre de 2017, 9 meses antes de las elecciones federales del 2018.
Fuente: Bloomberg.

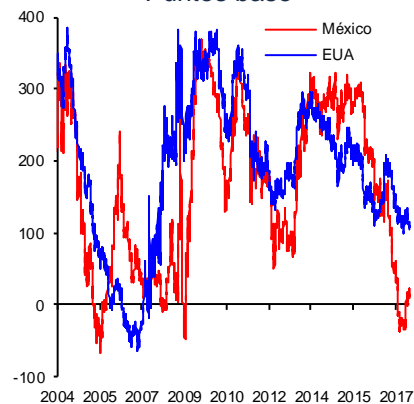
Por su parte, las tasas de interés para todos los plazos registraron incrementos. En particular, aquellas de corto plazo tuvieron un incremento moderado, en tanto que las de plazos mayores, especialmente de 2 años en adelante, mostraron aumentos más considerables. Así, entre finales de junio y mediados de noviembre de 2017 la tasa de interés para un horizonte de 3 meses subió 5 puntos base, de 7.05 a 7.1 por ciento, la correspondiente a 2 años se incrementó 50 puntos base, de 6.6 a 7.1 por ciento, y la de 10 años aumentó 60 puntos base, de 6.7 a 7.3 por ciento (Gráfica 151a y Gráfica 151b). Lo anterior condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos (calculada con la diferencia entre la tasa de interés a 10 años menos aquella a 3 meses) registrara cierto empinamiento, de alrededor de 55 puntos base, en este mismo lapso, mismo que habría sido mayor en ausencia de las acciones de política monetaria que el Banco de México ha implementado (Gráfica 151c).

Gráfica 151
Tasas de Interés en México
 b) Curva de Rendimientos Por ciento

a) Tasas de Interés de Valores Gubernamentales Por ciento



c) Pendiente de la Curva de Rendimientos Puntos base

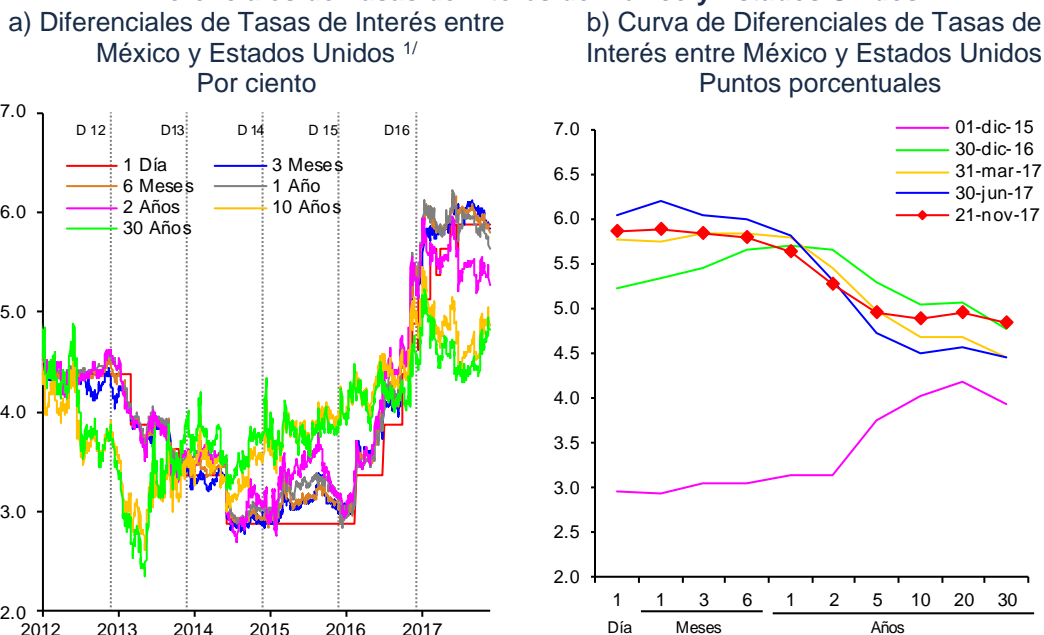


Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

De acuerdo con el comportamiento antes descrito, y dado que las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos aumentaron más que las nacionales, los diferenciales para tales plazos entre México y dicho país (México – Estados Unidos) disminuyeron. Por su parte, los diferenciales de tasas de interés de mediano y largo plazo se ampliaron ante el aumento de menor magnitud que registraron las tasas para dichos horizontes en Estados Unidos en relación con las de nuestro país. En particular, de finales de junio a mediados de noviembre de 2017, el diferencial de las tasas de 3 meses disminuyó 10 puntos base, de 600 a 590 puntos base, mientras que los diferenciales de 2 y 10 años aumentaron 10 y 40 puntos base, de 530 a 540 puntos base y de 450 a 490 puntos base, respectivamente (Gráfica 152a y Gráfica 152b).

Gráfica 152

Diferenciales de Tasas de Interés de México y Estados Unidos

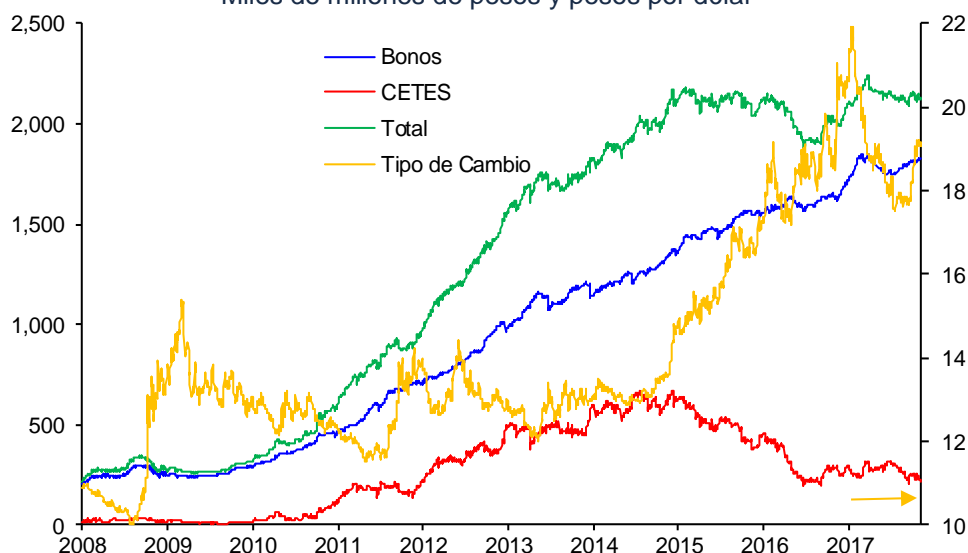


1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Sobre el comportamiento de las tasas de interés nacionales, cabe destacar que estas habían experimentado pocos cambios durante el trimestre; sin embargo, a finales del periodo de referencia aumentaron, en parte, ante los incrementos en las tasas de interés en Estados Unidos, así como ante la posible descompresión de diversas primas por riesgo, principalmente la cambiaria, derivada de los factores que incidieron sobre el comportamiento de la moneda nacional. Adicionalmente, este incremento en las tasas de interés también es reflejo de la expectativa, implícita en instrumentos de mercado y provenientes de encuestas, de que el periodo de relativa astringencia monetaria se podría prolongar. Al respecto, cabe señalar que la estabilidad que han presentado las tasas de interés de largo plazo, a pesar de la incertidumbre relacionada con la relación bilateral entre México y Estados Unidos, es resultado, entre otros factores, de una postura de política monetaria prudente y comprometida con la consecución de la meta de inflación, la cual redundará en expectativas de inflación de mediano y largo plazo bien ancladas.

En el contexto antes descrito, la tenencia de valores gubernamentales de no residentes se mantuvo relativamente estable entre finales de junio y principios de noviembre de este año. En cuanto a su composición, destaca que la tenencia de instrumentos de corto plazo registró una disminución, la cual se compensó con el incremento en la tenencia de instrumentos de mediano y largo plazo (Gráfica 153). Por otra parte, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano nacional registraron cierta volatilidad, manteniéndose prácticamente sin cambios durante el periodo de referencia. Ello, en contraste con aquellos de otros países emergentes que disminuyeron en el mismo lapso.

Gráfica 153
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero y Tipo de Cambio ^{1/}
 Miles de millones de pesos y pesos por dólar



^{1/} El total incluye CETES, bonos, udibonos, bondes y bondes D.
 Fuente: Banco de México

Hacia adelante, la economía mexicana seguirá enfrentando riesgos importantes. Ello hace particularmente relevante que, por un lado, se continúe impulsando la implementación adecuada de las reformas estructurales y, por el otro, las autoridades perseveren en el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos del país, consolidando las finanzas públicas y manteniendo una postura monetaria prudente y vigilante de que los choques que han estado afectando a la inflación, así como los riesgos que persisten, no se traduzcan en una afectación al proceso de formación de precios de la economía. Lo anterior contribuirá al fortalecimiento del anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y al logro de la convergencia de esta a su objetivo.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

Crecimiento de la Economía Nacional: El intervalo para la expectativa de expansión del PIB para 2017 se revisa de uno de entre 2.0 y 2.5 por ciento en el Informe precedente, a uno de entre 1.8 y 2.3 por ciento en el actual. Este ajuste responde fundamentalmente a que la actividad productiva en el tercer trimestre mostró una desaceleración mayor a la esperada en el Informe previo, en buena medida ante los efectos de los sismos de septiembre y la pronunciada contracción de la plataforma petrolera en ese mismo mes. Las consecuencias sobre la actividad económica de los terremotos parecerían haber sido moderadas y transitorias, toda vez que la capacidad productiva del país no presenta indicios de afectaciones significativas y se anticipa que se intensifiquen los esfuerzos de reconstrucción. Así, las previsiones de crecimiento para 2018 no se modifican respecto al Informe previo, de modo que se continúa anticipando que el crecimiento del PIB se ubique entre 2.0 y 3.0 por ciento en 2018, en tanto que para 2019 se prevé una tasa de expansión de entre 2.2 y 3.2 por ciento (Gráfica 154a). Del mismo modo que en el Informe precedente, en el horizonte de pronóstico se prevé una contribución al crecimiento cada vez más notoria de las reformas estructurales, un efecto favorable de la consolidación de la recuperación de la actividad industrial en Estados Unidos y un fortalecimiento del marco macroeconómico de México, el cual contribuiría a incentivar el gasto interno.⁴⁴ Si bien los pronósticos de crecimiento del PIB para 2018 no se modifican respecto al Informe previo, es importante señalar que en particular la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN parecería haber incrementado la probabilidad de que se materialicen riesgos importantes a la baja para el crecimiento.

De acuerdo a la nueva información de la actividad económica resultante del cambio de año base a 2013, en algunos de los últimos trimestres la estimación de la brecha del producto se ha situado ligeramente en terreno positivo. No obstante, la contracción de la actividad en el tercer trimestre de 2017 implicó que esta disminuyera y se ubicara nuevamente en niveles negativos cercanos a cero. En el horizonte de pronóstico se prevé que la estimación de la brecha permanezca en niveles ligeramente inferiores a cero, si bien por arriba de los estimados en el informe previo, como consecuencia de la revisión de cifras. De este modo, las previsiones para el crecimiento descritas no indican la presencia de presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios (Gráfica 154b).

Empleo: Si bien con la nueva información a partir del cambio de año base a 2013 del PIB el comportamiento del número de puestos de trabajo registrados en el IMSS resulta en cierta medida más congruente con el desempeño de la actividad económica, este ha continuado mostrando un dinamismo mayor al que sugeriría el crecimiento económico y al previamente anticipado, por lo que las previsiones para 2017 y 2018 de este indicador se revisan al alza respecto al Informe previo. En particular, para 2017 se anticipa que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS aumente entre 720 y 790 mil puestos de trabajo, incremento superior al

⁴⁴ Las expectativas para la producción industrial de Estados Unidos en 2017 y 2018 se basan en el consenso de analistas encuestados por Blue Chip en noviembre de 2017. En particular, se anticipa un crecimiento de ese indicador en 2017 y 2018 de 1.6 y 2.3 por ciento, respectivamente. Estas cifras se comparan con las previsiones disponibles en el Informe previo de 1.9 y 2.4 por ciento para esos mismos años. Finalmente, para 2019 se espera un crecimiento de 2.1 por ciento, de acuerdo con el consenso de los especialistas encuestados por Blue Chip en octubre de 2017.

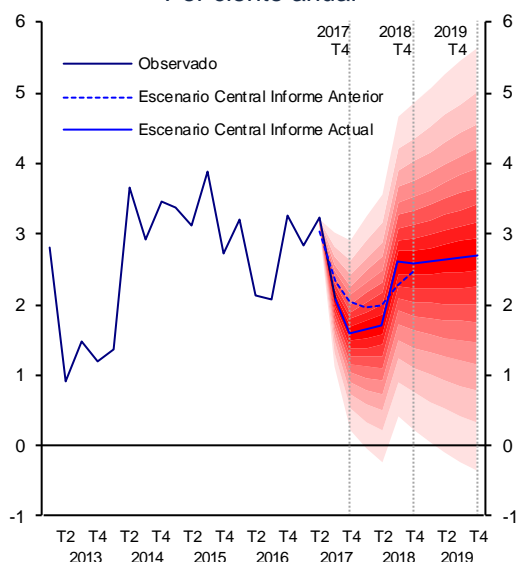
esperado en el Informe previo de entre 660 y 760 mil puestos de trabajo. Para 2018, se prevé que se observe un aumento de entre 680 y 780 mil puestos de trabajo, el cual se compara con la expectativa en el Informe anterior de entre 670 y 770 mil plazas laborales. Para 2019, se estima que los puestos de trabajo afiliados al IMSS se incrementen en entre 690 y 790 mil plazas.

Cuenta Corriente: Para 2017, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 11.0 y de 19.4 miles de millones de dólares (0.9 y 1.7 por ciento del PIB, respectivamente), los cuales se comparan con los previstos en el Informe anterior de 13.2 y 25.0 miles de millones de dólares (1.2 y 2.2 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2018, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.1 y 25.9 miles de millones de dólares, respectivamente (1.0 y 2.1 por ciento del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 12.5 y 27.1 miles de millones dólares (1.0 y 2.2 por ciento del PIB, en el mismo orden). Por su parte, para 2019 se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 14.5 y 30.6 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Gráfica 154

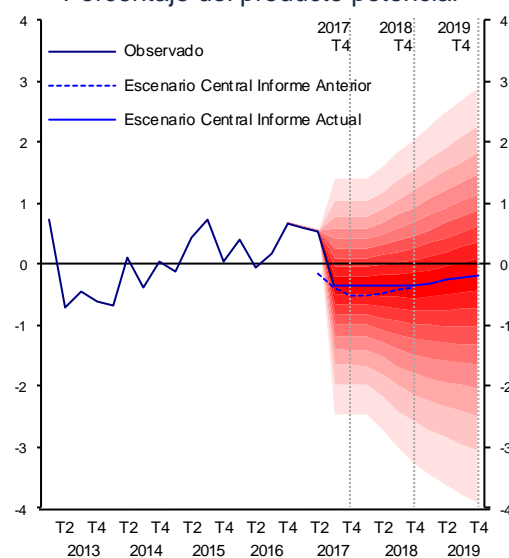
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

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



a. e. / Cifras desestacionalizadas.
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 balance de riesgos para el escenario de crecimiento se ha deteriorado y se encuentra sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja destacan:

- i. Que la renegociación del TLCAN no sea favorable para el sector productivo mexicano o que incluso resulte en su cancelación.
- ii. Que ante la incertidumbre relacionada con la renegociación del TLCAN diversas empresas pospongan aún más sus planes de inversión en

México o que los consumidores mexicanos reduzcan su gasto de manera precautoria.

- iii. Que se observen episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos o de acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento hacia México.
- iv. Que el próximo proceso electoral en México genere volatilidad en los mercados financieros nacionales, de manera que el entorno de incertidumbre incida adversamente en la evolución del gasto privado.
- v. Que la inseguridad pública se torne en un factor más relevante como determinante de la actividad productiva.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento sobresalen:

- i. Que la renegociación del TLCAN sea detonante de inversión, tanto en nuevas áreas de oportunidad, como en aquellas previamente contempladas en el Acuerdo.
- ii. Que la implementación de las reformas estructurales produzca resultados superiores a los esperados.
- iii. Que el esfuerzo de reconstrucción asociado a los desastres naturales en México y Estados Unidos tenga un efecto más favorable sobre la actividad que el anticipado.

Inflación: Respecto al pronóstico dado a conocer en el Informe anterior, el escenario actual considera que la inflación no subyacente tendrá una reducción menor a la anticipada en lo que resta de 2017 y en la mayor parte de 2018. Ello se explica por los incrementos que recientemente volvieron a presentar los precios de algunos productos agropecuarios y, en particular, los energéticos. Como resultado de lo anterior, se prevé que en 2018 la inflación general anual alcanzará el objetivo de 3.0 por ciento en el último trimestre de 2018, y no en el tercero, como se había considerado previamente. En lo que respecta a la inflación subyacente, el escenario actual contempla para lo que resta de 2017 una disminución ligeramente más pronunciada a la que se había estimado, derivada de una mejor evolución a la prevista de los precios de las mercancías. No obstante, para 2018 las previsiones para el comportamiento de la inflación subyacente son ligeramente más elevadas a las anteriormente consideradas, reflejando el impacto que tendría la reciente reversión del tipo de cambio sobre los precios de las mercancías.

Así, se anticipa que hacia finales de 2017 la inflación general anual continúe exhibiendo una tendencia a la baja, la cual se espera se acentúe durante el próximo año, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018. En 2019, se espera que esta fluctúe alrededor de dicho objetivo. La previsión anterior toma en cuenta la expectativa de un comportamiento ordenado del tipo de cambio, así como una reducción importante de la inflación no subyacente en los meses siguientes y durante 2018. En cuanto a la inflación subyacente anual, se espera que permanezca por encima de 4.0 por ciento en 2017, aunque bastante

por debajo de la trayectoria de la inflación general anual y que alcance niveles moderadamente por arriba de 3.0 por ciento a finales de 2018 y que se ubique alrededor de dicho nivel en 2019 (Gráfica 155 y Gráfica 156). Cabe señalar que si bien el incremento al salario mínimo que recientemente fue aprobado por la CONASAMI pudiera llegar a afectar ligeramente al alza el cierre de la inflación general anual en 2017, no se prevé que afecte significativamente la trayectoria esperada de convergencia de la misma a la meta del Banco de México hacia finales de 2018. Para ello, es importante que el traspaso al resto de las negociaciones salariales se mantenga contenido.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, los cuales se incrementaron desde el último Informe Trimestral. Los principales riesgos son, al alza:

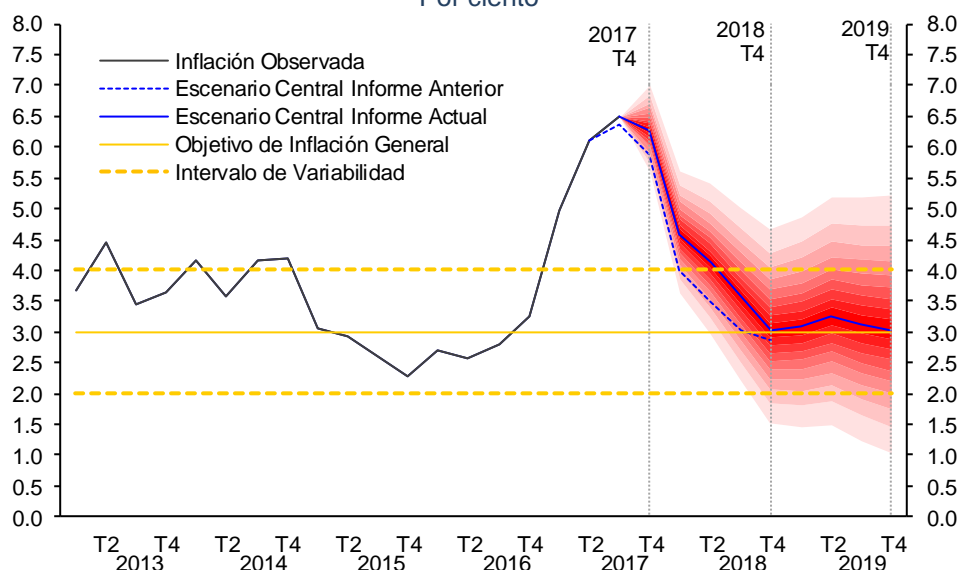
- i. Que se registre una depreciación adicional de la moneda nacional en respuesta, entre otros factores, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN o a una reacción adversa de los mercados a las acciones de política monetaria o fiscal en los Estados Unidos.
- ii. Que los precios de algunos bienes agropecuarios aumenten, si bien el impacto de ello sobre la inflación sería transitorio.
- iii. Que continúen presentándose presiones importantes al alza en los precios de algunos energéticos; en particular, del gas L.P., tal como se ha venido observando recientemente.
- iv. Tomando en cuenta que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, el comportamiento de los costos unitarios de la mano de obra podría reflejarse en la inflación.

Entre los riesgos a la baja se encuentran:

- i. Que un entorno más favorable con relación al resultado de las negociaciones del TLCAN conduzca a una apreciación de la moneda nacional.
- ii. Que las reformas estructurales den lugar a disminuciones adicionales en diversos precios de la economía.
- iii. Que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado.

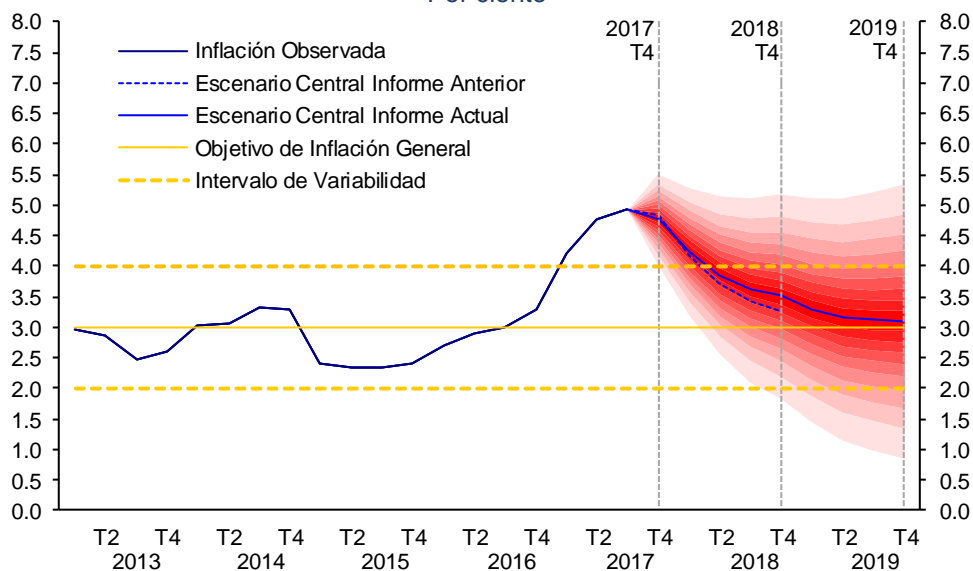
Dado que algunos riesgos al alza han ido ganando relevancia, se considera que el balance de riesgos con relación a la trayectoria esperada para la inflación por el Instituto Central se deterioró y tiene un sesgo al alza en el horizonte en el que actúa la política monetaria.

Gráfica 155
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
 Por ciento



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

Gráfica 156
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
 Por ciento



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

Tomando en cuenta lo presentado en este Informe, hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial, considerando el balance de riesgos antes descrito, de cambios futuros en la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios y de la evolución de la brecha del producto, así

como del comportamiento de presiones salariales potenciales. En todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

Las reformas estructurales que están siendo implementadas, en conjunto con una política económica encaminada a mantener un entorno de solidez macroeconómica, han contribuido a que la economía mexicana se haya mostrado resiliente ante los choques adversos a los que por varios años ha estado sujeta, permitiendo que esta mantenga una trayectoria de crecimiento. Ello incluso considerando que reformas de gran envergadura como las aprobadas requieren de un prolongado periodo de implementación y que su impacto pleno sobre el crecimiento económico y el bienestar de la población debe evaluarse desde una perspectiva de largo plazo. No obstante, un entorno de inseguridad pública y de falta de plena vigencia del estado de derecho impide que condiciones necesarias, mas no suficientes por sí solas, para el crecimiento económico como son la estabilidad macroeconómica o un mejor funcionamiento de ciertos mercados, se reflejen en mayor inversión y, sobre todo, en mayor productividad. El crecimiento de la productividad es, en última instancia, el único modo de obtener una mayor expansión de la economía de manera sostenible y, por lo tanto, de incrementar las remuneraciones laborales y acrecentar el bienestar de la población. Es decir, esto último es vital para que los salarios de todos los trabajadores, no solo los que perciben el mínimo, se incrementen de manera sostenible y sin generar presiones inflacionarias, desempleo o mayor informalidad. Así, el país debe buscar implementar reformas más profundas que provean de certeza jurídica, fortalezcan el estado de derecho, refuercen las instituciones del país y modifiquen el sistema de incentivos que los agentes económicos enfrentan para que se privilegie la búsqueda de creación de valor por encima de la búsqueda de rentas. Si bien lo anterior es un objetivo que el país debe estar buscando alcanzar independientemente del entorno externo, avances en esta dirección se tornan todavía más apremiantes ante la incertidumbre actual por la que atraviesa México respecto a la relación económica con Estados Unidos, la cual evoca la importancia de que el país diversifique y fortalezca los distintos motores de crecimiento que tiene a su disposición, tanto de índole interna, como externa.

Anexo **Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria y los Informes Trimestrales en 2018**

En el Cuadro 1 de este anexo se presenta el calendario para el año 2018 de los anuncios de política monetaria, así como de la publicación de las Minutas sobre las reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las decisiones de política monetaria y de los Informes Trimestrales. Es pertinente hacer notar que la publicación de las decisiones de política monetaria seguirá siendo en jueves a las 13:00 horas como en el 2017. Adicionalmente, dos semanas después de cada anuncio se publicarán las Minutas correspondientes como se hizo en 2017. Por su parte los Informes Trimestrales se publicarán los días señalados.

Cuadro 1
Calendario para 2018

	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria	Informes Trimestrales ^{1/}
Enero			
Febrero	8	22	28
Marzo			
Abril	12	26	
Mayo	17	31	30
Junio	21		
Julio		5	
Agosto	2	16	29
Septiembre			
Octubre	4	18	
Noviembre	15	29	28
Diciembre	20 ^{2/}		

1/ El Informe Trimestral que se publicará el 28 de febrero corresponde al del cuarto trimestre de 2017, el del 30 de mayo al del primer trimestre de 2018, el del 29 de agosto al del segundo trimestre de 2018, y el del 28 de noviembre al del tercer trimestre de 2018.

2/ Las minutas correspondientes a la Reunión de la Junta de Gobierno de diciembre se publicarán el día jueves 3 de enero de 2019.

El calendario considera ocho fechas para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2018. Sin embargo, como en años anteriores, el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central.

Capítulo IV: Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017..... 228

CONTENIDO

1.	Introducción	228
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Cuarto Trimestre de 2017.....	231
2.1.	Condiciones Externas	231
2.1.1.	Actividad Económica Mundial.....	232
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	238
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior	239
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	241
2.1.5.	Riesgos para el Panorama Económico Mundial	244
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	245
2.2.1.	Actividad Económica	245
2.2.2.	Mercado Laboral.....	256
2.2.3.	Activos Financieros Internos, Dinero y Financiamiento	260
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	265
2.2.3.2.	Activos Financieros Internos.....	273
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	274
2.2.4.1.	Indicadores de Holgura	278
3.	Evolución Reciente de la Inflación.....	281
3.1.	La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2017	281
3.1.1.	Inflación Subyacente	288
3.1.2.	Inflación No Subyacente.....	291
3.2.	Índice Nacional de Precios al Productor.....	294
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	295
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	305
5.1.1.	Previsiones para la Actividad Económica	305
5.1.2.	Previsiones para la Inflación.....	307

RECUADROS

8.	Consideraciones sobre la Política Fiscal en Estados Unidos.....	236
9.	Evolución Reciente de las Exportaciones Automotrices de México	247
10.	Consideraciones sobre las Nuevas Medidas de los Agregados Monetarios y los Activos Financieros Internos en México.....	261
11.	Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias	275
12.	La Inflación Subyacente Fundamental	283
13.	Régimen de Objetivos de Inflación y el Papel de los Pronósticos	296

Capítulo IV: Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017

1. Introducción

En 2017, la inflación estuvo fuertemente influida por una serie de choques de magnitud considerable, tanto externos como internos, lo que condujo a que al cierre del año alcanzara niveles no observados desde el año 2001. Desde inicios del año, la inflación comenzó a resentir los efectos de la depreciación de la moneda nacional, principalmente como resultado de la incertidumbre respecto al futuro de la relación bilateral de nuestro país con la nueva administración de Estados Unidos. Adicionalmente, durante la primera parte del año también afectaron a la inflación otros factores, entre los que destacan los incrementos en los precios de los energéticos, en particular de las gasolinas y el gas L.P., así como aumentos en las tarifas de transporte público y alzas en los precios de algunos productos agropecuarios. Si bien a partir de septiembre de 2017 la inflación mostró cierta inflexión a la baja, en los últimos meses del año se presentaron choques adicionales que incrementaron la inflación general a 6.77 por ciento en diciembre. Entre estos destacaron los aumentos en los precios del gas L.P. y de ciertas frutas y verduras; una depreciación adicional de la moneda nacional; y el efecto del cambio en el calendario del aumento al salario mínimo, que entró en vigor en diciembre en lugar de enero. Cabe señalar que estos choques se dieron en un entorno en el que las condiciones cíclicas de la economía se han mantenido relativamente estrechas, lo que podría estar influyendo en la velocidad a la que la inflación subyacente se está reduciendo. En enero de 2018 la inflación general anual presentó una disminución considerable; en dicho resultado destaca la importante reducción de la inflación no subyacente y una de menor magnitud en la subyacente. Ello debido a las acciones de política monetaria implementadas y a que en este año los aumentos en los precios de algunos energéticos fueron menores que los del año previo. Sin embargo, el comportamiento de la inflación no subyacente a inicios del año siguió resintiéndose los efectos de los choques que la afectaron al cierre de 2017. Como resultado del panorama inflacionario descrito, se presentaron aumentos en las expectativas de inflación general para el cierre de 2018, si bien aquellas para el mediano y largo plazo se mantuvieron alrededor de 3.50 por ciento.

El Banco de México ajustó su postura monetaria durante 2017, incrementando el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 125 puntos base de enero a junio de dicho año, manteniéndola sin cambio hasta noviembre. No obstante, ante el deterioro adicional en la inflación bajo el entorno mencionado, y con el objeto de mantener una postura monetaria que evitara efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios y reforzara la tendencia descendente de la misma hacia su meta, en las reuniones de diciembre de 2017 y de febrero de 2018 la Junta de Gobierno decidió aumentar la tasa objetivo en 25 puntos base en cada una de ellas, llevándola a un nivel de 7.50 por ciento. Estas acciones tomaron en consideración las condiciones cíclicas de la economía descritas anteriormente. Asimismo, en la última decisión de política monetaria se destacó que el incremento en la tasa objetivo tomó en cuenta las condiciones monetarias más restrictivas que se prevén en la economía estadounidense.

Las acciones anteriores se llevaron a cabo en un entorno en el que, si bien la actividad económica mundial siguió expandiéndose de manera generalizada y sus expectativas de crecimiento se han revisado al alza, persisten diversos riesgos, tanto económicos como geopolíticos, que pueden influir desfavorablemente en el contexto mundial. En particular, destaca la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria más rápido a lo anticipado por los mercados en las economías avanzadas y, en especial, en Estados Unidos, lo cual podría propiciar un entorno más volátil en los mercados financieros internacionales y restringir las condiciones de financiamiento, en especial para las economías emergentes. Este riesgo se ha fortalecido por las presiones inflacionarias que se podrían generar como resultado de los recortes a los impuestos y el aumento al gasto público recientemente aprobados en dicho país. En efecto, este impulso fiscal, en un contexto en el que la economía estadounidense no parece presentar condiciones de holgura, ha entrado en tensión con la expectativa de que la postura monetaria en ese país se normalizaría gradualmente, y ha dado lugar a aumentos considerables en las tasas de interés de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a plazos de 10 y 30 años en lo que va del año y a un ajuste a la baja en los principales índices accionarios respecto a los altos niveles que habían alcanzado previamente.

Hacia adelante, se estima que la economía mexicana continúe creciendo, lo cual podría verse favorecido por el mayor ritmo de expansión en Estados Unidos. No obstante, la incertidumbre que prevalece, especialmente respecto de la relación comercial de México en Norteamérica, podría seguir afectando a la inversión. Así, si bien ha mejorado ligeramente el balance de riesgos para el crecimiento, persiste el sesgo a la baja. Al respecto, las condiciones de holgura en la economía han venido estrechándose, si bien recientemente, salvo en el caso del mercado laboral, parecerían haber comenzado a revertirse moderadamente. En este contexto, y tomando en cuenta que se espera un crecimiento de la economía cercano a su potencial, se estima que las condiciones cíclicas de la economía permanezcan cercanas a los niveles actuales. En este entorno, y considerando el comportamiento reciente de la inflación, la evolución que se anticipa para sus determinantes, la postura de política monetaria actual y el horizonte en el que esta opera, se prevé que la inflación general continúe disminuyendo, aproximándose a lo largo del año a la meta de 3.0 por ciento y alcanzándola en el primer trimestre de 2019, ubicándose cerca de dicho nivel el resto de 2019. Estas previsiones consideran un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral, y una reducción importante de la inflación no subyacente a lo largo de 2018, en la medida que no se repitan el tipo de choques que la afectaron el año anterior. Considerando el nivel que ha alcanzado la inflación, los choques que la han afectado y los riesgos a los que aún está sujeta, en la trayectoria prevista para la inflación persiste un balance de riesgos sesgado al alza.

En este entorno, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará vigilando muy de cerca la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, incluyendo el traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ante la

presencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, de ser necesario la política monetaria actuará de manera oportuna y firme para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3 por ciento.

Cabe destacar que las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, aunadas al cumplimiento de las metas fiscales en 2017 y al compromiso de hacerlo en 2018, así como la resiliencia que ha mantenido el sistema financiero, han contribuido a que la economía mexicana esté en mejor posición para enfrentar posibles escenarios adversos. También debe enfatizarse la renovación anticipada en noviembre de 2017 de la Línea de Crédito Flexible que México tiene con el Fondo Monetario Internacional por dos años más, en reconocimiento de la solidez del marco macroeconómico del país. Hacia adelante, se prevé que la economía mexicana seguirá enfrentando un panorama complejo, lo que hace particularmente relevante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la implementación de todas aquellas acciones que propicien una mayor productividad, y que las autoridades correspondientes avancen hacia una consolidación sostenible de las finanzas públicas.

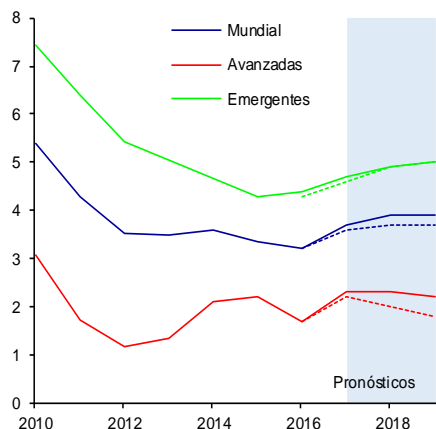
2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Cuarto Trimestre de 2017

2.1. Condiciones Externas

La economía mundial continuó expandiéndose de manera generalizada, tanto en las economías avanzadas, como en las emergentes, durante el cuarto trimestre de 2017. Asimismo, el crecimiento del volumen de comercio global siguió siendo elevado, reflejando el repunte de la inversión y la mayor producción manufacturera. En este contexto, la holgura en las economías avanzadas continuó reduciéndose, lo que ha empezado a traducirse en un aumento gradual de la inflación y sus expectativas, si bien, en la mayoría de los casos, ambas permanecen aún por debajo de los objetivos de sus bancos centrales. Así, el mayor dinamismo de la actividad económica mundial y, en particular, las mayores perspectivas de crecimiento para la economía de Estados Unidos, reforzadas por la reciente aprobación de una postura fiscal más expansiva, se han reflejado en una notoria revisión al alza en los pronósticos de crecimiento mundial para 2018 y 2019 (Gráfica 157).

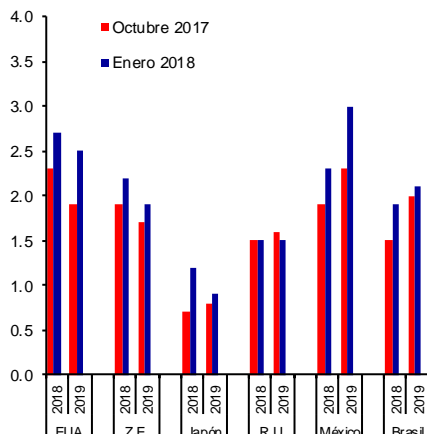
Gráfica 157
Actividad Económica Mundial

a) Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial para 2017 y 2018
Variación anual en por ciento



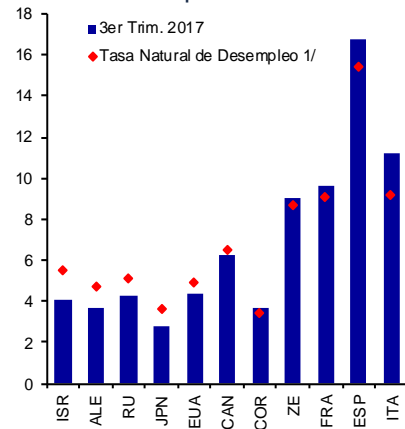
Nota: Las líneas punteadas se refieren a los pronósticos del WEO de octubre 2017, las líneas sólidas a los del WEO de enero 2018.
Fuente: FMI, WEO octubre 2017 y enero 2018.

b) Economías Seleccionadas:
Pronósticos de Crecimiento
Variación anual en por ciento



Fuente: FMI, WEO octubre 2017 y enero 2018.

c) Economías Avanzadas: Tasa Natural y Tasa Observada de Desempleo
En por ciento



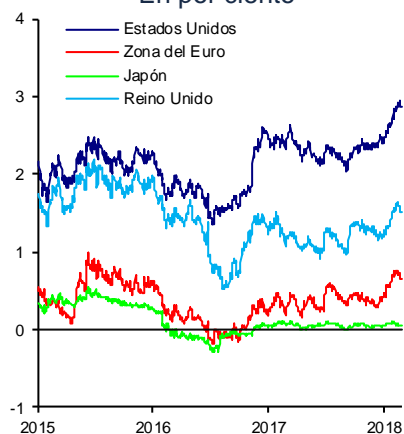
1/ Estimación OCDE.
Fuente: OCDE, Economic Outlook, noviembre, 2017.

La economía global, no obstante, sigue sujeta a distintos riesgos económicos y geopolíticos, algunos de los cuales se han incrementado recientemente. Entre ellos, la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria más rápido a lo anticipado en las economías avanzadas podría propiciar un entorno más volátil en los mercados financieros internacionales y restringir las condiciones de financiamiento de las economías emergentes. En particular, existe incertidumbre sobre los efectos que una política fiscal más expansiva en Estados Unidos podría tener sobre la inflación en ese país y, por ende, en el ritmo de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal. En efecto, este impulso fiscal, en un contexto en el que la economía de Estados Unidos no parece

presentar condiciones de holgura, ha entrado en tensión con la expectativa de que la postura monetaria en ese país se normalizaría gradualmente. Esta tensión ya se ha manifestado en los mercados financieros, dando lugar a aumentos considerables en las tasas de interés de mediano y largo plazo de Estados Unidos y de otras economías avanzadas en lo que va del año. Asimismo, luego de presentarse una considerable alza en las valuaciones de los activos financieros durante 2017, recientemente se observó un ajuste a la baja en los principales índices accionarios (Gráfica 158).

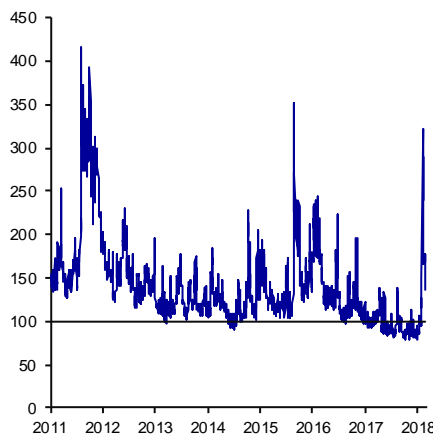
Gráfica 158
Mercados Financieros Internacionales

a) Rendimiento de los Bonos a 10 Años de Economías Avanzadas Seleccionadas En por ciento



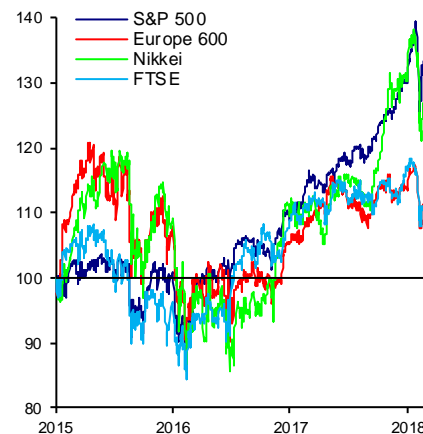
Fuente: Bloomberg.

b) Volatilidad en Mercados Financieros Internacionales (VIX) ^{1/} Índice 01/01/2007=100



^{1/} El índice VIX es un indicador ponderado que mide la volatilidad implícita en el mercado de opciones para el S&P 500.

c) Economías Avanzadas: Mercados Accionarios Índice 01/01/2015=100



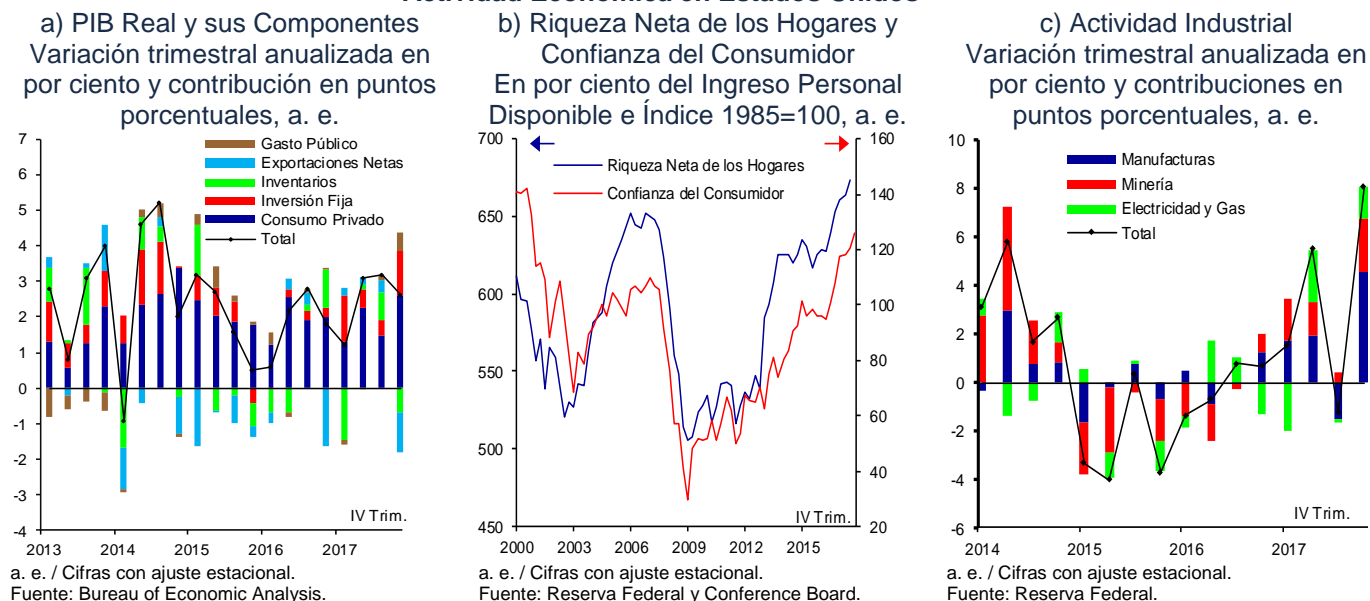
2.1.1. Actividad Económica Mundial

Profundizando en lo anterior, la economía de Estados Unidos continuó presentando una recuperación cíclica durante el periodo que cubre este Informe. Si bien la tasa de expansión del PIB de 2.6 por ciento a tasa anualizada registrada durante el cuarto trimestre de 2017 fue menor que la del tercero, esto refleja en parte la contribución de la desacumulación de inventarios. De hecho, los principales componentes de la demanda interna mostraron un fuerte dinamismo (Gráfica 159a). En efecto, el consumo privado repuntó ante la mejoría en la posición financiera y la elevada confianza de los hogares, así como por el desvanecimiento de los efectos de los huracanes ocurridos en el tercer trimestre (Gráfica 159b). Asimismo, la inversión fija privada tuvo un desempeño favorable, reflejando la recuperación de la construcción residencial y el fuerte crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo.

En este contexto, la actividad industrial presentó un fuerte crecimiento en el último trimestre de 2017, al registrar una expansión de 8.3 por ciento a tasa anualizada (Gráfica 159c). En particular, el reciente aumento de los precios de la energía favoreció una recuperación de la minería y de la producción de equipo para dicha actividad. Por su parte, el clima inusualmente frío a finales de año aumentó la demanda de electricidad y gas para calefacción, reflejándose en importantes

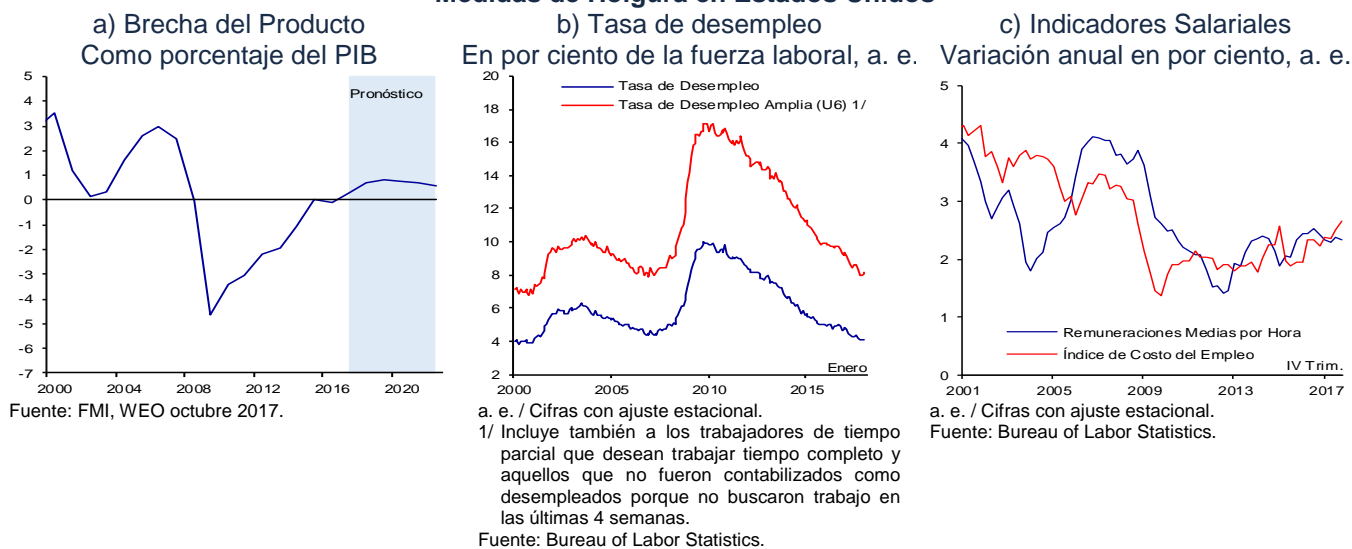
aumentos en los precios de este último. Adicionalmente, en el último trimestre del año la producción manufacturera se expandió significativamente, al disiparse los efectos de los huracanes que afectaron diversas regiones de este país, destacando los sectores de alta tecnología, automóviles y autopartes, química y petróleo.

Gráfica 159
Actividad Económica en Estados Unidos



Dada la sólida expansión de la economía de Estados Unidos, las estimaciones de la brecha del producto en ese país sugieren que la economía operó por encima de su potencial durante 2017. Además, se anticipa que esta situación continúe durante los próximos años, especialmente ante el impulso que podría tener sobre la demanda agregada el paquete fiscal recientemente aprobado (Gráfica 160a). Estas condiciones cíclicas se han visto especialmente reflejadas en el mercado laboral, lo que ha conducido a indicios de mayores aumentos en los salarios. En efecto, entre septiembre de 2017 y enero de 2018 se generaron en promedio 172 mil nuevos puestos de trabajo por mes, cifra similar al promedio de los primeros nueve meses del 2017. A su vez, la tasa de desempleo disminuyó de 4.2 por ciento en septiembre a 4.1 por ciento en enero, ubicándose por debajo del nivel que la Reserva Federal estima como de largo plazo, de 4.6 por ciento. Asimismo, otros indicadores, como la apertura de nuevas plazas, las tasas de contrataciones y renuncias, y mediciones más amplias de la tasa de desempleo, apuntan a una menor holgura en el mercado laboral (Gráfica 160b). Lo anterior condujo a una recuperación del crecimiento de las remuneraciones medias por hora, el cual pasó de un tasa anual promedio de 2.5 por ciento durante 2017 a 2.9 por ciento en enero de 2018 (Gráfica 160c).

Gráfica 160
Medidas de Holgura en Estados Unidos



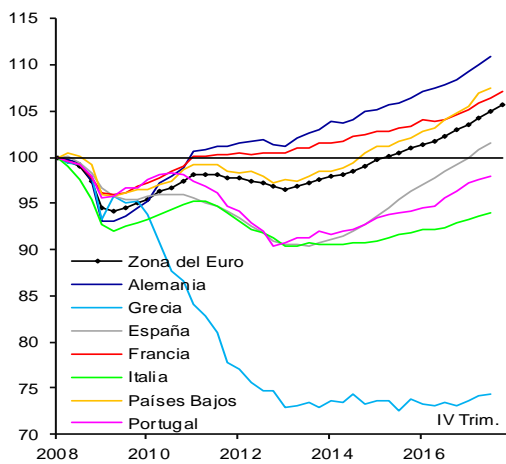
Como ya se indicó, a finales de diciembre el Congreso de Estados Unidos aprobó una reforma fiscal que incluye menores tasas de impuestos corporativos, nuevos esquemas de depreciación del capital y un cambio hacia un régimen de tributación territorial. A esto se agrega el reciente aumento en el gasto público aprobado por el Congreso de Estados Unidos a principios de febrero, por cerca de 300 mil millones de dólares para los años fiscales 2018 y 2019.⁴⁵ Se espera que estas modificaciones induzcan en el corto plazo un mayor crecimiento de la economía (ver Recuadro 8). No obstante, en un contexto en el que la economía parecería estar operando cerca de su potencial, ha aumentado la posibilidad de que el estímulo fiscal eventualmente se traduzca en una inflación más elevada y en mayores tasas de interés. Asimismo, el incremento de la deuda pública que pudiese resultar de dicha política fiscal hace más incierto el panorama para el crecimiento de esa economía en el largo plazo. Entre los riesgos para el crecimiento en dicho país, también se encuentra la posible adopción de políticas comerciales proteccionistas.

Otras economías avanzadas también continuaron presentando una recuperación cíclica, lo cual ha contribuido a mantener la expectativa de que el proceso de normalización de la política monetaria en estas economías continuará. Así, en la zona del euro, el PIB creció 2.4 por ciento a tasa anualizada durante el cuarto trimestre de 2017, apoyado por la fortaleza de la demanda interna, particularmente del consumo privado y la formación de capital, y apreciándose una recuperación cada vez más generalizada en dicha región (Gráfica 161a). En este entorno, la tasa de desempleo mantuvo su tendencia descendente, lo cual parece estar reflejándose en un aumento moderado en los salarios. En lo que respecta a la economía de Japón, el PIB aumentó 0.5 por ciento a tasa anualizada en el cuarto trimestre. Esto reflejó, sobre todo, la continua recuperación que ha observado la demanda interna. Es de destacar que, con este resultado, la economía de ese país presentó una expansión por octavo trimestre consecutivo, lo cual no había sucedido desde el año 2000 (Gráfica 161b).

⁴⁵ Adicionalmente, se aprobaron cerca de 89 mil millones de dólares en apoyos para la reconstrucción de los daños provocados por los recientes desastres naturales.

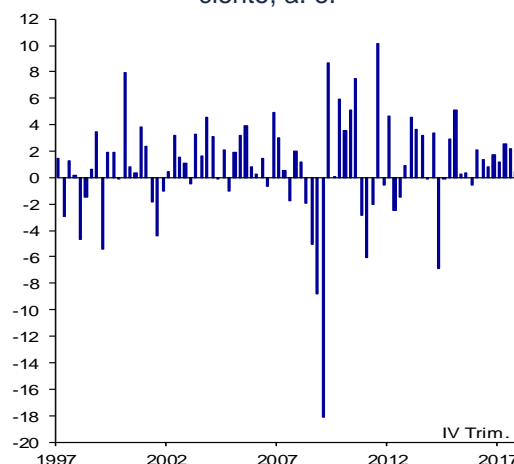
Gráfica 161 Actividad de Economías Avanzadas

a) Zona del Euro: PIB Real
Índice 1T-2008=100, a. e.



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

b) Japón: PIB Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.

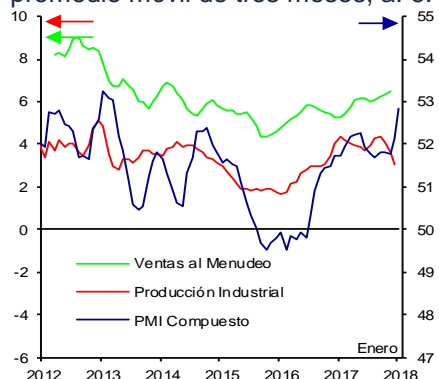


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina del Gabinete de Japón.

Finalmente, las economías emergentes siguieron recuperándose durante el cuarto trimestre (Gráfica 162a y Gráfica 162b). En particular, la economía china mantuvo un ritmo de crecimiento sólido, apoyado por el mayor dinamismo del sector de los servicios y por una moderada expansión de la actividad industrial, a pesar del apretamiento de las condiciones crediticias, la disminución en los estímulos fiscales y un endurecimiento de aspectos regulatorios (Gráfica 162c).

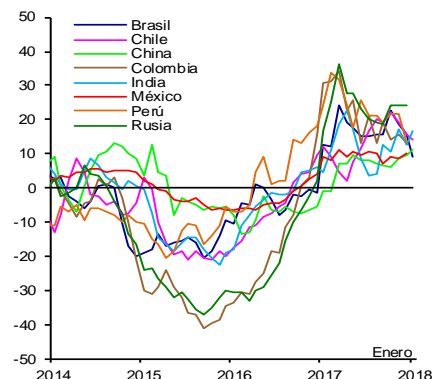
Gráfica 162 Indicadores de Economías Emergentes

a) Economías Emergentes:
Indicadores de Actividad Económica
Índice de difusión (50=neutral) y
variación anual en por ciento, del
promedio móvil de tres meses, a. e.



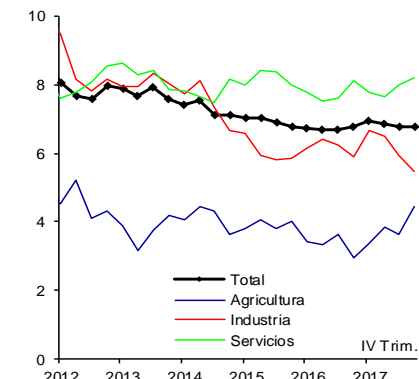
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Nota: Producción industrial y ventas al menudeo expresadas en volúmenes.
Fuente: CPB Netherlands, Markit, Haver Analytics y FMI.

b) Economías Emergentes:
Exportaciones
Variación anual de la media móvil
de tres meses en por ciento



Nota: Cifras nominales.
Fuente: Haver Analytics.

c) China: Producto Interno Bruto
Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics.

Recuadro 8 Consideraciones sobre la Política Fiscal en Estados Unidos

1. Introducción

En diciembre de 2017, el Congreso de Estados Unidos aprobó una reforma tributaria que contempla diversos cambios al régimen fiscal individual, corporativo e internacional. Además, a principios de febrero se aprobó un incremento al gasto por cerca de 300 mil millones de dólares para 2018 y 2019. Aunque el consenso de los analistas prevé que las medidas aprobadas incentivarán un repunte de la actividad económica en el corto plazo, también podrían implicar un incremento significativo del déficit fiscal de dicho país en los siguientes 10 años.

2. Principales Elementos de la Reforma Fiscal

Dentro de los principales cambios al régimen fiscal personal destaca la modificación a las tasas impositivas aplicables a las diversas categorías de ingresos individuales y, en particular, la reducción de 39.6 por ciento a 37 por ciento en la tasa máxima. Adicionalmente, se duplicaron las deducciones estándar, se elevó el monto máximo asociado a los créditos fiscales por cada hijo, así como los requerimientos para poder obtener dicho beneficio. Por otro lado, se eliminaron las exenciones personales y se limitó la deducción de intereses por créditos hipotecarios y por el pago de impuestos estatales y locales.

Entre los cambios al régimen fiscal corporativo sobresale la reducción de la tasa de impuestos corporativos de 35 por ciento a 21 por ciento, así como la deducción total e inmediata de la inversión en capital durante los próximos cinco años. Adicionalmente, la reforma deroga el impuesto alternativo mínimo a las corporaciones y permite la deducción del 20 por ciento de los ingresos de entidades bajo regímenes fiscales especiales.¹ Sin embargo, se limitan ciertas deducciones, tales como el gasto en intereses y la utilización de pérdidas operativas netas provenientes de ejercicios fiscales anteriores.²

La reforma tributaria también modificó el esquema bajo el cual operan las empresas multinacionales.³ Entre las medidas aprobadas sobresalen las enfocadas a desincentivar la adjudicación de derechos de propiedad intelectual en jurisdicciones con menores tasas impositivas, y las que establecen un impuesto a las

utilidades que se mantienen como disponibilidades de las empresas en el exterior.⁴

3. Aumento en el Gasto Público

Además de la reforma fiscal, a principios de febrero el Congreso de Estados Unidos aprobó un incremento en el gasto público, al aumentar los límites de gasto para los años fiscales 2018 y 2019 por 143 mil millones y 153 mil millones de dólares, respectivamente. De este presupuesto, el 56 por ciento del incremento está destinado al gasto en defensa y el 44 por ciento a otros gastos, incluyendo infraestructura, financiamiento a programas de salud, nuevos programas y tratamientos para opioides. Adicionalmente se aprobaron 89 mil millones de dólares en apoyos para la reconstrucción de los daños provocados por los recientes desastres naturales.

4. Impacto Fiscal

Existe consenso entre las principales instituciones especializadas en asuntos fiscales respecto a que la reforma fiscal de Estados Unidos implicaría un deterioro del balance público de dicho país. Si bien las modificaciones al régimen internacional conducirían a un incremento de los ingresos fiscales, esto no llegaría a compensar el efecto negativo asociado a los cambios al régimen individual y corporativo. De acuerdo con el Comité Conjunto de Impuestos del Congreso de Estados Unidos, el costo de la reforma fiscal, excluyendo intereses por el servicio de la deuda, alcanzaría cerca de 1.5 billones de dólares entre 2018 y 2027 (Gráfica 1).⁵ A esto se debe añadir el aumento aprobado al gasto por casi 0.4 billones de dólares, lo que implicaría aún mayores presiones a la deuda pública.

El impacto de la reforma tributaria en el déficit público pudiera ser menor debido al efecto positivo, aunque moderado, que posiblemente tendrían algunas de las medidas fiscales sobre el crecimiento de la economía en el corto plazo, y a la posible aprobación de recortes al gasto público discrecional. No obstante, el aumento en las tasas de interés derivado de las presiones inflacionarias adicionales, como resultado del impulso a la demanda agregada proveniente de este paquete, podría conducir a un incremento en los intereses pagados sobre la deuda

¹ Se refiere a entidades que utilizan una forma legal específica para evitar la doble tributación mediante el pago de impuestos individuales por parte del dueño de la compañía.

² Se limita la deducción del gasto de intereses netos al 30 por ciento de los ingresos antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización (EBITDA, por sus siglas en inglés) por cuatro años, y en adelante a 30 por ciento de las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT, por sus siglas en inglés).

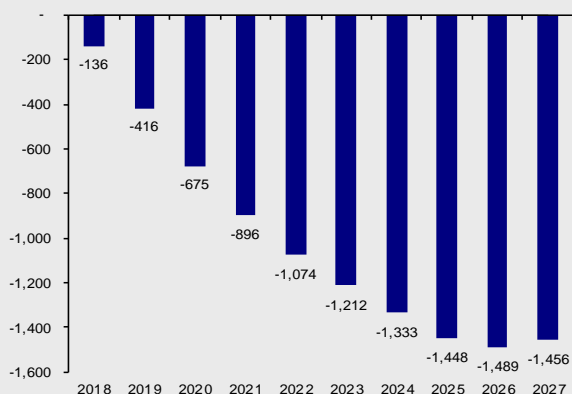
³ Ver: Joint Committee on Taxation, Macroeconomic Analysis of the Conference Agreement for H.R. 1, the "Tax Cuts and Jobs Act" (JCX-69-17), Diciembre 22, 2017.

⁴ Se estableció un impuesto único del 15.5 por ciento a los activos líquidos y una tasa de 8 por ciento al resto de las utilidades de ejercicios previos que se mantienen en el extranjero.

⁵ Por su parte, el modelo "Penn Wharton" (PWBM) refleja que dicha cifra sería cercana a 1.968 billones mientras que Tax Foundation estimó que dicho costo sería de 1.47 billones de dólares.

pública. Así, existe incertidumbre sobre qué tanto un mayor crecimiento de la economía pudiera compensar parte del incremento en el déficit debido a las medidas fiscales aprobadas.

Gráfica 1
EUA: Estimaciones del Efecto de la Reforma Fiscal en el Balance Público sobre 10 años
 En miles de millones de dólares



Fuente: Comité Conjunto de Impuestos del Congreso de Estados Unidos.

5. Impacto Económico

Como ya se mencionó, existe cierto consenso entre los analistas en que los cambios fiscales tendrán un impacto positivo de corto plazo en la actividad económica, a través de sus efectos en la demanda agregada, la oferta laboral, el ahorro y la inversión. Dicho efecto podría ser moderado ya que, a pesar de la fuerte reducción en la tasa estatutaria, la disminución en la tasa efectiva se estima sería de solo entre 3 y 4 puntos porcentuales.⁶ Además, el impacto de un estímulo fiscal depende de la posición de la economía respecto a su ciclo económico, por lo que se espera que el efecto sea modesto dada la poca holgura que existe en la economía. El principal canal de transmisión de estas medidas sobre la actividad económica es a través del incremento en el ingreso disponible de los hogares, el cual se traduciría en una expansión del consumo. Mientras tanto, el aumento de las utilidades corporativas pudiera reflejarse en mayores retribuciones al capital y al trabajo, dando un impulso adicional al gasto de las familias. Desde la perspectiva de la oferta, la menor carga tributaria sobre los ingresos de los trabajadores, sumada a la ampliación en los créditos fiscales por hijos, generaría incentivos para que un mayor número de trabajadores, principalmente de bajos ingresos, ingresaran a la fuerza laboral. Adicionalmente, los menores costos del capital y su deducibilidad

⁶ Ver: Duddley, W. (2018). The Outlook for the U.S. Economy in 2018 and Beyond. Remarks at the Securities Industry and Financial Markets Association, Nueva York.

incentivarían no solo la mayor inversión interna, sino también podrían favorecer la relocalización de inversiones productivas debido a que la reducción en la tasa impositiva efectiva incrementa el beneficio de invertir en Estados Unidos en relación con otras economías, aunque, como ya se afirmó, la reducción en la tasa efectiva es modesta. A su vez, si bien el posible incremento en el acervo de capital podría elevar el potencial de la economía, esto es contingente a que se logre estabilizar el déficit y el nivel de deuda. Adicionalmente, existe incertidumbre sobre las implicaciones de un nivel de deuda pública más elevado para el crecimiento de la economía de Estados Unidos en el mediano y largo plazo.

Las estimaciones sobre el impacto de la reforma en las principales variables macroeconómicas difieren considerablemente entre las instituciones especializadas en materia fiscal.⁷ No obstante, las diferentes proyecciones apuntan hacia un efecto moderado en la actividad económica durante los primeros años. Si bien existe una mayor incertidumbre sobre el impacto a largo plazo, se estima que los beneficios en el crecimiento tenderían a desvanecerse antes de la primera década debido a que la mayoría de las medidas mencionadas perderán vigencia para 2025. En particular, las estimaciones sugieren que la reforma implicaría un impulso acumulado de entre 0.5 y 1.3 por ciento sobre el nivel del PIB al final de tres años, lo que representa un impacto moderado sobre el crecimiento anual de la actividad económica (Cuadro 1). Adicionalmente, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que si bien la reforma implicaría un mayor crecimiento en los primeros tres años, representaría un freno para el crecimiento a partir del 2021. Lo anterior se debe principalmente a que algunas de estas medidas expirarán en los próximos años y a que el posible incremento en el déficit público llevaría a un aumento en las tasas de interés, lo que contrarrestaría los efectos iniciales de dicha reforma.

Cuadro 1
EUA: Estimaciones Macroeconómicas del Impacto de la Reforma Fiscal en el Nivel del PIB (Efecto Acumulado)
 Porcentaje

	2018	2019	2020	2027
Tax Foundation	0.40	0.90	1.30	2.90
Tax Policy Center	0.80	0.70	0.50	0.00
Modelo de Penn Wharton Budget	n.a.	n.a.	n.a.	0.6-1.1
Comité Conjunto de Impuestos	0.8-0.9	0.8-0.9	0.8-0.9	0.1-0.2

Fuente: Tax Foundation, Tax Policy Center, Penn Wharton, Comité Conjunto de Impuestos del Congreso de Estados Unidos y Banco Central Europeo (BCE).

⁷ En particular, el mayor déficit fiscal puede llevar a un desplazamiento de la inversión debido a que los recursos utilizados por el gobierno para fundear dicho déficit dejan de estar disponibles para los hogares y empresas para tomar créditos e invertir.

6. Impacto Contable

Además de los efectos económicos y financieros asociados a dicha legislación, algunas de las disposiciones están enfocadas a desincentivar que las empresas utilicen procedimientos contables para aprovechar ventajas fiscales con el registro de utilidades en jurisdicciones con menores tasas impositivas. Es decir, hasta ahora un gran número de empresas multinacionales, tanto estadounidenses como extranjeras, han utilizado estrategias, como los precios de transferencia, el cambio de residencia de los derechos de propiedad intelectual, los préstamos entre filiales y subsidiarias, entre otras, con el objetivo de registrar sus utilidades en jurisdicciones fiscales con menores tasas de impuestos, afectando la contabilidad de los flujos comerciales y de inversión en las cuentas nacionales de Estados Unidos. Por ejemplo, al cambiar la propiedad intelectual a otro país, los ingresos que registra una empresa estadounidense se contabilizan como un ingreso primario por su inversión en el exterior y no como una exportación de bienes o servicios. Esta estrategia implica una sobreestimación del déficit comercial de bienes y servicios, así como de los ingresos primarios netos de Estados Unidos. Las distorsiones en la medición del déficit de la balanza comercial afectan

también a otras cuentas nacionales, como el Producto Interno Bruto, la cuenta de capitales y las medidas de productividad laboral. La reversión de las estrategias mencionadas podría reflejarse en ajustes contables en la balanza de pagos de Estados Unidos y de sus socios comerciales, incrementando el valor calculado del PIB y disminuyendo el del déficit comercial de Estados Unidos.⁸

7. Consideraciones Finales

El consenso de los analistas estima que, en el corto plazo, las medidas fiscales aprobadas en Estados Unidos tendrán un impacto positivo sobre la actividad económica de dicho país. No obstante, prevén que dicho efecto sea moderado, debido a la poca holgura que existe en dicha economía. Esto se debe a que el multiplicador fiscal es menor cuando una economía se ubica en una fase avanzada de su ciclo económico.⁹ El hecho de que los cambios fiscales podrían llevar a la economía a operar por encima de su potencial se reflejaría en un aumento en la inflación y de las tasas de interés. A lo anterior se sumarían los efectos que un posible incremento en el déficit fiscal y en la deuda pública pudieran tener en el crecimiento de largo plazo.

⁸ Ver: Guvenen, F., Mataloni, R., Rassier, D., y Ruhl, K. (2017). "Offshore Profit Shifting and Domestic Productivity Measurement", *NBER Working Papers No. 23324*.

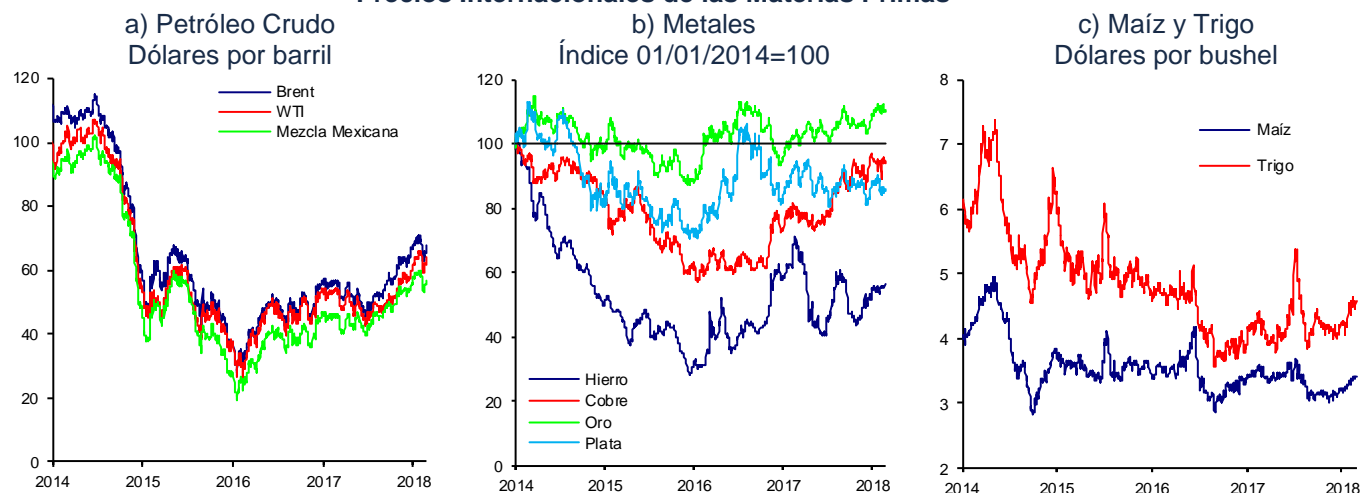
⁹ Ver: Auerbach, A. y Gorodnichenko, Y. (2012). "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy", *American Economic Journal: Economic*

Policy, Vol. 4, No. 2, pp. 1-27 y Antolín-Díaz, J., Arias, J., Petrella, I., Rubio-Ramírez, J. "The dynamics effects of Fiscal Shocks: A narrative Sign Restrictions Approach", Presentación; Febrero, 2018.

2.1.2. Precios de las Materias Primas

La recuperación de la economía global se ha reflejado también en una mayor demanda de materias primas, lo cual ha influido en la evolución de sus precios. En particular, las cotizaciones del petróleo continuaron con la tendencia al alza observada desde mediados de 2017, alcanzando a finales de enero su mayor nivel en tres años (Gráfica 163a). Dicho repunte se debió tanto a un aumento en la demanda de crudo, como a un menor crecimiento de la oferta, derivado de la disminución en la producción en el Mar del Norte y Venezuela, y a tensiones geopolíticas en Medio Oriente. A principios de febrero, no obstante, los precios del crudo registraron una caída, al restablecerse la producción en el Mar del Norte y seguir aumentando la producción de petróleo en Estados Unidos, con lo que se ubicaron en los niveles observados a finales de diciembre. Cabe destacar que esta disminución en los precios del petróleo no ha contrarrestado totalmente el alza observada en los mismos desde mediados de 2017. Por su parte, los precios de los metales industriales registraron un alza hacia finales del cuarto trimestre, ante la perspectiva de una aceleración en la actividad manufacturera global (Gráfica 163b). En contraste, los precios de los granos permanecieron bajos, ante la persistencia de perspectivas de un incremento en la producción en los próximos meses (Gráfica 163c).

Gráfica 163
Precios Internacionales de las Materias Primas ^{1/}



^{1/} Mercado Spot.

Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

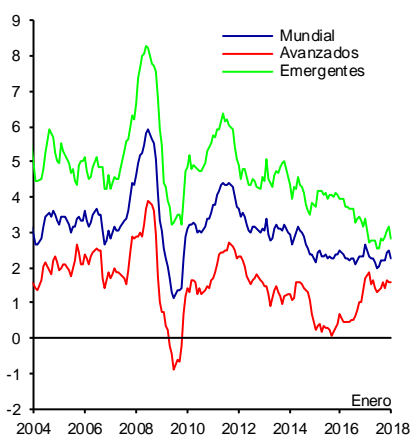
Durante la mayor parte de la fase de recuperación, después de la crisis financiera de 2008, la inflación a nivel global se ha mantenido en niveles bajos. Esto ha sido particularmente notorio en economías avanzadas, donde la inflación se ha ubicado por debajo del objetivo de sus bancos centrales por varios años. A ello han contribuido diversos factores, inclusive algunos de carácter más estructural, entre los que destacan el cambio tecnológico y la mayor integración económica global, los que podrían estar ejerciendo presión a la baja sobre los precios. No obstante, dicha tendencia ha estado contrarrestada por los efectos de un estrechamiento de las condiciones cíclicas en los mercados laborales de las economías avanzadas, y recientemente por el incremento en los precios de los energéticos. Lo anterior ha propiciado que en los últimos meses hayan aumentado gradualmente la inflación y sus expectativas, aunque en la mayoría de los casos, ambas continúan ubicándose por debajo de las metas de sus bancos centrales (Gráfica 164). Por su parte, la inflación en numerosas economías emergentes se ha mantenido relativamente estable, en niveles cercanos o por debajo de la meta de sus bancos centrales, en respuesta, principalmente, a menores presiones inflacionarias debido a la posición cíclica de sus economías. No obstante, en algunos países, principalmente de Asia, la inflación se ha incrementado ligeramente, a raíz del aumento de los precios de los alimentos y las gasolinas durante los últimos meses.

En Estados Unidos, la inflación ha comenzado a aumentar, al disiparse una serie de factores transitorios que habían reducido los precios de ciertos rubros. En particular, la influencia negativa que habían tenido en la inflación la evolución de los precios de las importaciones y los energéticos en años recientes se ha empezado a disipar. Además, se espera que la reciente depreciación del dólar y el aumento en los precios del petróleo, así como la menor holgura en la economía, contribuyan a que se observe un repunte en la inflación (Gráfica 165). No obstante, hasta ahora, la inflación aún se mantiene por debajo de la meta de la Reserva Federal.

En específico, la variación anual del deflactor del gasto en consumo fue de 1.7 por ciento durante el cuarto trimestre, luego de haber presentado tasas cercanas a 1.5 por ciento durante el tercero. De igual forma, la inflación subyacente pasó de una tasa anual de 1.4 por ciento a 1.5 por ciento en el mismo periodo, observándose una aceleración reciente en las variaciones mensuales de este indicador. La evolución en enero de este año de la inflación medida por el Índice de Precios al Consumidor (IPC) y por los índices de Precios de las Importaciones (IPI) y del Productor (IPP), apunta a un repunte, lo que ha propiciado una revisión al alza en las proyecciones de inflación para el cierre del año. Lo anterior también se ha reflejado en un alza gradual en las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros.

Gráfica 164
Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes

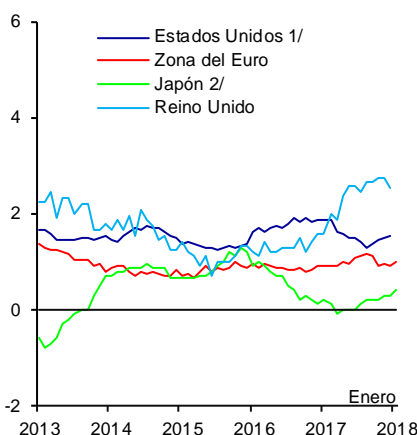
a) Inflación General
Variación anual en por ciento



Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 82.2 por ciento del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra. El dato de inflación de enero para Estados Unidos corresponde a estimaciones del Banco de la Reserva Federal de Cleveland.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, Reserva Federal de Cleveland y FMI.

b) G4: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



1/ Se utilizó el deflactor del gasto en consumo.

2/ Se excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

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

c) G4: Expectativas de Inflación de Largo Plazo Derivadas de Instrumentos Financieros ^{1/}
En por ciento



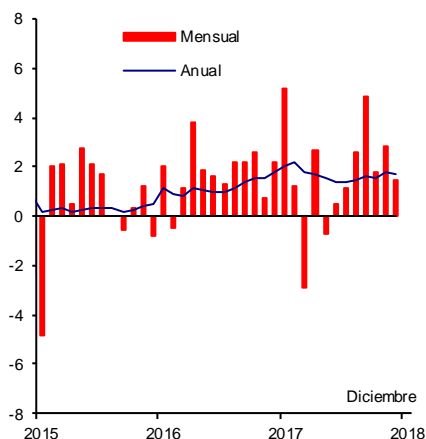
1/ Inflación que se espera dentro de 5 años para los próximos 5 años. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en los que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado.

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

En la zona del euro, la inflación general pasó de una tasa anual de 1.5 por ciento en septiembre de 2017 a 1.3 por ciento en enero de 2018. De igual forma, la inflación subyacente disminuyó de 1.1 por ciento a 1.0 por ciento durante el mismo periodo. No obstante, las expectativas de inflación en esta región se han incrementado, en particular las derivadas de instrumentos financieros. En Japón, la inflación aumentó a 0.9 por ciento anual en enero, desde 0.7 por ciento en septiembre. La inflación subyacente, que excluye alimentos frescos y energía, pasó de 0.2 a 0.4 por ciento anual en dicho periodo.

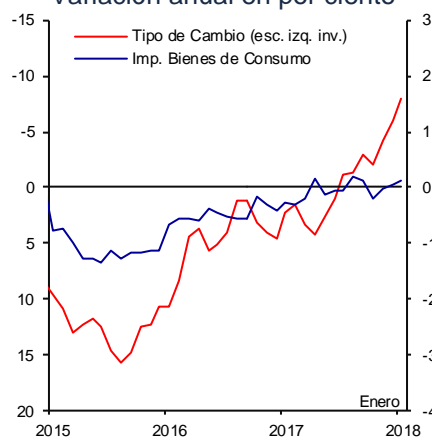
Gráfica 165
Inflación en Estados Unidos

a) Deflactor del Gasto en Consumo
Variación anual y mensual
anualizada en por ciento, a. e.



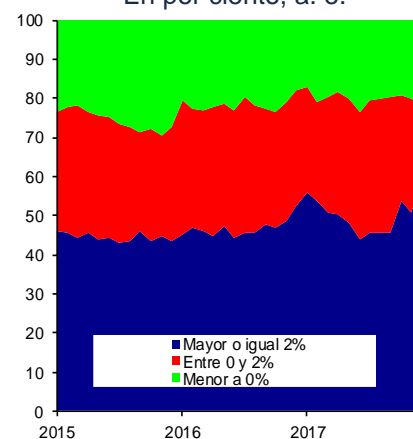
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Bureau of Economic Analysis.

b) Índice de Precios de Importaciones de Bienes de Consumo e Índice del Tipo de Cambio Nominal Amplio
Variación anual en por ciento



Fuente: Bureau of Labor Statistics y Reserva Federal.

c) Porcentaje de la Canasta del Deflactor del Gasto en Consumo Con Variaciones Anuales en Diferentes Rangos
En por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bureau of Economic Analysis.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En el periodo que cubre este Informe, algunos de los principales bancos centrales continuaron avanzando en su estrategia de reducción gradual de su estímulo monetario, aunque a diferentes ritmos, dependiendo de su posición en el ciclo económico. Si bien el comportamiento reciente de la inflación hasta ahora parecería ser congruente con un escenario de ajuste gradual en la postura de política monetaria en las principales economías avanzadas, se ha incrementado el riesgo de un alza más rápida de lo anticipado en la inflación y, a su vez, en las tasas de interés de referencia en algunos de estos países.

En su reunión de enero, conforme a lo anticipado, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales tras haberlo incrementado en 25 puntos base en diciembre. Dicha Institución destacó que la actividad económica en Estados Unidos ha tenido un desempeño mejor de lo esperado, y que anticipa que la inflación aumente este año y se estabilice alrededor de su objetivo en el mediano plazo. Esto ha reforzado la perspectiva de que incremente su tasa de referencia en marzo. No obstante, señaló que espera que las condiciones económicas continúen evolucionando de forma congruente con incrementos graduales en su tasa objetivo.

En su reunión de enero, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio los niveles de sus tasas de interés de referencia y confirmó que el ritmo actual de compra de activos se mantendrá hasta septiembre de este año, si bien advirtió que dicha fecha podría extenderse en tanto la inflación no refleje una tendencia congruente con su meta. No obstante, el BCE destacó que su postura monetaria ha sido efectiva en sentar las bases para alcanzar la meta de inflación en el mediano plazo, por lo que no se descarta una revisión a su programa de compra de valores a partir de septiembre. Por su parte, en su reunión de enero, el Banco

de Japón mantuvo sin cambios su tasa de depósito de corto plazo, el objetivo para la tasa de bonos gubernamentales de largo plazo y el monto de su programa de compra de activos. Finalmente, dicha Institución consideró que su postura monetaria actual continúa siendo la adecuada para la convergencia hacia su meta de la inflación y sus expectativas. Mientras tanto, en las economías emergentes la postura de política monetaria varió entre países, dependiendo de su ubicación en el ciclo económico y de factores idiosincrásicos, observándose aún ajustes a la baja en la tasa de referencia en algunos países, en tanto que otros la elevaron.

Las sólidas perspectivas de la economía global y la expectativa de que los procesos de normalización de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales tendrían lugar de manera gradual continuaron apoyando a los mercados financieros durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe. De esta forma, la volatilidad se mantuvo en niveles históricamente bajos en el último trimestre de 2017. Asimismo, los mercados accionarios continuaron mostrando un buen desempeño durante el trimestre, particularmente en Estados Unidos, donde las expectativas y, posteriormente, la materialización de reducciones en tasas impositivas, influyeron favorablemente en los rendimientos esperados del sector corporativo. Sin embargo, a partir de principios de 2018, los mercados financieros globales presentaron episodios de volatilidad, en un contexto de aumentos más pronunciados en las tasas de interés de mediano y largo plazo. Estos eventos parecen reflejar el mayor riesgo de que el proceso de normalización de la política monetaria pudiera ser más acelerado que lo actualmente anticipado por los mercados. Al respecto, el ajuste que se presentó en los mercados accionarios a principios de febrero del presente año se dio en un contexto en el que las valuaciones de dichos activos estaban especialmente elevadas (Gráfica 166a). Por su parte, los flujos de capital a economías emergentes mostraron un comportamiento estable a lo largo de la mayor parte del trimestre, el cual se interrumpió en febrero ante el recrudecimiento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales (Gráfica 166b).

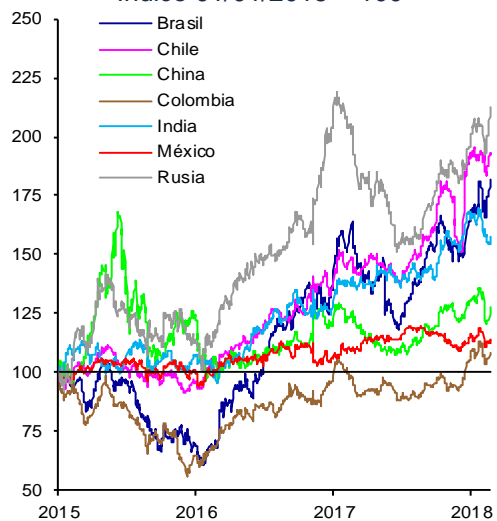
En los mercados de divisas, después de la apreciación del dólar observada durante 2016, reflejando la expectativa que existía de que la Reserva Federal continuaría con el proceso de normalización de su política monetaria, el dólar se depreció de manera generalizada durante la mayor parte de 2017 y principios de 2018, ante las revisiones al alza en las expectativas de crecimiento de otras economías avanzadas. El riesgo de un potencial deterioro en el déficit fiscal y de cuenta corriente de Estados Unidos, como resultado del paquete fiscal recientemente aprobado, podría introducir mayor incertidumbre sobre el desempeño de la economía en el mediano y largo plazo y en la cotización del dólar (Gráfica 167).

Gráfica 166

Indicadores Financieros de Economías Emergentes

a) Economías Emergentes: Mercados Accionarios

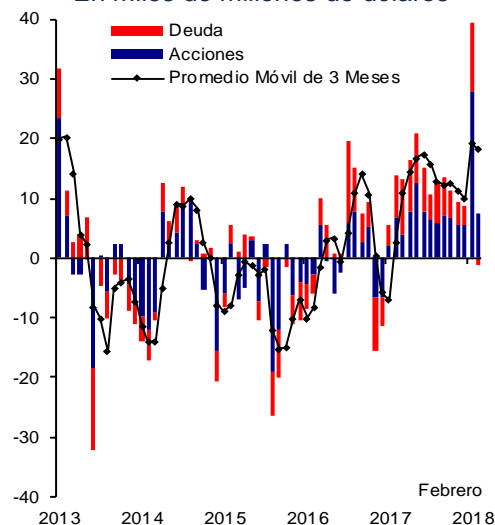
Índice 01/01/2015 = 100



Fuente: Bloomberg.

b) Flujos Mensuales de Fondos Dedicados a Economías Emergentes^{1/}

En miles de millones de dólares



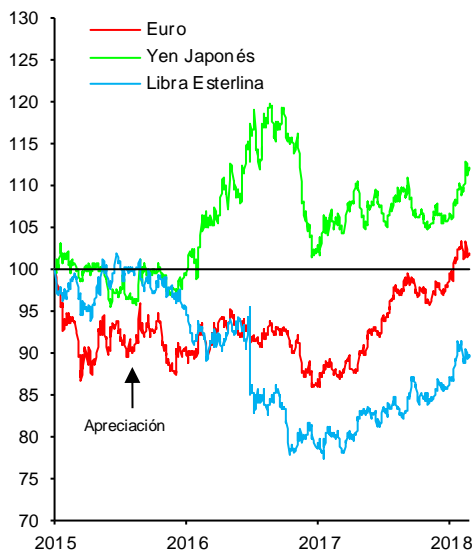
1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.

Fuente: EPFR.

Gráfica 167
Mercados de Divisas

a) Economías Avanzadas: Tipos de Cambio con respecto al Dólar de Estados Unidos

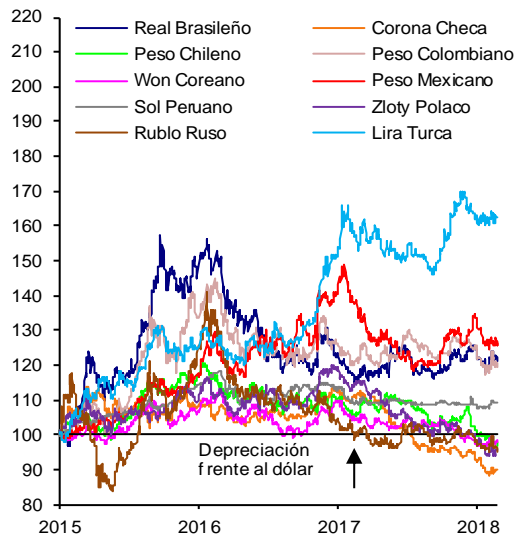
Índice 01/01/2015 = 100



Fuente: Bloomberg.

b) Economías Emergentes: Tipos de Cambio con respecto al Dólar de Estados Unidos

Índice 01/01/2015 = 100



2.1.5. Riesgos para el Panorama Económico Mundial

El reciente entorno global, caracterizado por un crecimiento más vigoroso y sostenido de las distintas regiones, así como los efectos previsibles de una postura fiscal más expansiva en Estados Unidos, sugieren que en el corto plazo el balance de riesgos para la economía global es al alza. No obstante, para el mediano plazo persisten diversos riesgos importantes que pueden influir desfavorablemente en el crecimiento, como:

- i. Cambios significativos al modelo de integración regional y global, resultado, entre otros, del viraje hacia políticas proteccionistas por parte de algunas economías avanzadas. En este contexto, continúa la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN y el futuro de la relación del Reino Unido con la Unión Europea.
- ii. Desaceleración económica mayor a la anticipada de China, con posibles implicaciones para la demanda global. Esta podría darse, entre otras razones, por las disrupciones que podría generar un ajuste repentino y brusco en el sistema financiero de ese país.
- iii. Riesgos asociados a un posible escalamiento de tensiones geopolíticas en diversas regiones.

Por otro lado, también existen riesgos que pudieran incidir sobre la estabilidad financiera global y, en particular, sobre las condiciones de financiamiento de las economías emergentes. Entre estos destacan:

- i. Un proceso de normalización de la política monetaria de Estados Unidos más rápido a lo esperado por los mercados financieros y, posiblemente, en otras economías avanzadas, ante la presencia de mayores presiones inflacionarias.
- ii. Un entorno global de mayores tasas de interés puede presionar la solidez financiera de intermediarios financieros no bancarios, lo que representa retos importantes para la regulación y supervisión, que debe promover una adecuada administración de riesgos.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

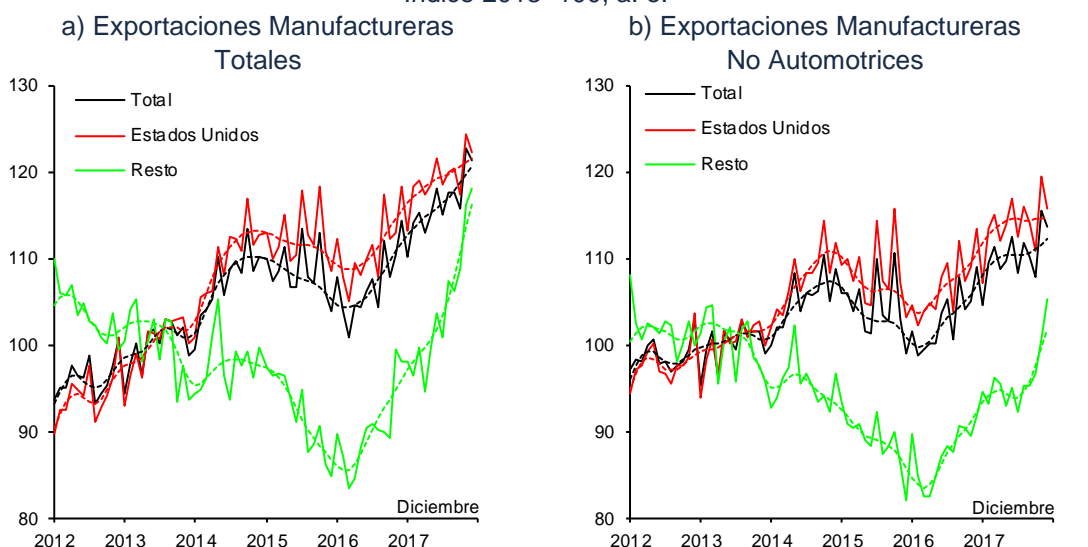
2.2.1. Actividad Económica

En el último trimestre de 2017, la economía mexicana registró una importante expansión, impulsada especialmente por el desempeño de los servicios. Ello contrasta con la contracción registrada en el tercer trimestre de 2017, la cual fue resultado de los efectos de los sismos ocurridos en septiembre y de la caída extraordinaria en la plataforma de producción petrolera en ese mes. Respecto de los componentes de la demanda agregada, las exportaciones continúan mostrando un buen desempeño y el consumo privado sigue presentando una tendencia positiva, aunque con indicios de cierta desaceleración. En contraste, persistió la debilidad de la inversión.

Profundizando en el comportamiento de la demanda externa, en el periodo octubre – diciembre de 2017 las exportaciones manufactureras siguieron registrando un desempeño favorable, de manera congruente con un nivel más depreciado del tipo de cambio real respecto a lo observado en 2015 y con el fortalecimiento de la actividad económica global en 2017 (Gráfica 168a).⁴⁶ La expansión de las exportaciones manufactureras en el cuarto trimestre de 2017 fue resultado tanto del avance de las exportaciones automotrices, como del resto de las manufacturas. Al interior de las exportaciones automotrices, se registraron incrementos en los envíos a Estados Unidos y al resto del mundo, si bien el ritmo de crecimiento de estos últimos ha sido más pronunciado (ver Recuadro 9). Por su parte, la evolución favorable de las exportaciones manufactureras no automotrices se ha derivado, en buena medida, del dinamismo de las dirigidas a países distintos de Estados Unidos, toda vez que las enviadas a ese país han presentado cierta desaceleración (Gráfica 168b y Gráfica 168c). Por su parte, las exportaciones petroleras mostraron un aumento en el trimestre de referencia, si bien continuaron situándose en niveles bajos. Dicho avance se originó por un mayor precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación y un alza en la plataforma de crudo exportado, con relación al trimestre previo (Gráfica 168d).

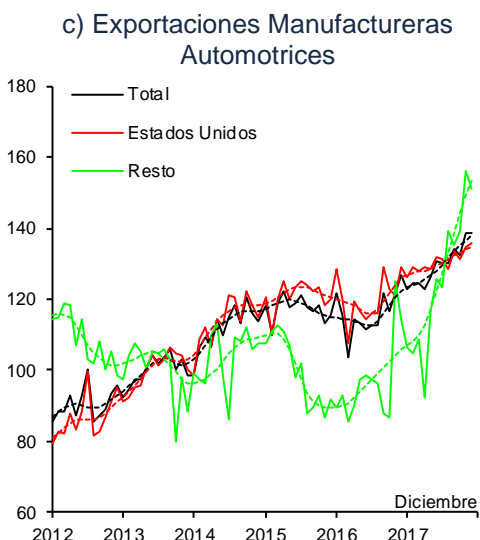
⁴⁶ Si bien el tipo de cambio real en 2017 se apreció respecto a 2016, se mantuvo más depreciado que en 2015, cuando ya se había ajustado ante la caída de los precios internacionales del petróleo observada a partir de la segunda mitad de 2014.

Gráfica 168
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.



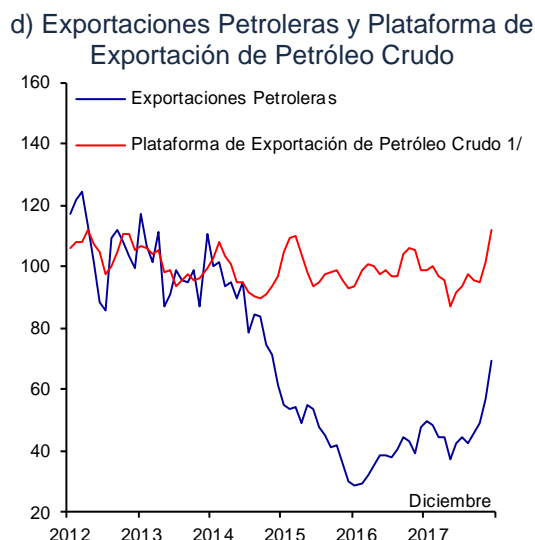
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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



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

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



a. e. / Serie con ajuste estacional basada en información en dólares nominales.

1/ Promedio móvil de tres meses de barriles diarios de la serie con ajuste estacional.

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

Recuadro 9 Evolución Reciente de las Exportaciones Automotrices de México

1. Introducción

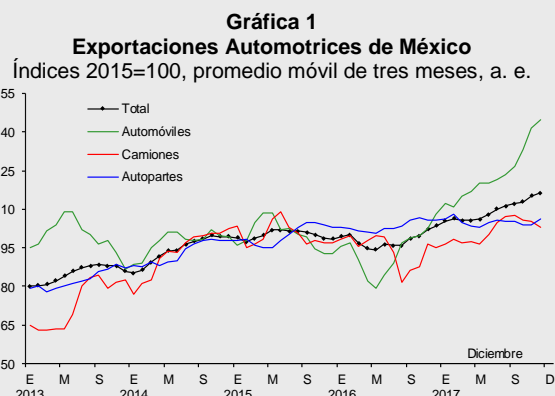
Las exportaciones manufactureras de México han mostrado una evolución favorable desde el segundo semestre de 2016, luego de la tendencia negativa que registraron en 2015 y principios de 2016 como reflejo, entre otros factores, del débil desempeño de la actividad económica mundial (ver Recuadro 2 del Informe Trimestral correspondiente a abril-junio de 2016). Su comportamiento más reciente muestra una evolución positiva de las exportaciones manufactureras, tanto de las automotrices, como de las no automotrices, destacando el dinamismo de las exportaciones de automóviles a Estados Unidos y, especialmente, al resto del mundo.

El dinamismo de las exportaciones automotrices ha respondido a las significativas inversiones que se han realizado en los años recientes en el sector, tanto por parte de armadores con presencia previa en México, como del arribo de nuevas empresas. Esto podría ser resultado del atractivo del país como destino de inversión, lo que refleja y, al mismo tiempo, fortalece la ventaja comparativa de México en este sector. En este contexto, el dinamismo de las exportaciones automotrices es particularmente favorable para la actividad económica no solo por sus efectos directos sobre la actividad productiva del sector, sino además debido a su contenido de valor agregado nacional, el cual es en promedio mayor al que se incorpora en el resto de los bienes manufacturados de exportación.

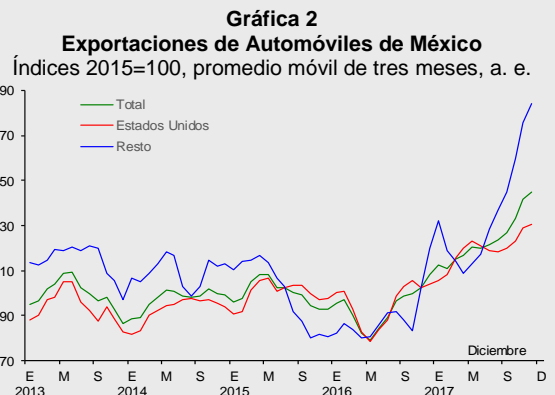
2. Evolución Reciente de las Exportaciones Automotrices

En 2017, las exportaciones automotrices totales registraron un crecimiento anual de 11.8 por ciento, derivado de incrementos de 32.7 por ciento en los envíos de automóviles, de 8.3 por ciento en los de camiones y de 1.3 por ciento en los de autopartes (Cuadro 1 y Gráfica 1). En particular, al interior de las exportaciones de automóviles sobresalen las expansiones de 48.3 por ciento que presentaron las canalizadas a destinos distintos de Estados Unidos y de 27.0 por ciento en las dirigidas a ese país (Cuadro 1 y Gráfica 2). Estos avances se observan después de las caídas de 1.0 por ciento en 2016 en las exportaciones automotrices totales y, en particular, de 4.3 por ciento en las de automóviles.

En este contexto, el mayor ritmo de crecimiento de las exportaciones automotrices a países distintos de Estados Unidos en 2017 se tradujo en un aumento de su participación en las exportaciones automotrices totales de México. En efecto, entre 2016 y 2017 dicha participación pasó de 14.6 a 16.8 por ciento (Cuadro 1).



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
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. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Cuadro 1
Estructura por Destino de las Exportaciones Automotrices
Por ciento

	Estructura porcentual				Variación porcentual anual			Contribución a la variación anual, puntos porcentuales		
	2000	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	4.7	-1.0	11.8	4.7	-1.0	11.8
Estados Unidos	91.2	85.2	85.4	83.2	6.3	-0.8	8.8	5.3	-0.6	7.5
Resto	8.8	14.8	14.6	16.8	-3.7	-2.6	29.2	-0.6	-0.4	4.2
Automóviles ^{1/}	43.4	28.7	27.7	32.9	1.4	-4.3	32.7	0.4	-1.2	9.1
Estados Unidos	37.4	21.1	20.3	23.0	7.2	-4.8	27.0	1.5	-1.0	5.5
Resto	6.0	7.6	7.4	9.9	-11.8	-3.0	48.3	-1.1	-0.2	3.6
Camiones ^{2/}	13.8	26.5	25.4	24.6	4.9	-5.4	8.3	1.3	-1.4	2.1
Autopartes	42.8	44.8	46.9	42.5	6.7	3.7	1.3	2.9	1.6	0.6

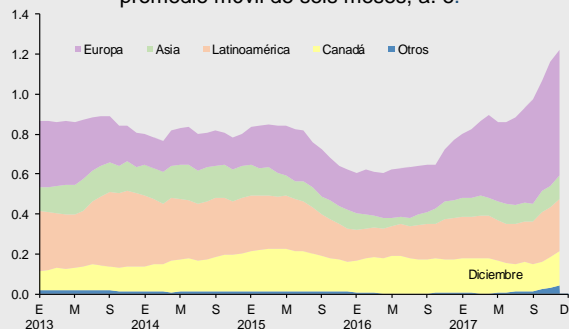
1/ Automóviles de turismo y otros, concebidos principalmente para el transporte de personas.

2/ Vehículos para el transporte de diez o más personas; para el transporte de mercancías y para usos especiales.

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 su vez, el dinamismo de las exportaciones de automóviles a destinos diferentes de Estados Unidos ha sido resultado, principalmente, de mayores ventas a Europa, Latinoamérica y Asia (Gráfica 3). En el caso particular de Europa, el valor de las exportaciones de automóviles entre 2016 y 2017 aumentó 90.5 por ciento, destacando en específico los envíos a Alemania.

Gráfica 3
Exportaciones de Automóviles a Destinos Distintos de Estados Unidos
Miles de millones de dólares, promedio móvil de seis meses, a. e.



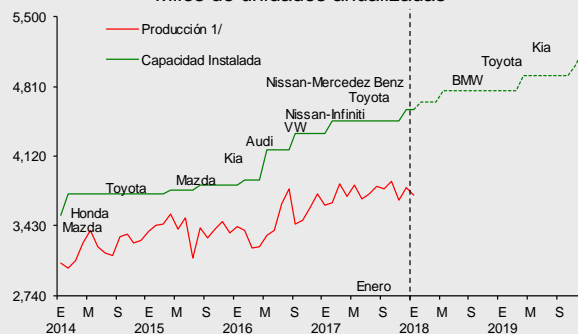
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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 esta evolución ha contribuido la mayor inversión en el sector. En efecto, se estima que estas inversiones han implicado un incremento en la capacidad de producción de alrededor de 20 por ciento en el bienio 2016 – 2017 (aumento de aproximadamente 755 mil unidades

respecto a una capacidad instalada estimada de 3.8 millones de unidades al cierre de 2015; Gráfica 4).

Gráfica 4
Producción de Vehículos Ligeros y Capacidad Instalada
Miles de unidades anualizadas



1/ Cifras con ajuste estacional.

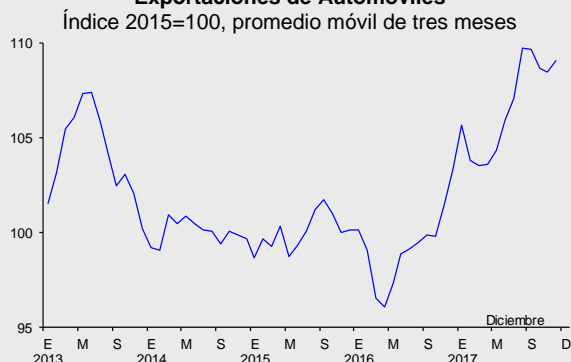
Fuente: Producción elaborada y desestacionalizada por Banco de México con información de AMIA. La capacidad instalada se estima con base en comunicados de prensa de las armadoras y notas periodísticas.

En particular, Nissan y Volkswagen aumentaron de manera significativa su capacidad instalada en los últimos años. A su vez, las empresas Kia y Audi iniciaron operaciones en México en mayo y septiembre de 2016, respectivamente, y durante 2017 ambas ensambladoras aportaron alrededor de 10 por ciento del total de la producción nacional. En el caso particular de Audi, la planta de vehículos Premium en México se estableció con el propósito de abastecer principalmente el mercado europeo, aunque también al resto del mundo. Hacia adelante, se espera que Nissan y Toyota aumenten sus

exportaciones en los próximos años, como resultado de la construcción de nuevas plantas. Asimismo, está programado que Mercedes Benz y BMW comiencen a producir vehículos en México en 2018 y 2019, respectivamente, lo que se espera que continúe favoreciendo el dinamismo de las exportaciones automotrices.¹

Al mismo tiempo, cabe destacar que las mayores inversiones en el sector automotriz no solo han implicado un aumento de la capacidad productiva de esta industria, sino que se han orientado a la producción y exportación de vehículos de mayor valor. En efecto, a partir de 2016 se ha registrado una clara tendencia creciente del valor unitario de los autos exportados (Gráfica 5). De este modo, el aumento en el valor en dólares de los envíos al exterior de automóviles no se explica únicamente por un mayor volumen exportado, sino también por un mayor valor por unidad exportada. A su vez, esto incrementa la contribución de este sector a la evolución de la balanza comercial de mercancías.

Gráfica 5
Índice del Valor Unitario de las Exportaciones de Automóviles



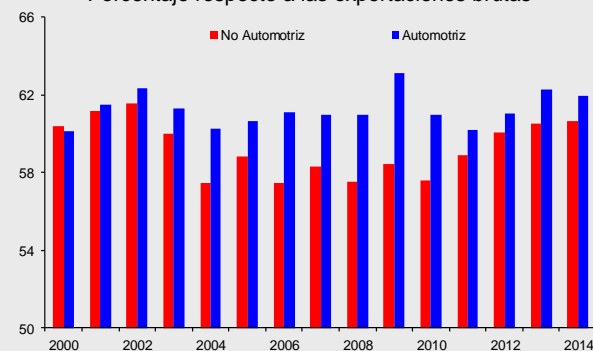
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional. Ver Recuadro 2 del Informe Trimestral correspondiente a octubre-diciembre de 2015 para una descripción de la metodología utilizada para la estimación de los valores unitarios.

De manera relacionada, se estima que el valor agregado doméstico contenido en las exportaciones automotrices es mayor al contenido en promedio en el resto de las exportaciones de bienes manufacturados.² En particular, si bien en el año 2000 el porcentaje del valor agregado

¹ Estas estimaciones se elaboraron con base en notas periodísticas, comunicados de prensa, páginas de internet y reportes financieros de las armadoras, consulta directa a las empresas y cifras de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA).
² Koopman, et al. (2014) proponen un marco contable y analítico para descomponer el valor de las exportaciones brutas, dando seguimiento a los vínculos productivos entre industrias y países. Wang, et al. (2014)

doméstico contenido en el valor bruto de las exportaciones de bienes manufacturados automotrices y no automotrices era similar, desde 2001 el correspondiente a las exportaciones automotrices ha sido superior al del resto de los bienes manufacturados (Gráfica 6).

Gráfica 6
Valor Agregado Doméstico Contenido en las Exportaciones Manufactureras de México
Porcentaje respecto a las exportaciones brutas



Fuente: Banco de México con base en World Input-Output Database.

5. Consideraciones Finales

En un contexto en el que el dinamismo de las exportaciones manufactureras automotrices a Estados Unidos y, de manera más notable, al resto del mundo, ha tenido efectos favorables sobre la actividad económica, no solo por el aumento en el valor de las exportaciones, sino por sus implicaciones en términos de la generación de mayor valor agregado por dólar exportado, se reafirma la importancia de fortalecer las instituciones y aquellos elementos que hacen de México un destino atractivo para la inversión. Asimismo, teniendo en cuenta la dependencia del sector automotriz de la infraestructura de transporte tanto para la recepción de insumos, como para la distribución de los bienes finales, lo anterior pone de relieve la necesidad de mejorar la infraestructura del país para continuar aumentando la capacidad exportadora y promover una diversificación de los mercados de exportación.

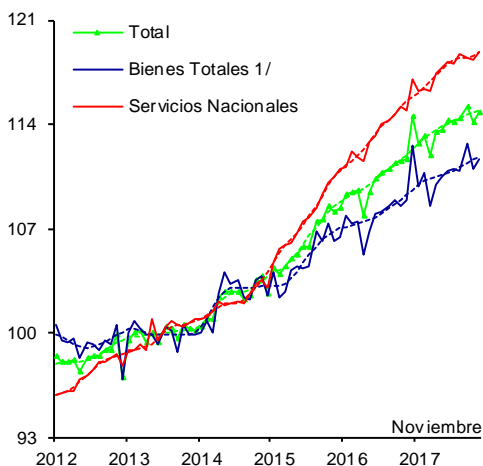
extienden este marco de modo que la descomposición de las exportaciones también sea válida a nivel sectorial y bilateral. En este recuadro se utiliza este último enfoque para estimar el valor agregado doméstico contenido en las exportaciones manufactureras mexicanas utilizando la matriz insumo-producto mundial. Para una descripción detallada de estas estimaciones véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral julio-septiembre de 2017 del Banco de México.

En cuanto a la demanda interna, en el cuarto trimestre de 2017 se observó heterogeneidad en el comportamiento de sus componentes. En efecto, el consumo privado continuó registrando una tendencia positiva, si bien mostró indicios de una desaceleración, al tiempo que la inversión siguió exhibiendo una trayectoria negativa:

- i. La incipiente desaceleración del indicador mensual del consumo privado podría asociarse, en parte, a los efectos adversos de los sismos ocurridos en septiembre, lo cual parecería haber afectado principalmente al consumo de servicios, toda vez que el de bienes mantuvo una tendencia positiva (Gráfica 169a). No obstante, en el comportamiento del consumo privado podría además estar influyendo cierta pérdida de dinamismo en algunos de sus determinantes. En efecto, la masa salarial ha presentado una caída en términos reales en los últimos trimestres (Gráfica 170a). Esta reducción se asocia a la disminución de los ingresos promedio reales, toda vez que la población ocupada siguió expandiéndose en el periodo que se reporta. Asimismo, la confianza de los consumidores se deterioró hacia finales de 2017 y principios de 2018, al tiempo que el crédito al consumo continuó mostrando menores tasas de crecimiento respecto a lo observado en 2016 (Gráfica 170c y ver Sección 2.2.3). En contraste, los ingresos por remesas permanecieron particularmente elevados, lo que podría haber contribuido a que el consumo privado mantuviera cierta tendencia positiva (Gráfica 170b).
- ii. Indicadores más oportunos, aunque de menor cobertura, como los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, continuaron exhibiendo una desaceleración con respecto al dinamismo que registraron en 2016, al tiempo que las ventas internas de vehículos ligeros siguieron mostrando la tendencia negativa que inició a finales de ese mismo año (Gráfica 169b).
- iii. Por su parte, en el cuarto trimestre de 2017 continuó la trayectoria negativa del gasto en inversión observada durante la mayor parte de ese año (Gráfica 171a). En particular, durante el bimestre octubre – noviembre el gasto en maquinaria y equipo exhibió un cambio de tendencia desfavorable, mientras que el gasto en construcción siguió presentando una trayectoria decreciente. En cuanto a la inversión en construcción, persistió la atonía del componente residencial, al tiempo que el no residencial mantuvo la tendencia descendente que ha registrado desde inicios de 2015 (Gráfica 171b). Por sector contratante, en el periodo que se reporta la inversión privada en construcción continuó mostrando una trayectoria negativa, la cual es posible que se esté viendo influida por la incertidumbre en torno a la renegociación del TLCAN. Asimismo, el gasto en inversión pública en construcción, si bien mostró una ligera recuperación en la segunda mitad de 2017, se ubica en niveles particularmente bajos, después de haber exhibido una tendencia decreciente, especialmente desde finales de 2015 (Gráfica 171c).

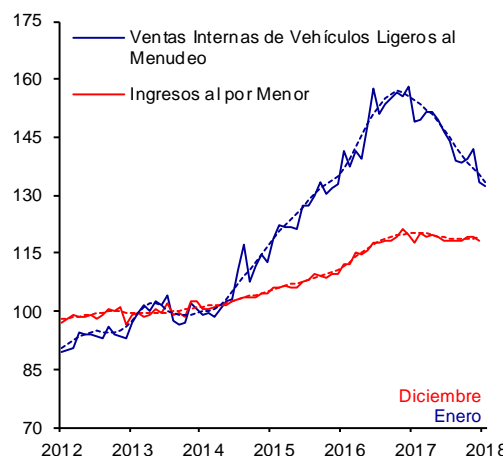
Gráfica 169
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.

a) Consumo Privado Total, Consumo de Bienes y de Servicios Nacionales



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/ Elaboración y desestacionalización de Banco de México. Incluye bienes nacionales e importados.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales (SCNM), INEGI.

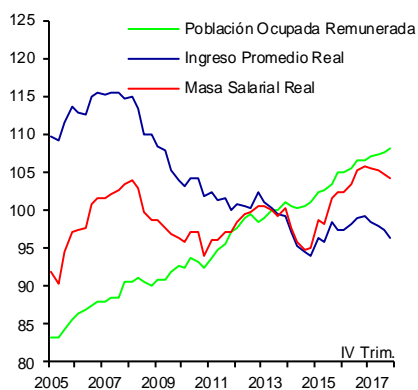
b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor



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) y de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI.

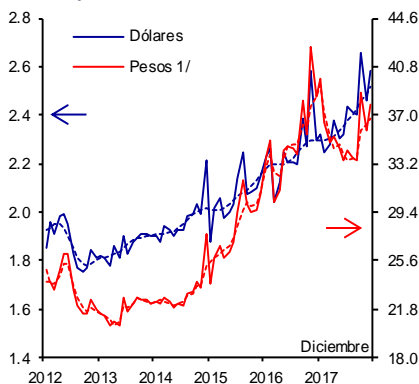
Gráfica 170
Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.



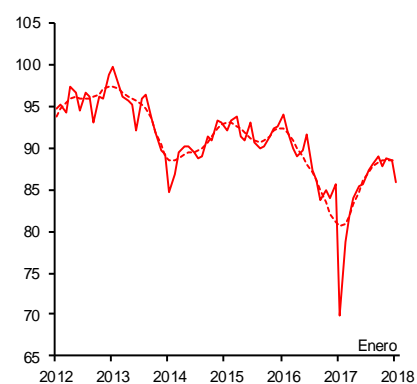
a. e. / Serie con ajuste estacional.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

b) Remesas
Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ A precios de la segunda quincena de diciembre de 2010.
Fuente: Banco de México e INEGI.

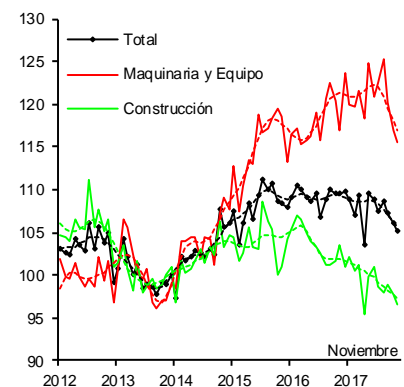
c) Confianza del Consumidor
Índice enero 2003=100, a. e.



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.

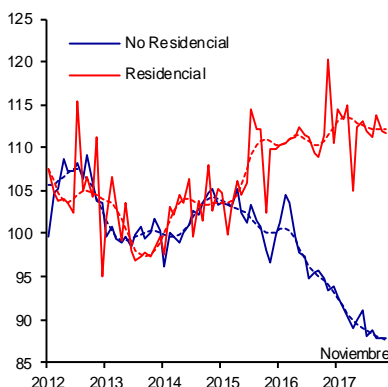
Gráfica 171
Indicadores de Inversión
b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial
Índice 2013=100, a. e.

a) Inversión y sus Componentes
Índice 2013=100, a. e.



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

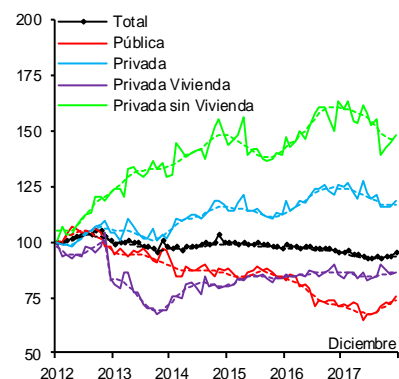
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.



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

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

c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índice enero 2012=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 Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto el total.

Con relación al comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, en el cuarto trimestre de 2017 el PIB se expandió a una tasa trimestral desestacionalizada de 0.78 por ciento (1.5 por ciento a tasa anual con cifras originales y con datos ajustados por estacionalidad), luego de haberse contraído 0.17 por ciento en el tercer trimestre (Gráfica 172a y Gráfica 172b). Con estos resultados, la actividad económica en todo 2017 creció 2.0 por ciento (2.3 por ciento con datos ajustados por estacionalidad), cifra que se compara con la tasa de 2.9 por ciento registrada en 2016 (2.7 por ciento con cifras desestacionalizadas).⁴⁷

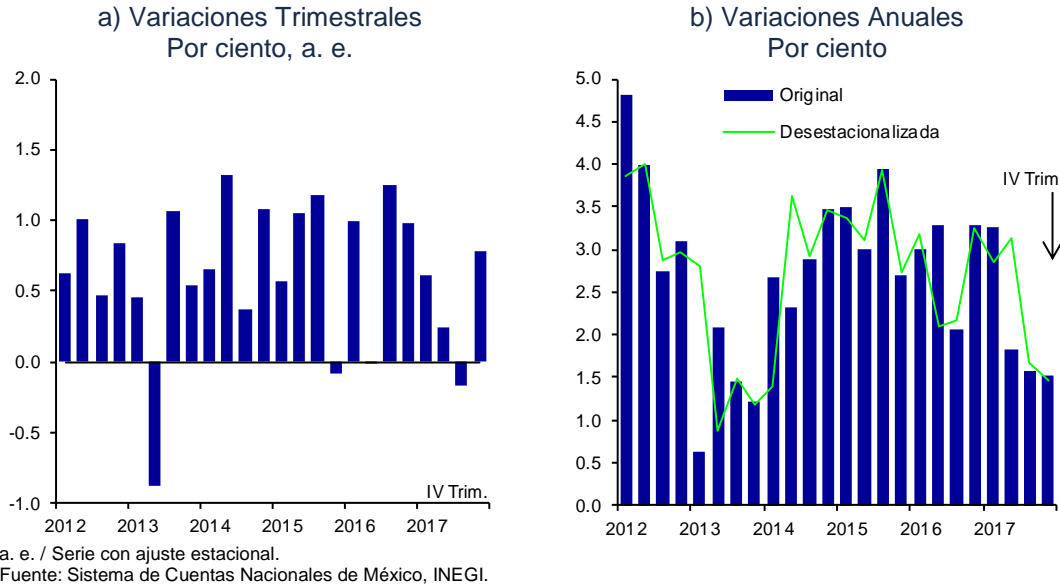
Por el lado de las actividades productivas, la expansión registrada en el cuarto trimestre de 2017 estuvo impulsada por el dinamismo del sector de servicios, luego de que estas actividades se vieran afectadas por los sismos de septiembre. En contraste, la actividad industrial siguió exhibiendo un débil desempeño, si bien en diciembre se observó un repunte, reflejando un mejor desempeño de la construcción en ese mes, el cual podría estar asociado a los esfuerzos de reconstrucción a raíz de los movimientos telúricos de septiembre (Gráfica 173a y Gráfica 173b). En particular:

- i. Al interior de la actividad industrial, en el cuarto trimestre de 2017 la minería continuó mostrando la tendencia negativa que ha venido presentando en los últimos años. No obstante, en octubre se recuperó de

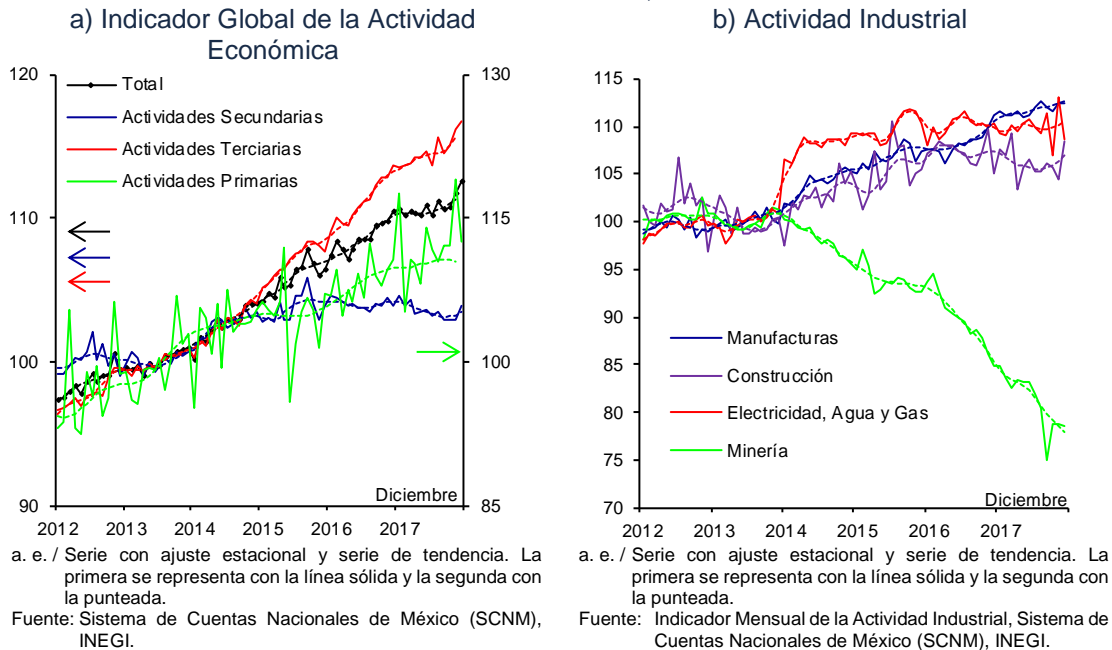
⁴⁷ En 2017, la tasa de crecimiento anual del PIB con series originales resultó menor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad debido a su mayor base de comparación respecto al año anterior, toda vez que 2016 fue año bisiesto. Cabe notar que, de manera inversa y por el mismo motivo, en 2016 la tasa de crecimiento del PIB con cifras sin desestacionalizar fue mayor que la calculada con datos ajustados por estacionalidad.

la contracción extraordinaria registrada en septiembre por la caída en la producción petrolera (Gráfica 174b).

Gráfica 172
Producto Interno Bruto



Gráfica 173
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.



- ii. Por el contrario, en el periodo de referencia la actividad manufacturera exhibió una trayectoria positiva, aunque persistió el menor ritmo de crecimiento respecto al observado en la segunda mitad de 2016 (Gráfica 173b). A su interior, el subsector de equipo de transporte mostró cierta pérdida de dinamismo en comparación con el incremento que presentó

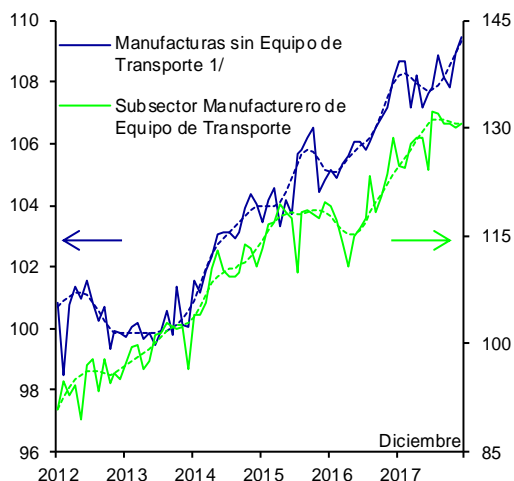
en 2016 y la primera mitad de 2017. En contraste, el agregado de las manufacturas sin equipo de transporte registró una recuperación en los últimos meses, luego del debilitamiento que exhibió a finales de 2016 y principios de 2017 (Gráfica 174a). A su interior, si bien el subsector de la industria de las bebidas y del tabaco, así como el de la industria metálica básica, mostraron un comportamiento favorable, el subsector de fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón siguió presentando una tendencia negativa, al tiempo que los de la industria química y de fabricación de equipo de computación y otros componentes electrónicos registraron cierta desaceleración, congruente con lo observado en las exportaciones no automotrices a Estados Unidos.

- iii. A la recuperación que las actividades terciarias exhibieron en el cuarto trimestre de 2017 contribuyeron, principalmente, el avance mostrado en el comercio y los incrementos reportados en los rubros de transporte, correos y almacenamiento; servicios educativos; servicios de apoyo a los negocios; e información en medios masivos (Gráfica 175). En este contexto, el desempeño favorable de algunos de los rubros de servicios en el periodo de referencia parecería haber reflejado el desvanecimiento de los efectos de los sismos ocurridos en septiembre.
- iv. La expansión trimestral desestacionalizada de las actividades primarias en el cuarto trimestre de 2017 se derivó, en buena medida, de una mayor superficie cosechada del ciclo otoño – invierno, además de aumentos en la producción de maíz en grano, algodón, aguacate, nuez y sorgo en grano (Gráfica 173a).

Respecto de las cuentas externas del país, en un contexto en el que el tipo de cambio real se mantuvo en niveles depreciados respecto a lo observado en 2015 y en el que el fortalecimiento de la actividad económica a nivel global contribuyó a que las exportaciones manufactureras de México continuaran recuperándose, en 2017 el déficit de la cuenta corriente siguió disminuyendo y alcanzó niveles inferiores a los registrados en 2015 y 2016. Esto a pesar de que en el cuarto trimestre de 2017 este se incrementó respecto al mismo periodo de 2016 (Gráfica 176b y Gráfica 176c). En particular, el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB pasó de 2.1 a 1.6 por ciento entre 2016 y 2017 (de 22.8 a 18.8 miles de millones de dólares, respectivamente). El menor déficit en 2017 respecto a 2016 reflejó, principalmente, el mayor saldo de la balanza de productos no petroleros, el cual incluso pasó de un déficit en 2015 y 2016 a un superávit en 2017, aunque también contribuyeron los mayores superávits en las cuentas de remesas y de viajes. En contraste, en 2017 el déficit de la balanza comercial petrolera continuó ampliándose (Gráfica 176a).

Gráfica 174
Sector Manufacturero y Sector Minero
 Índice 2013=100, a. e.

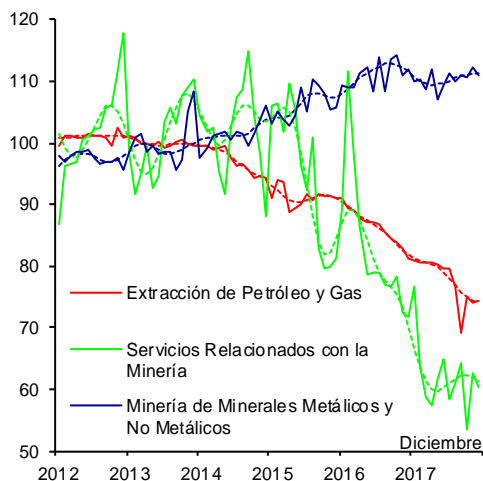
a) Sector Manufacturero



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/ Elaboración y desestacionalización del Banco de México.
 Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

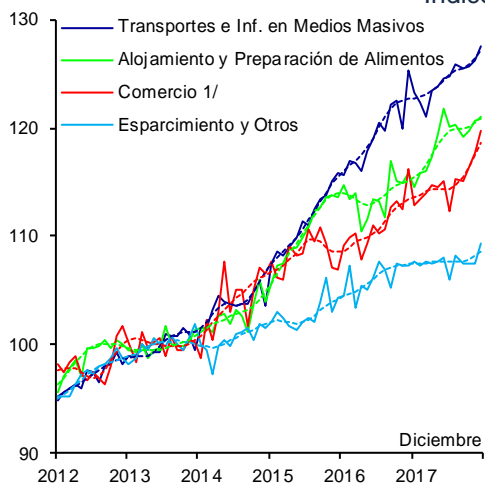
b) Componentes del Sector de la Minería



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

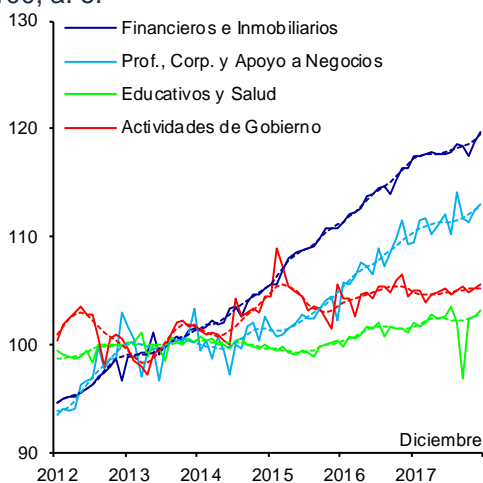
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 175
IGAE del Sector Servicios
 Índice 2013=100, a. e.

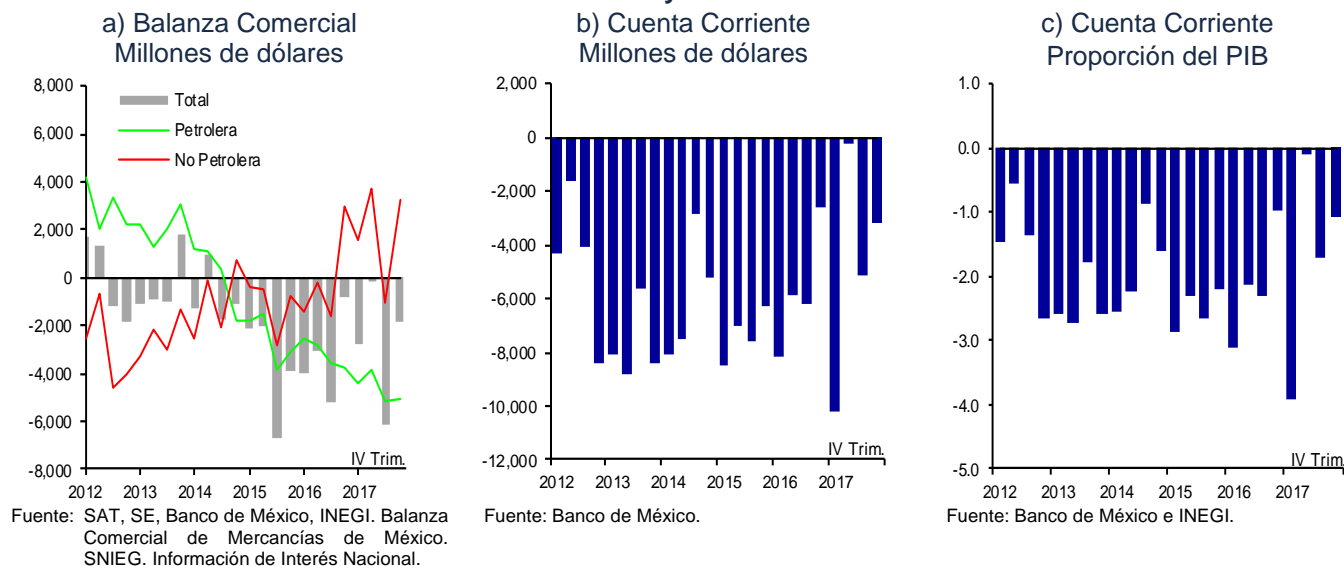


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Elaboración de Banco de México. Incluye el comercio al por menor y al por mayor.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.



Gráfica 176
Balanza Comercial y Cuenta Corriente



2.2.2. Mercado Laboral

En el cuarto trimestre de 2017 las tasas de desocupación permanecieron en niveles particularmente bajos (Gráfica 177) y menores a los que se estima que en los últimos años han sido congruentes con un entorno de inflación estable (Gráfica 178), aunque en los últimos meses parecen haber frenado su tendencia a la baja. Lo anterior se ha dado en un contexto en el que la participación laboral se ha ubicado en niveles reducidos, aunque en el periodo que se reporta se incrementó respecto al trimestre previo, si bien desde niveles bajos. Así, las tasas de ocupación de la economía en su conjunto continuaron creciendo, al tiempo que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió registrando un elevado dinamismo y la tasa de informalidad laboral mantuvo una tendencia decreciente, situándose alrededor de los niveles más bajos de los últimos trece años.⁴⁸

No obstante lo anterior, no se han detectado presiones salariales de consideración en el periodo que se reporta. Los indicadores salariales presentaron tasas de crecimiento nominal similares a las del trimestre previo, lo que en una comparación con la inflación acumulada en los cuatro trimestres previos implicó variaciones reales negativas, si bien en la comparación con la inflación esperada en el último trimestre de 2017 para los próximos doce meses representó un ligero avance en términos reales. En particular, el salario promedio nominal de los trabajadores asalariados en la economía registró una tasa de crecimiento anual de 4.1 por ciento, incremento similar al observado en el trimestre anterior, en tanto que la revisión promedio de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal fue de 4.0 por ciento (Gráfica 179). En contraste, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS exhibió un aumento anual nominal de 5.2 por ciento. El comportamiento de algunos salarios nominales en el último trimestre pudo estar influido por el aumento al salario mínimo el cual, a diferencia

⁴⁸ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral, se miden con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la cual comenzó a levantarse en 2005.

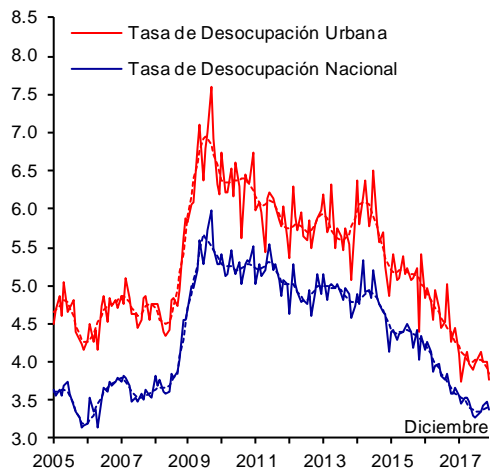
de años anteriores, tuvo efecto desde el primero de diciembre y no en enero del siguiente año.

Así, como resultado en buena medida de la ausencia de presiones significativas sobre las remuneraciones medias reales, los costos de la mano de obra en la economía en su conjunto disminuyeron en el último trimestre del año y mantuvieron una tendencia a la baja. Cabe destacar, no obstante, que aquellos correspondientes al sector manufacturero en particular continuaron mostrando una tendencia al alza (Gráfica 180a y Gráfica 180b).

Cabe notar que el comportamiento de las remuneraciones reales en 2017 reflejó, en parte, el ajuste inducido por la considerable depreciación que el tipo de cambio real ha presentado con respecto a su nivel en 2015, como consecuencia de los choques a los que la economía mexicana ha estado sujeta. En este sentido, la política monetaria, en cumplimiento de su mandato, ha tomado acciones conducentes para preservar el poder adquisitivo de la moneda, de tal modo que, incluso ante la presencia de dichos choques, se han mitigado los efectos adversos de este entorno sobre los salarios reales.

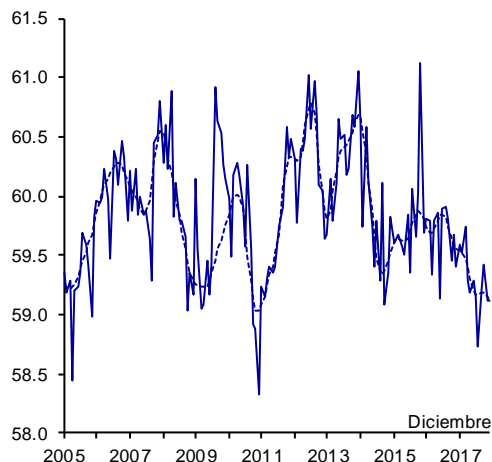
Gráfica 177
Indicadores del Mercado Laboral

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



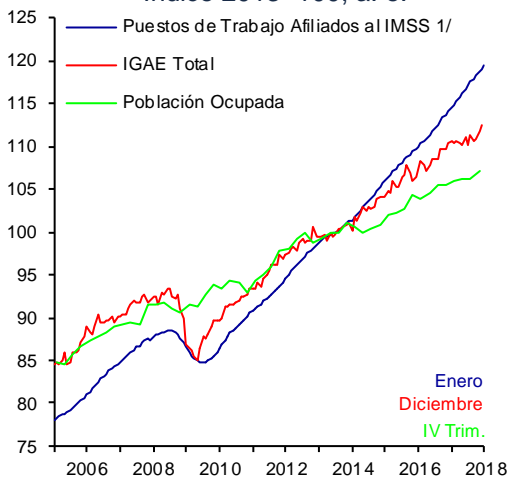
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

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



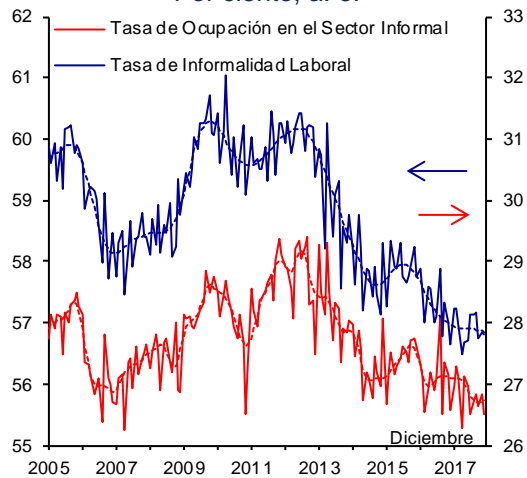
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
^{1/} Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2013=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).

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

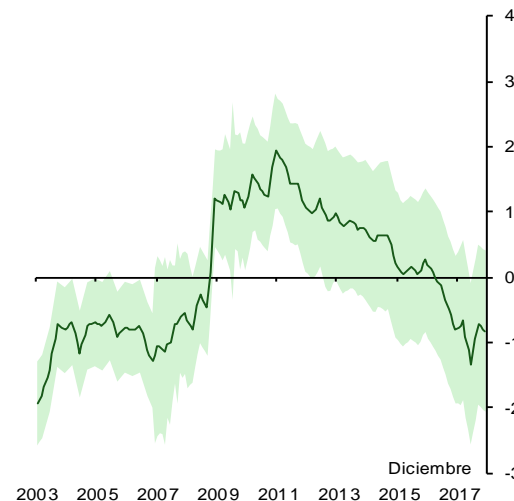
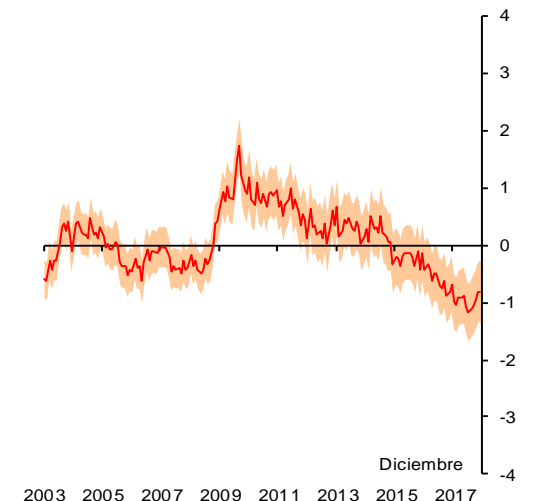


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
^{1/} Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.
^{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.

Gráfica 178
Estimación de la Brecha de Desempleo
Por ciento, a. e.

a) Tasa de Desempleo ^{1/}

b) Tasa de Desempleo e Informales Asalariados ^{1/}



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.
Fuente: Banco de México.

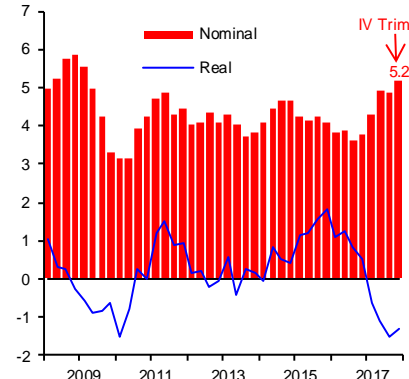
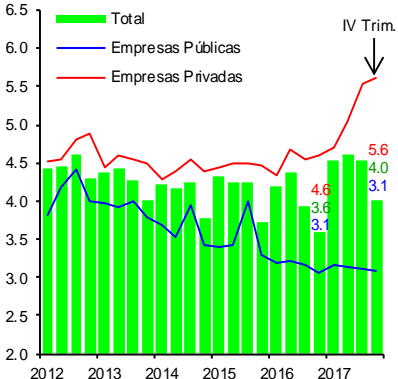
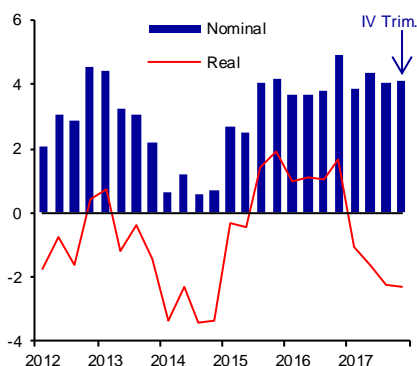
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 179
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

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

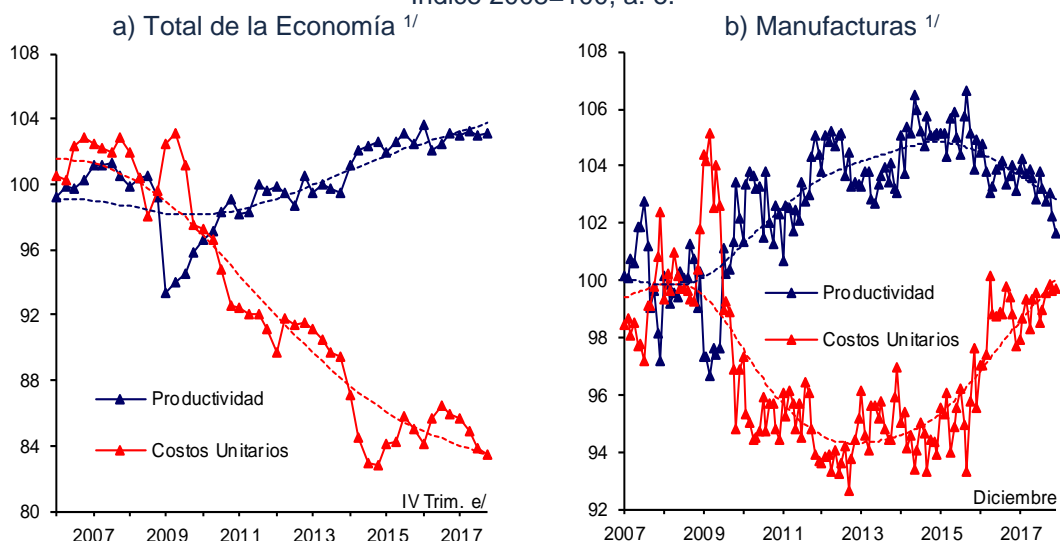
b) Salario Contractual Nominal ^{2/}

c) Salario Diario Asociado a Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{3/}



1/ 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 reportado de 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 2.3 millones.
3/ Durante el cuarto trimestre de 2017 se registraron en promedio 19.6 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.
Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

Gráfica 180
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.

e/ El dato del cuarto trimestre de 2017 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM del INEGI.

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas. Series con Base 2013 del Sistema de Cuentas Nacionales de México.

Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del 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.

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

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. Series con Base 2013, INEGI.

2.2.3. Activos Financieros Internos, Dinero y Financiamiento

El 31 de enero de 2018, el Banco de México publicó una nueva estadística de agregados monetarios, activos financieros internos y financiamiento, la cual amplía la gama de ejercicios analíticos que pueden llevarse a cabo para entender mejor la interacción entre dichos indicadores y la evolución de la actividad económica y la inflación en México, lo cual es un insumo fundamental para las decisiones de política monetaria.⁴⁹ El Recuadro 10 resume las características de la nueva estadística e ilustra algunos de sus posibles usos analíticos.

⁴⁹ De hecho, estos indicadores se utilizan en el Recuadro 11 para identificar las condiciones de holgura en la economía.

Recuadro 10

Consideraciones sobre las Nuevas Medidas de los Agregados Monetarios y los Activos Financieros Internos en México

1. Introducción

Como parte de los esfuerzos continuos que realiza el Banco de México por contar con mejores estadísticas que den un mejor panorama de diversos aspectos de la economía, a partir del 31 de enero de 2018 se puso a disposición del público la estadística de agregados monetarios con base en una nueva metodología, que se adhiere a los estándares internacionales. Esta redefinición es el resultado de una revisión de la medición del *dinero en el sentido amplio*¹ en el país, la cual es deseable realizar periódicamente debido a la innovación de instrumentos financieros y el desarrollo del sistema financiero en general, así como al surgimiento de nuevas y mejores fuentes de información. En la misma fecha también se puso a disposición del público una nueva gama de indicadores denominados “activos financieros internos”, los cuales incluyen, además de los instrumentos financieros contenidos en los agregados monetarios, otros instrumentos en poder de los *sectores tenedores de dinero* (de aquí en adelante, *Tenedores*)² y que se emiten en los mercados nacionales pero que, dadas sus propiedades, no forman parte de los agregados monetarios.

El objetivo de este Recuadro consiste en ilustrar algunos de los posibles usos analíticos de la nueva estadística de agregados monetarios y activos financieros internos. En primer lugar, se describen brevemente los nuevos indicadores y sus características principales, y a continuación se presentan algunos ejercicios estadísticos que ilustran, por un lado, la relación que guarda la actividad económica en el corto plazo con los agregados monetarios y los activos financieros internos y, por otro, la correlación de largo plazo entre los agregados monetarios y la inflación.³

2. Composición de los Nuevos Indicadores

La nueva definición de los agregados monetarios en México contempla, en primer lugar, un agregado estrecho

(M1) y uno amplio (M2), cuya metodología se adhiere a estándares internacionales y, por ende, son comparables con los agregados calculados en otros países. En adición a estos dos indicadores, se definieron dos agregados más amplios (M3 y M4) que toman en cuenta las características específicas de la economía mexicana, los cuales incluyen, por ejemplo, la tenencia directa de valores públicos por parte de residentes y de no residentes. Los activos financieros internos, por su parte, son agregados más amplios que incluyen instrumentos como las cuentas de ahorro para la vivienda y el retiro o títulos de renta variable.

El Cuadro 1 esquematiza la estructura de los agregados monetarios y de los activos financieros internos. En apego a la práctica internacional, los agregados más amplios incorporan gradualmente instrumentos que típicamente son utilizados más como un vehículo de ahorro y menos por motivos transaccionales.⁴

3. Relación de los Agregados Monetarios y los Activos Financieros Internos con la Actividad Económica y la Inflación

De acuerdo con el Manual de Estadísticas Monetarias y Financieras del Fondo Monetario Internacional (MEMF), *los agregados monetarios se construyen con el objetivo de medir el dinero disponible en una economía para hacer compras de bienes y servicios, o bien para invertir en otros activos*. Lo anterior sugiere que su dinámica contiene información sobre los patrones de consumo de los Tenedores y podría, por lo tanto, dar señales sobre la evolución actual o futura de variables macroeconómicas, tales como la demanda agregada o la inflación. Al respecto, existe una amplia literatura académica que documenta las relaciones del crecimiento del dinero con el de la actividad económica, por un lado, y con la inflación, por el otro.⁵ Por estos motivos, los bancos centrales alrededor del mundo dan seguimiento cercano a estos indicadores.⁶

¹ En este documento se utiliza la definición de *dinero en su sentido amplio*, es decir, se refiere a los instrumentos financieros contenidos dentro de los agregados monetarios. Estos consisten en la suma de los instrumentos líquidos de uso generalizado como medio de pago (típicamente los billetes y monedas), más aquellos que pueden convertirse en medio de pago en el muy corto plazo y con pérdidas nulas o mínimas de su valor nominal (como las cuentas de depósitos de exigibilidad inmediata).

² Los *sectores tenedores de dinero* son aquellos que utilizan los instrumentos definidos en los agregados monetarios para adquirir bienes y servicios en la economía —excluyendo a los *sectores emisores de dinero*, como el banco central y las instituciones autorizadas para recibir depósitos, así como aquellos sectores cuyo patrón de gasto reacciona en forma distinta al del público en general—.

³ Algunos de los agregados monetarios en México también tienen poder predictivo sobre la inflación en el corto plazo, como se ilustra en el Recuadro 11.

⁴ Para mayores detalles sobre la construcción y la composición de los agregados monetarios y de los activos financieros internos, se sugiere consultar los documentos metodológicos que publicó el Banco de México al respecto, disponibles en la siguiente liga: <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-financiero/agregados-monetarios/indexpage.html>

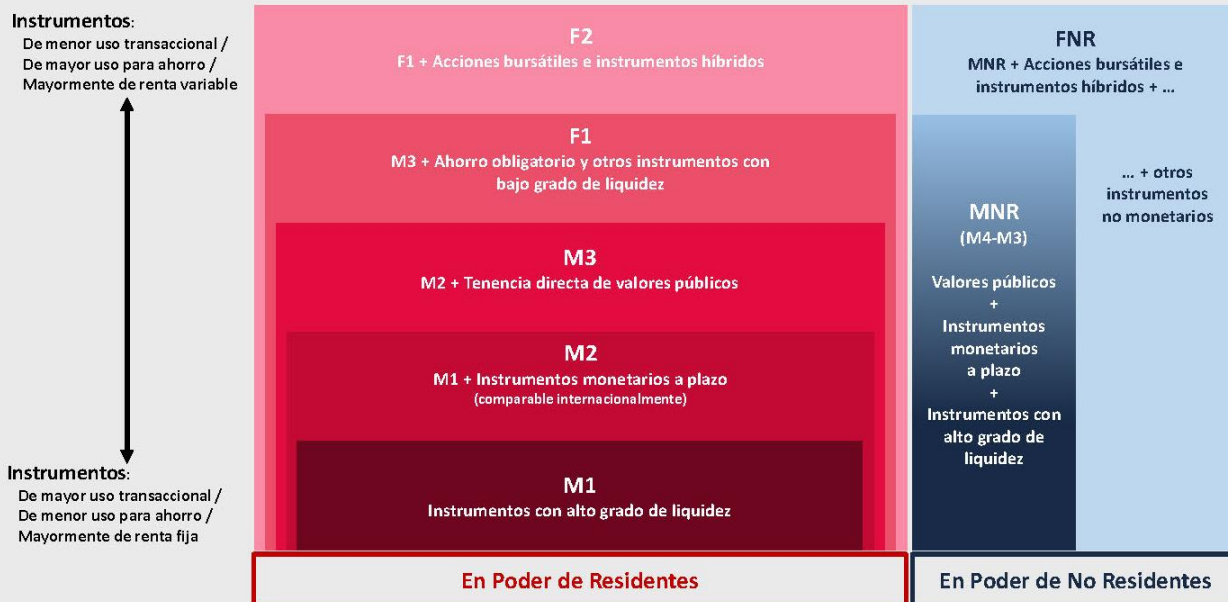
⁵ Ver, por ejemplo, McCallum, B. T. y E. Nelson (2010): "Money and inflation: Some critical issues." En Friedman, B. y M. Woodford, *Handbook of Monetary Economics*. Vol. 3. Elsevier. P. 97-153.

⁶ Por ejemplo, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco de Inglaterra analizan la dinámica de sus agregados monetarios amplios,

Las nuevas medidas de activos financieros internos son indicadores más amplios que los agregados monetarios, ya que incluyen instrumentos financieros que no necesariamente se utilizan en el corto plazo para adquirir bienes y servicios —como los recursos de los hogares en los fondos para el retiro o la tenencia de acciones por parte de los hogares y las empresas—, pero que representan un activo importante de los Tenedores. En este sentido, estos indicadores pueden dar señal sobre el nivel de ahorro y el tipo de inversiones del sector privado

no financiero. Asimismo, buena parte de los instrumentos no monetarios contenidos en los activos financieros internos son instrumentos de renta fija de largo plazo y de renta variable, cuya valoración a precios de mercado considera las expectativas de los agentes económicos sobre el desempeño futuro de los emisores de dichos títulos y la economía. Por ello, se esperaría que estos indicadores también provean cierta señal sobre la evolución futura de la economía.

Cuadro 1
Agregados Monetarios y Activos Financieros Internos
Estructura de los Activos Financieros Internos (F=F2+FNR)



3.1 Relación con la Actividad Económica

Para investigar si el comportamiento de los agregados monetarios y los activos financieros internos muestran alguna relación con la evolución de la actividad económica en México, se realizaron ejercicios de correlación dinámica y de causalidad de Granger entre el IGAE y cada uno de los nuevos agregados.⁷ Para el periodo que va de enero de 2001 a noviembre de 2017, el Cuadro 2 presenta un resumen de los resultados obtenidos. Estos sugieren que, en general, tanto los

agregados monetarios, como los activos financieros internos, se correlacionan positiva y significativamente con la actividad económica en el corto plazo.

ya que consideran que pueden proveer información sobre la evolución observada y esperada de la economía. El Banco Central Europeo, por su parte, estudia la evolución de su agregado monetario más amplio, M3, para evaluar si su evolución en cada momento del tiempo es congruente con su objetivo de inflación de largo plazo. Ver Bernanke, B.S. (2006): "Monetary Aggregates and Monetary Policy at the Federal Reserve: A Historical Perspective," discurso en la cuarta conferencia de banca central del BCE; McLeay, M., Radia, A. y Thomas, R. (2014):

"Money Creation in the Modern Economy," Q1 Quarterly Bulletin, Bank of England; y Papademos, L.D. y Stark, J. (2010): "Enhancing Monetary Analysis," European Central Bank.

⁷ La prueba de causalidad de Granger ayuda a determinar si el comportamiento de los agregados es útil para predecir el de la actividad económica, y/o viceversa. Así, la causalidad en el sentido de Granger se refiere a un concepto eminentemente estadístico, y no necesariamente implica una relación de causalidad más profunda.

Cuadro 2
Relación de los Agregados Monetarios y de Activos Financieros Internos con la Actividad Económica

Agregado	Máximo de la correlación dinámica significativa Agregado-Actividad Económica (rezagada/adelantada, signo)	Causalidad de Granger significativa: Actividad Económica precede al Agregado	Causalidad de Granger significativa: Agregado precede a la Actividad Económica
M1	✓ (adelantada, +)	✓	✓
M2	✓ (rezagada, +)	✓	✗
M3	✓ (rezagada, +)	✓	✓
M4	✓ (rezagada, +)	✓	✗
F1	✗	✗	✓
F2	✓ (adelantada, +)	✓	✓
FNR	✓ (adelantada, +)	✓	✓
F	✓ (adelantada, +)	✓	✓

* / ✓ Indica la presencia de una correlación dinámica significativa o de causalidad (precedencia) en el sentido de Granger entre las variables al 95% de confianza, mientras que ✗ indica lo opuesto. Los dos ejercicios se realizaron en un horizonte de 12 meses.

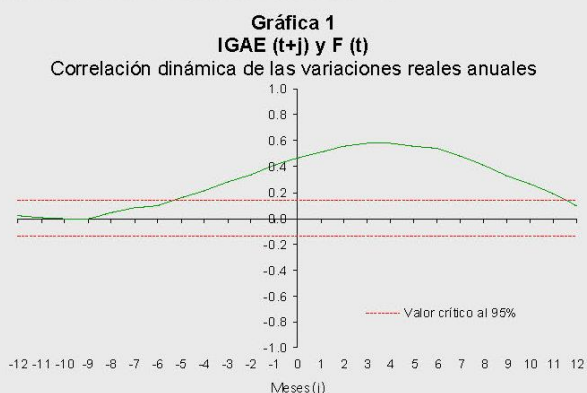
Entre paréntesis se muestra el signo de la correlación, así como si la correlación máxima se alcanza con la actividad económica rezagada o adelantada.

De manera más específica, destaca que:

- El agregado monetario estrecho M1 tiene una relación positiva y significativa con la actividad futura, es decir, sus variaciones tienden a preceder a las de la actividad productiva. Algunas hipótesis que podrían racionalizar lo anterior son: primero, que los agentes incrementan su demanda de dinero en su forma más líquida ante expectativas de mayor actividad económica futura (e.g., desinvirtiendo en activos financieros de largo plazo para hacer frente a pagos por insumos, pagos al factor trabajo y compras de maquinaria y equipo que esperan utilizar para satisfacer una mayor demanda hacia adelante). Segundo, un mayor consumo de bienes en el presente —que se reflejaría en un mayor monto de transacciones de instrumentos financieros líquidos— resultaría en una desacumulación de inventarios de las empresas y una mayor producción futura. Tercero, los agentes económicos reaccionan ante cambios a la postura de política monetaria; por ejemplo, una disminución en la tasa de interés de referencia generaría una mayor demanda por instrumentos en el M1, lo cual en los meses posteriores también se ve manifestado en un aumento de la demanda agregada.
- Todos los agregados monetarios amplios se relacionan con la actividad económica rezagada, es decir, las variaciones de la actividad productiva preceden a los movimientos de estos agregados. Ello puede obedecer a que, en la medida que un incremento en la actividad económica genere un aumento en el ingreso disponible del sector privado no financiero, la demanda por instrumentos financieros vinculados en mayor medida al ahorro tenderá a crecer en los meses posteriores.

- Los activos financieros internos, tanto de residentes como de no residentes (F, F2 y FNR), se relacionan de manera significativa con la actividad económica futura. Ello sería un indicio de que expectativas sobre un mayor crecimiento de la economía hacia adelante se reflejan como incrementos inmediatos en los precios de los activos financieros, particularmente en los de los instrumentos de renta variable.

La Gráfica 1 muestra la correlación dinámica de las variaciones reales anuales de F y el IGAE rezagado/adelantado para el periodo de estudio. El índice de correlación alcanza su máximo (0.58) con un adelanto de tres meses, lo que significa que variaciones positivas en el agregado F tienden a adelantar con tres meses de antelación las variaciones en el IGAE.



3.2 Relación con la Inflación

La relación entre los agregados monetarios y la inflación tiene su principal motivación en la teoría cuantitativa del dinero, que sugiere que cambios en la cantidad de dinero en la economía se relacionan uno a uno en el largo plazo con cambios en el nivel de precios, si bien en el corto plazo es posible observar desviaciones en esta relación, dados, entre otros factores, los efectos que en el corto plazo puede tener el dinero sobre la actividad en términos reales.⁸ Para explorar esta asociación de largo plazo entre las variables, los trabajos académicos empíricos por lo general utilizan series de tiempo relativamente largas.⁹ Por esta razón, los ejercicios empíricos de esta subsección se estimaron para una muestra que comprende el periodo entre enero de 1995 y diciembre de 2017.

Así, el análisis a continuación investiga la relación entre las tendencias de largo plazo de la inflación y el crecimiento de los agregados monetarios, empleando dos herramientas distintas:

⁸ Ver, por ejemplo, Papademos, L.D. y Stark, J. (2010): "Enhancing Monetary Analysis," European Central Bank.

⁹ Ver Benati, L. (2009): "Long Run Evidence on Money Growth and Inflation," ECB WP 1027.

1. Se utiliza la técnica propuesta por Fitzgerald (1999), que por medio de una regresión lineal cuantifica la relación entre las tendencias de largo plazo de las variaciones anuales de los agregados monetarios y la inflación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). En particular, se calculan primero las tendencias de largo plazo de las variaciones anuales como promedios móviles de 4 años de los agregados monetarios, $\overline{\Delta\%M_t}$, y el INPC, $\overline{\Delta\%P_t}$.¹⁰ Posteriormente, se mide la relación entre las variables con el estimador de la pendiente, β , y el estadístico R^2 de la regresión lineal con error u_t : $\overline{\Delta\%P_t} = \alpha + \beta\overline{\Delta\%M_t} + u_t$.

2. Se estima la coherencia espectral entre las variaciones anuales del INPC y de los agregados monetarios, con el objeto de identificar el grado de correlación entre estas series en la baja frecuencia. Si esta coherencia es elevada y significativamente no distinta a uno, las variables presentan un comportamiento similar en el largo plazo; es decir, se encuentran cointegradas.¹¹

El Cuadro 3 resume los resultados de estos ejercicios. En general, se observa que ambos métodos de estimación sugieren una correlación de largo plazo cercana a uno entre la inflación y las tasas de crecimiento de los agregados monetarios.¹² En el caso del M4, el estadístico R^2 es relativamente bajo y la coherencia espectral estimada es estadísticamente menor a uno, posiblemente dado que este agregado incorpora la tenencia de instrumentos monetarios de no residentes, los cuales pueden no utilizarse en su totalidad para propósitos de gasto en bienes y servicios en la economía interna y, por ende, no implicarían un vínculo tan estrecho con la inflación.

Cuadro 3
Estimación de la Relación entre las Tendencias de Largo Plazo

Agregado	Estimaciones Fitzgerald		Coherencia Espectral
	β	R^2	Largo Plazo
M1	0.82	0.91	0.86*
M2	1.07*	0.89	0.86*
M3	0.99*	0.91	0.91*
M4	0.97*	0.62	0.71

Nota: β corresponde al estimador de la pendiente en la regresión, el cual es significativamente distinto de 0 en todos los casos, con un nivel de significancia de 5%. El asterisco significa que el coeficiente estimado no es distinto de 1 estadísticamente.

4. Consideraciones Finales

La redefinición de los agregados monetarios y la construcción de los activos financieros internos implican mejoras sustanciales a la estadística del Banco de México debido a que proveen información que facilita la lectura de la economía. Por un lado, los nuevos agregados monetarios miden con mayor precisión el dinero en sentido amplio emitido en México, al tiempo que su construcción se apega a estándares internacionales y, por ende, son comparables con los de otros países. Por otra parte, los agregados de activos financieros son nuevos indicadores que permiten medir de forma más amplia el nivel de ahorro y el grado de sofisticación en las inversiones de los Tenedores.

Así, los ejercicios ilustrativos que se presentaron en este Recuadro sugieren que: i) los agregados monetarios y los activos financieros internos guardan una relación de corto plazo con la actividad económica; en particular, destaca que las fluctuaciones del M1, así como las del F2, el FNR y el F, dan una señal adelantada del crecimiento en los meses siguientes de la actividad económica; ii) el crecimiento de los agregados monetarios, particularmente los que corresponden a los Tenedores residentes, muestran una muy alta correlación en el largo plazo con la inflación, lo que subraya la importancia de estos indicadores para la política monetaria.

¹⁰ Fitzgerald realiza el análisis con promedios móviles de 4, 6 y 8 años. Se eligió utilizar promedios móviles de 4 años para no reducir el poder estadístico en las estimaciones. Ver Fitzgerald, T.J., (1999): "Money Growth and Inflation: How Long is the Long-Run?". *Economic Commentary*. Federal Reserve Bank of Cleveland, August 1.

¹¹ Para ello, se estima la varianza de cada serie y la covarianza entre ellas en el dominio de frecuencias para distintas periodicidades. Se calcula la coherencia como el coeficiente de correlación entre las series

en el dominio de frecuencias al cuadrado, de manera que el estadístico solo toma valores entre 0 y 1. Ver capítulo 10 de Hamilton, J.D., (1994): *Time Series Analysis*. Princeton University Press.

¹² Los resultados deben interpretarse como correlaciones no condicionadas, debido a que no se controla por otros factores que podrían afectar la demanda de dinero, como son las tasas de interés o la actividad económica.

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía ⁵⁰

Antes de analizar la evolución que han presentado las fuentes y los usos de recursos financieros de la economía en el periodo que se estudia en este Informe, conviene hacer una reflexión sobre su dinámica bajo una perspectiva de más largo plazo, que presente cómo esta se ha venido ajustando con relación a los distintos choques que ha venido enfrentando la economía mexicana desde 2014. En particular, a partir del último trimestre de ese año nuestra economía ha estado sujeta a una serie de choques adversos que, en general, condujeron a una mayor restricción de financiamiento externo. Entre ellos destacan, en primer lugar, la caída de los precios internacionales del petróleo en 2014 y 2015, y posteriormente, las consecuencias que sobre los mercados financieros nacionales tuvieron el proceso electoral en Estados Unidos y su desenlace, y la incertidumbre con relación al proceso de normalización de la política monetaria en las economías avanzadas, particularmente en Estados Unidos. Como consecuencia de estos choques, las fuentes externas de recursos financieros de la economía mexicana se redujeron significativamente, de niveles superiores a 4 por ciento del PIB en promedio en 2013 y 2014, a un promedio anual de 1.4 por ciento del producto entre 2015 y 2017 (Cuadro 6). Esta restricción de financiamiento externo requería un ajuste en la postura macroeconómica de México tal que, por un lado, dada la fase del ciclo en la que se encontraba la economía, propiciara una reducción en la absorción y que indujera un mayor ahorro en la economía para incrementar las fuentes internas de financiamiento y, por el otro, un menor uso de recursos financieros por parte del sector público, de tal modo que se diera un ajuste más eficiente en la canalización de financiamiento hacia los distintos sectores de la economía, evitando que la mayor parte de la reducción en el financiamiento recayera sobre las actividades productivas y los hogares.

En este contexto, dicho ajuste se dio en dos vertientes. En primer lugar, las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México a partir del último trimestre de 2015 contribuyeron a un ajuste ordenado en el mercado de fondos prestables. En particular, la postura monetaria más restrictiva mantuvo ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, reforzando la resiliencia de la economía ante un entorno más adverso, e indujo a que los agentes económicos reasignaran gasto intertemporalmente, reduciendo así la absorción de la economía. Ello generó un incremento en el ahorro financiero de los agentes, aumentando la oferta de fondos prestables. En efecto, las fuentes internas de recursos se incrementaron entre 2015 y 2017, al pasar de 4.6 a 6.6 por ciento del PIB durante ese periodo, destacando la recuperación de las fuentes monetarias – y en particular de los instrumentos dentro del M2, que son los que constituyen una de las fuentes de recursos de los intermediarios financieros para la canalización de crédito a los distintos sectores de la economía—. En consecuencia, las acciones de política monetaria mencionadas se reflejarían también en condiciones de financiamiento más astringentes para los usuarios del crédito. En segundo lugar, era importante que el ajuste afectara lo menos posible a las actividades productivas. En particular, en ese contexto, a partir de 2016 se ha venido llevando a cabo un esfuerzo de consolidación fiscal que ha permitido liberar recursos para

⁵⁰ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

que los intermediarios financieros los canalicen al sector privado, mitigándose así las presiones sobre los costos de financiamiento correspondientes.

Cuadro 6
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	Flujos anuales como porcentaje del PIB					Variación real anual				
	2013	2014	2015	2016	2017	2013	2014	2015	2016	2017
Total de Fuentes	10.0	9.7	5.8	7.4	7.8	5.9	5.3	3.4	3.8	0.9
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.7	5.6	4.6	5.5	6.6	5.6	5.1	5.3	5.4	3.6
Monetarias ^{2/}	3.8	3.2	2.7	3.6	4.2	6.0	4.1	4.7	5.7	3.7
No Monetarias ^{3/}	1.9	2.4	1.9	1.9	2.3	5.0	7.0	6.3	4.9	3.4
Fuentes Externas ^{4/}	4.2	4.1	1.2	1.9	1.2	6.3	5.7	0.6	1.3	-3.4
Total de Usos	10.0	9.7	5.8	7.4	7.8	5.9	5.3	3.4	3.8	0.9
Reserva Internacional ^{5/}	1.0	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.8	2.0	-9.2	-3.5	-8.5
Financiamiento al Sector Público	4.1	4.7	4.2	2.8	1.1	4.6	5.7	6.3	2.4	-4.1
Público Federal	3.7	4.5	4.0	2.8	1.1	4.3	6.0	6.5	2.6	-4.1
Estados y municipios	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	9.1	2.5	2.9	-0.6	-4.6
Financiamiento al Sector Privado	4.2	2.5	3.1	3.0	3.8	6.6	2.2	5.5	4.0	2.8
Interno	2.5	1.7	3.0	3.0	3.3	5.3	2.1	8.9	7.3	4.5
Externo	1.7	0.8	0.1	0.0	0.5	9.5	2.4	-1.6	-3.5	-1.7
Otros conceptos ^{6/}	0.7	1.2	0.1	1.6	3.2	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales se expresan en por ciento del PIB nominal promedio anual.

1/ Corresponde al agregado de activos financieros internos F1, el cual incluye al agregado monetario M3 más otros instrumentos en poder de los sectores residentes tenedores de dinero que no son considerados en los agregados monetarios.

2/ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en el agregado monetario M3, el cual está compuesto por el M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México (BREMs) y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero.

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

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

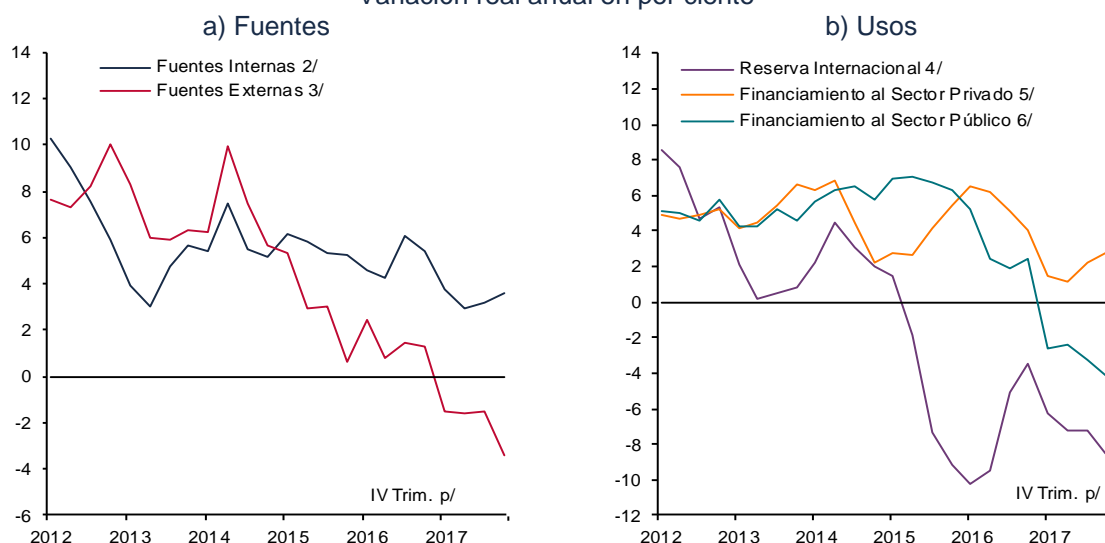
5/ Según se define en la Ley del Banco de México.

6/ Incluye las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, de los intermediarios financieros no bancarios, del Infonavit y del Banco de México –incluyendo los títulos colocados por este Instituto Central con propósitos de regulación monetaria, destacando aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación–. Asimismo, incluye 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 este contexto, durante 2017 continuó registrándose una menor disponibilidad de fuentes externas de recursos financieros. Por su parte, la participación relativa de las fuentes internas se incrementó con relación al año previo, no obstante que su tasa de crecimiento en términos reales disminuyó como reflejo de la mayor inflación observada en 2017 (Gráfica 181a). En cuanto a sus usos, sobresale la menor utilización de recursos financieros por parte del sector público, lo cual permitió mitigar la desaceleración en el uso de recursos por parte del sector privado (Gráfica 181b).

Gráfica 181
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Variación real anual en por ciento ^{1/}



p/ Cifras preliminares.

1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

2/ Equivalente al agregado de activos financieros internos F1, el cual incluye al agregado monetario M3 más otros instrumentos no monetarios en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. Estos incluyen a los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, valores privados, otros valores públicos y otros pasivos bancarios.

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

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

5/ Se refiere a 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.

6/ Incluye el financiamiento al sector público federal, así como el destinado a los estados y municipios.

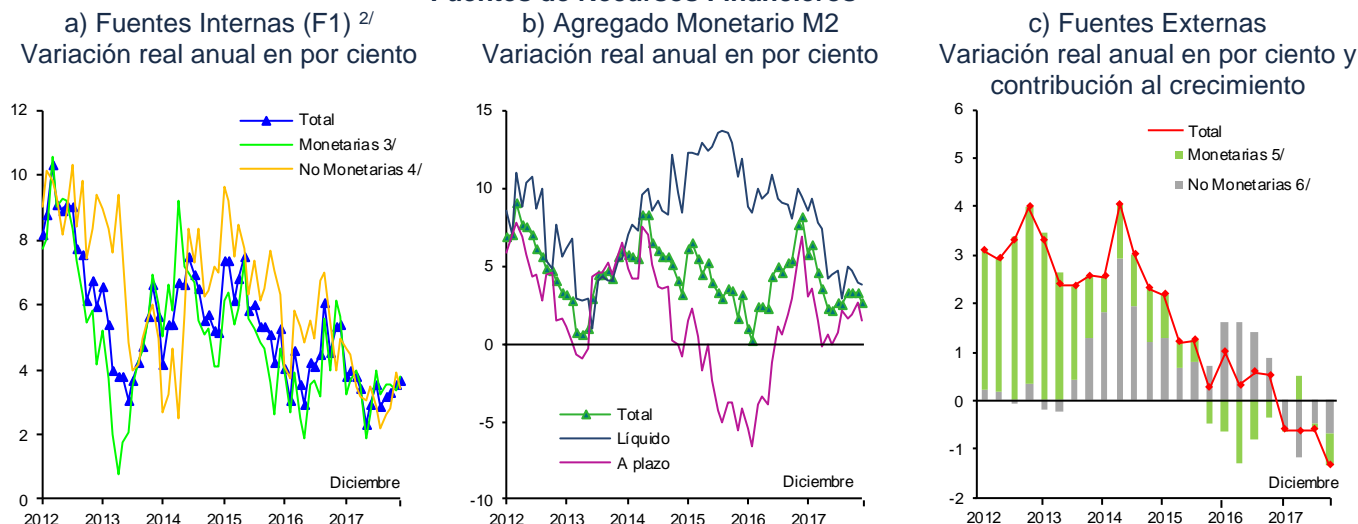
Fuente: Banco de México.

En el trimestre que se reporta, las fuentes internas de recursos –medidas por el agregado de activos financieros internos F1– se expandieron a una tasa de 3.6 por ciento real anual, lo que se compara con la cifra de 3.2 por ciento registrada en el trimestre previo (Gráfica 182a). Este mayor ritmo de crecimiento obedeció, en parte, al aumento en la tenencia por parte de residentes de los instrumentos monetarios a plazo contenidos en el M2, en sustitución de instrumentos más líquidos (Gráfica 182b). A ello han contribuido los mayores rendimientos relativos de los activos a plazo, en un entorno de tasas de interés de mercado más elevadas. Asimismo, la evolución favorable de la tenencia de instrumentos no monetarios, en particular de los fondos de ahorro para el retiro, también ha contribuido al crecimiento de las fuentes internas (Gráfica 182a). Esto se explica tanto por las mayores aportaciones a las siefores –reflejando el dinamismo que ha continuado registrando el empleo formal– como por las plusvalías registradas en sus carteras de inversión.

En contraste, las fuentes externas de recursos –que incluyen los instrumentos monetarios en poder de no residentes, así como otros pasivos de residentes con el sector externo– se contrajeron en 3.4 por ciento real anual en el trimestre de referencia, reducción mayor a la de 1.6 por ciento observada el trimestre anterior (Gráfica 182c). Esto fue resultado, principalmente, de una menor inversión de no residentes en instrumentos monetarios –en particular títulos de deuda

gubernamental-, así como del menor endeudamiento en moneda extranjera del sector público.

Gráfica 182
Fuentes de Recursos Financieros ^{1/}



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.
 2/ Corresponde al agregado de activos financieros internos F1, el cual incluye al agregado monetario M3 más otros instrumentos en poder de los sectores residentes tenedores de dinero que no son considerados en los agregados monetarios.
 3/ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en el agregado monetario M3, el cual está compuesto por el M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México (BREM) y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero.
 4/ Incluye los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, valores privados, otros valores públicos y otros pasivos bancarios.
 5/ Es la suma de los instrumentos monetarios en poder de no residentes y equivale al agregado monetario M4 menos el agregado monetario M3.
 6/ Incluye el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos; los pasivos externos de la banca comercial, excluyendo la captación de no residentes; el financiamiento externo al sector privado no financiero; y otros pasivos de residentes en poder del sector externo.

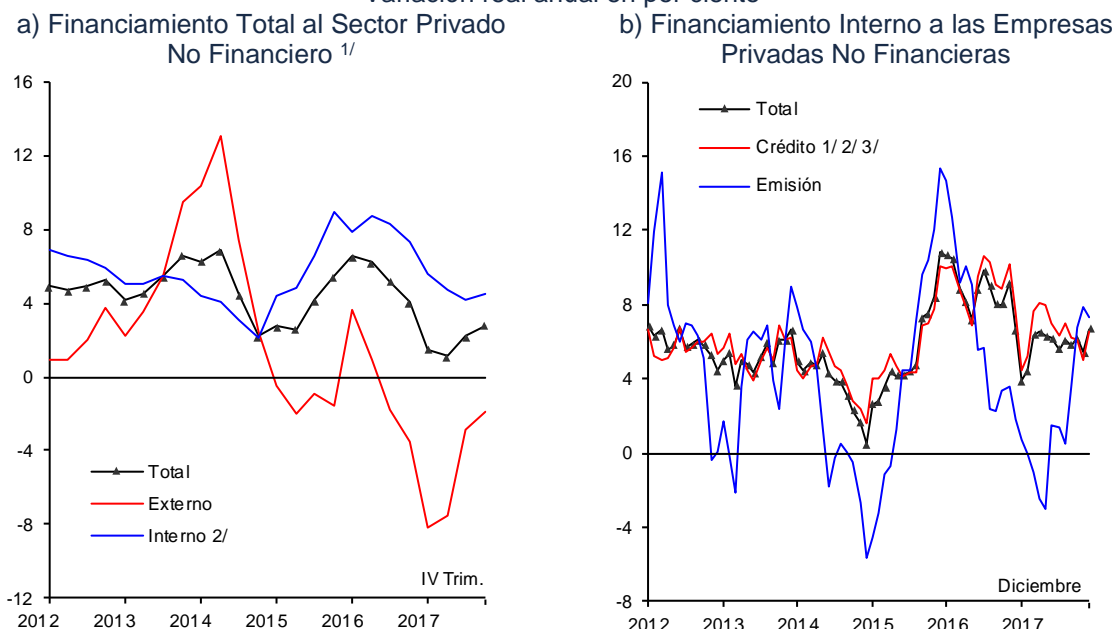
Fuente: Banco de México.

Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se redujo en términos reales anuales, en respuesta al ajuste fiscal implementado por el Gobierno Federal. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se contrajo en términos reales anuales, lo que fue consecuencia en parte de que, a diferencia de años anteriores, Pemex no vendió dólares al Banco de México en 2017, reflejando el deterioro observado en la balanza comercial petrolera. Adicionalmente, a diferencia de los tres años previos, el flujo neto de las operaciones cambiarias del Banco de México con el Gobierno Federal en 2017 fue negativo.

En lo que se refiere al financiamiento total al sector privado no financiero, en el cuarto trimestre de 2017 este continuó expandiéndose a una tasa real anual moderada (2.8 por ciento; Gráfica 183a). No obstante, a su interior se observó cierta heterogeneidad en la evolución de sus componentes. Por un lado, el financiamiento interno a las empresas siguió mostrando tasas relativamente elevadas (6.7 por ciento), derivado tanto del dinamismo del mercado interno de deuda, como de la sostenida expansión del crédito de la banca comercial a las empresas de mayor tamaño (Gráfica 183b y Gráfica 184). Lo anterior estaría reflejando, en gran medida, que este conjunto de empresas –con un mayor acceso a diversas fuentes de financiamiento– ha estado sustituyendo financiamiento externo por interno, y menores pasivos con la banca de desarrollo por crédito de la banca comercial, lo que sugiere un menor gasto de inversión, en el que usualmente participa la banca de desarrollo, y un mayor refinanciamiento de pasivos, que

usualmente realiza la banca comercial. Al respecto, la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan) que levanta el Banco de México señala que los directivos de los bancos comerciales del país percibieron que a lo largo de 2017 la demanda de crédito por parte de las empresas grandes se expandió, aun cuando las condiciones de oferta de crédito en el segmento tendieron a estrecharse.⁵¹ En contraste, el crédito otorgado a las pequeñas y medianas empresas se moderó sustancialmente en 2017, tanto por una menor demanda por crédito, como por condiciones de otorgamiento más estrechas. En este periodo, los costos del financiamiento se mantuvieron en niveles superiores a los observados en 2016. Ello refleja, en parte, los incrementos en el objetivo del Banco de México sobre la tasa de interés interbancaria a un día. Al respecto, los efectos suelen ser mayores entre aquellos que se financian a tasa variable y entre los potenciales usuarios de crédito en el margen. Por su parte, los índices de morosidad de las carteras de crédito a las empresas permanecieron en niveles bajos y estables (Gráfica 185).

Gráfica 183
Financiamiento al Sector Privado No Financiero
 Variación real anual en por ciento



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.
 2/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 3/ 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.

Por otro lado, el crédito a los hogares continuó creciendo a un ritmo moderado (2.5 por ciento; Gráfica 186a). A su interior, el crédito a la vivienda ha venido mostrando una disminución en su dinamismo desde el cuarto trimestre de 2016, lo que refleja en buena medida la menor demanda por crédito hipotecario que se ha registrado desde ese trimestre (Gráfica 186b). Ello también estaría reflejando, en menor

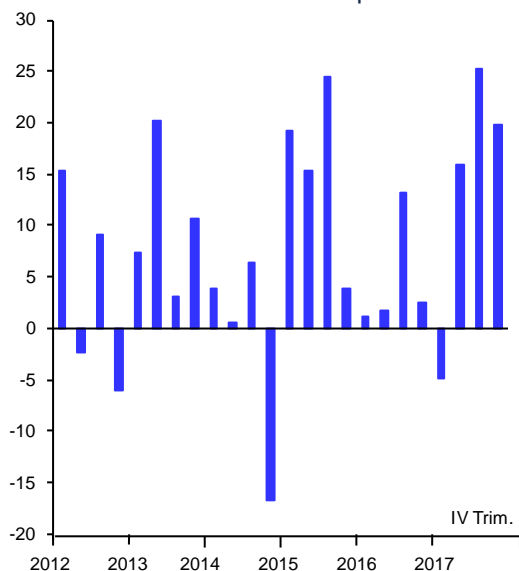
⁵¹ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario durante el trimestre Octubre – Diciembre de 2017, disponible en la siguiente liga:
<http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/resultados-de-encuestas/encuesta-sobre-condiciones-generales-y-estandares-condiciones-en-credito-bancar.html>.

grado, condiciones de oferta más estrechas, lo que es congruente con el ligero incremento que presentaron las tasas de interés a largo plazo. Por su parte, los índices de morosidad correspondientes continuaron bajos y estables (Gráfica 186c).

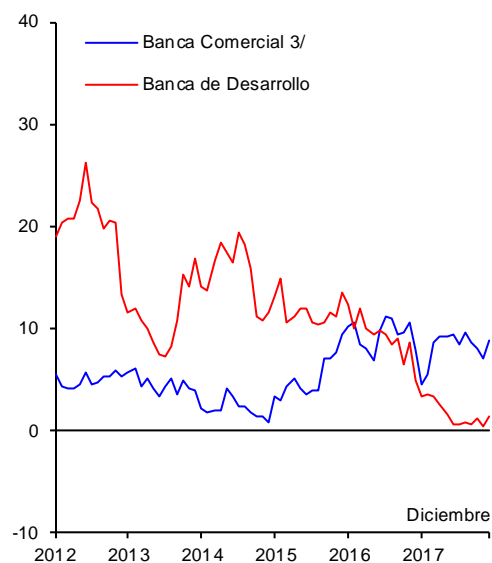
Gráfica 184

Financiamiento Interno a Empresas Privadas No Financieras

a) Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo ^{1/}
Miles de millones de pesos



b) Crédito Vigente ^{2/}
Variación real anual en por ciento



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

2/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.

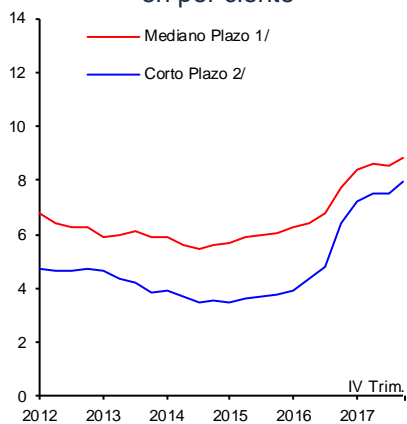
3/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Las cifras se ajustan para no verse afectadas por el traspaso de créditos puente.

Fuente: Banco de México.

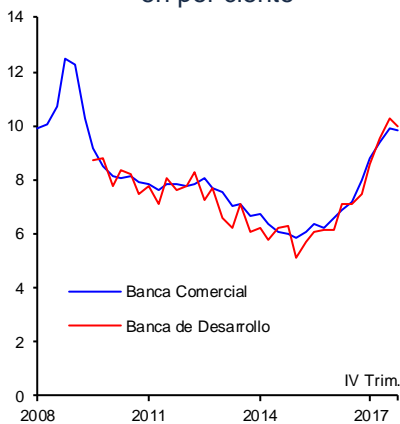
Gráfica 185

Tasas de Interés Anual e Índices de Morosidad de las Empresas Privadas No Financieras

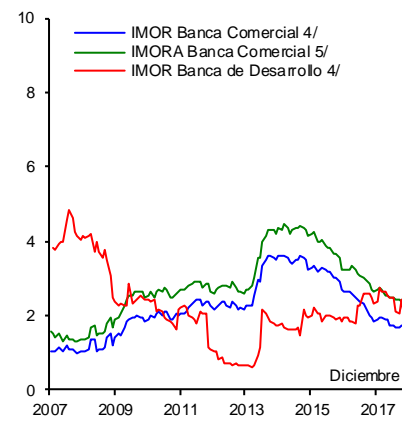
a) Tasas de Interés de Valores Privados Promedio del trimestre en por ciento



b) Tasas de Interés de Nuevos Créditos ^{3/} Promedio del trimestre en por ciento



c) Índices de Morosidad En por ciento

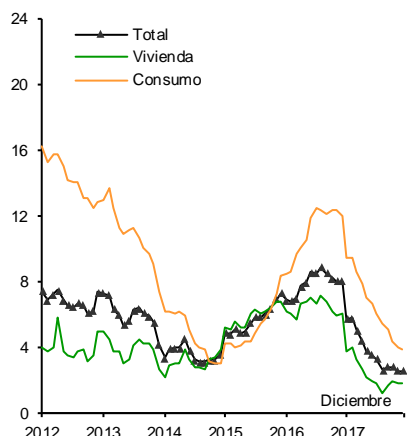


1/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de las emisiones en circulación, con un plazo mayor a un año, al cierre del mes.
 2/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada, a un plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.
 3/ 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.
 4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 5/ 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.

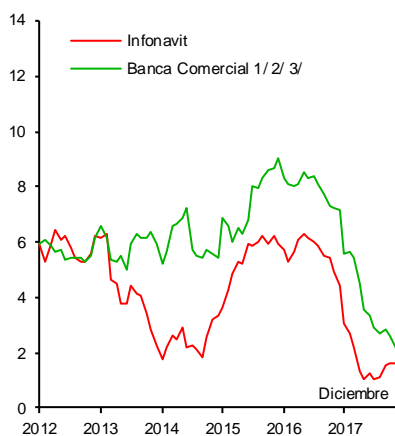
Por último, el crédito al consumo ha continuado desacelerándose en prácticamente todos sus componentes (Gráfica 187a). Este menor dinamismo está asociado, en parte, i) a la desaceleración de la masa salarial real, ii) a una menor demanda de crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero, que había repuntado significativamente el año previo, y iii) a mayores costos de financiamiento, especialmente en las tarjetas de crédito, ello a pesar de que este tipo de financiamiento ya contaba con tasas de interés elevadas. En congruencia con lo anterior, los resultados de la EnBan señalan que desde finales de 2016 y durante la mayor parte de 2017 se estrecharon las condiciones de oferta de los créditos al consumo, al tiempo que la demanda por este tipo de créditos se redujo, particularmente en el segmento de tarjetas. En este contexto, los índices de morosidad ajustados por castigos de cartera mostraron cierto deterioro (Gráfica 187b y Gráfica 187c).

Gráfica 186
Crédito a los Hogares

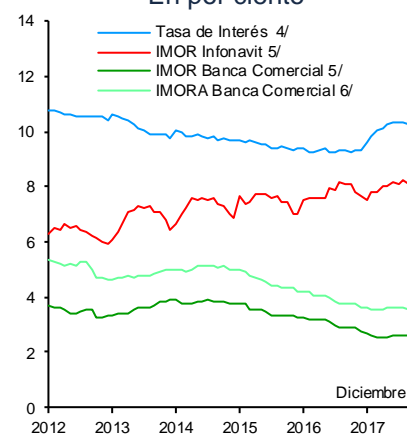
a) Crédito Total ^{1/}
Variación real anual
en por ciento



b) Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual
en por ciento



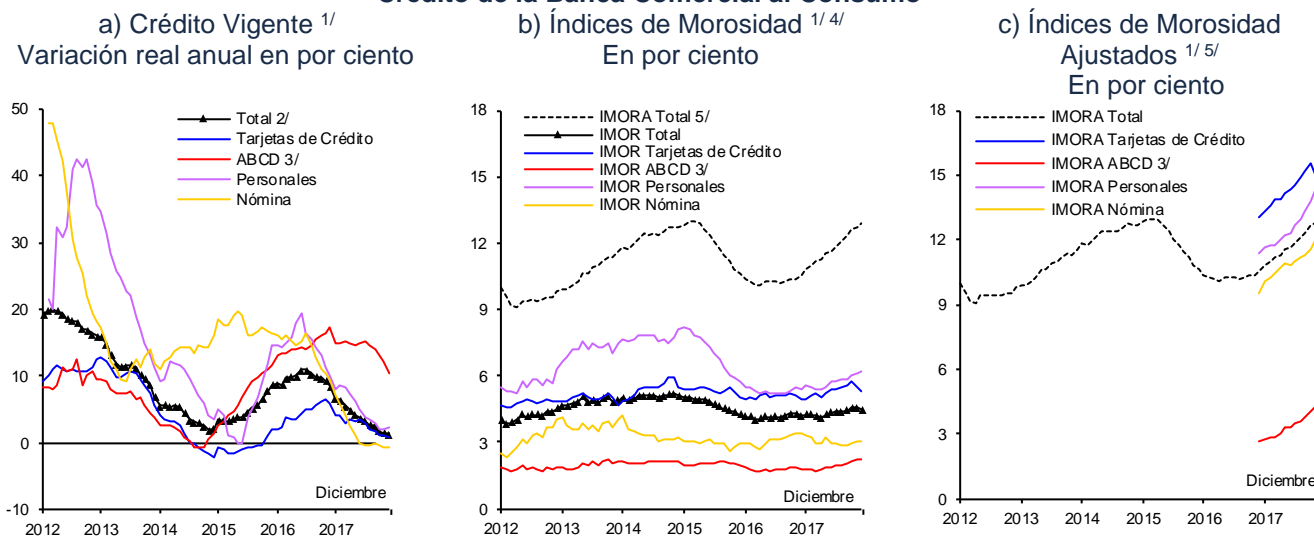
c) Tasa de Interés Anual de Nuevos
Créditos e Índices de Morosidad del
Crédito a la Vivienda
En por ciento



1/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
 2/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
 3/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.
 4/ Tasa de interés de nuevos créditos de la banca comercial a la vivienda, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.
 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.

Considerando todo lo anterior, y ante la posibilidad de que en 2018 persistan condiciones de financiamiento estrechas y fuentes externas de recursos financieros limitadas, es de gran importancia que hacia adelante los esfuerzos de consolidación fiscal que ha venido realizando el Gobierno Federal continúen. Ello, además de fortalecer el marco macroeconómico del país, contribuirá a que aun en un entorno de condiciones financieras restrictivas, el sector financiero se mantenga en posibilidades de canalizar recursos al sector privado.

Gráfica 187
Crédito de la Banca Comercial al Consumo



1/ Incluye a las sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
 2/ Incluye crédito para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.
 3/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.
 4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 5/ 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.

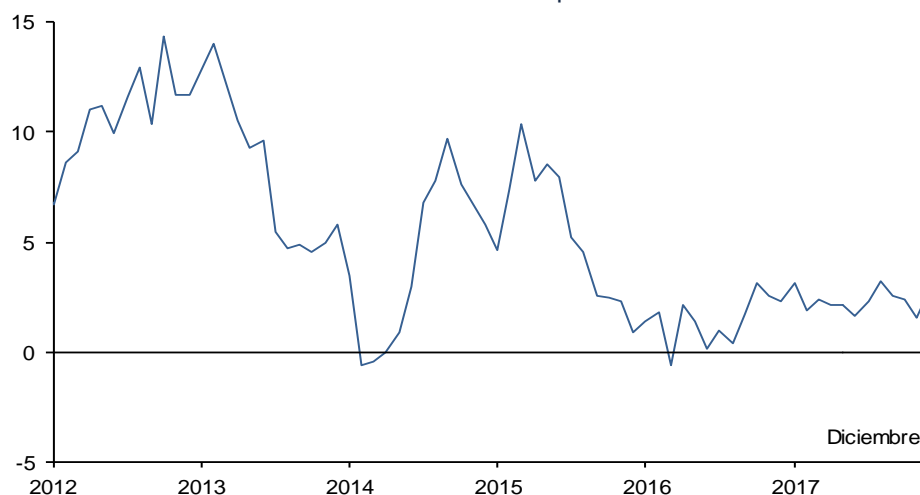
Fuente: Banco de México.

2.2.3.2. Activos Financieros Internos

La totalidad de los activos financieros internos, denominados F conforme a la nueva estadística, se integra por el saldo en poder de los sectores tenedores de dinero (residentes y no residentes) de los instrumentos monetarios (M4), los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, otros instrumentos de renta fija e instrumentos de renta variable e híbridos.⁵² Como se detalla en el Recuadro 10, las variaciones del saldo a valor de mercado de este indicador parecerían proveer cierta señal sobre la evolución futura de la actividad económica en México, en buena medida porque los precios de mercado de las acciones bursátiles y otros instrumentos contenidos en F consideran la información acerca de las expectativas sobre la evolución de la economía. En este contexto, este agregado registró un dinamismo relativamente bajo en 2017, si bien su tasa de crecimiento mostró cierto repunte en los últimos meses del año. En efecto, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017, su tasa real anual aumentó de 2.4 a 3.5 por ciento (Gráfica 188). La evidencia estadística sugiere que las variaciones de este agregado alcanzan una correlación máxima, positiva y significativa con las de la actividad económica un trimestre después. Es decir, las variaciones de este agregado tienden a preceder las de la actividad económica. Así, su reciente aceleración podría indicar un posible mayor ritmo de expansión de la economía hacia adelante.

⁵² Como se definió en el comunicado de prensa sobre Agregados Monetarios y Actividad Financiera en diciembre de 2017, el agregado F representa la medida más amplia de los instrumentos financieros emitidos en México en poder de los sectores tenedores de dinero en sentido amplio. Para mayores detalles se sugiere consultar dicho comunicado y los documentos metodológicos que se refieren a la redefinición de los agregados monetarios y la construcción de los activos financieros internos disponibles en la siguiente liga:
<http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-financiero/agregados-monetarios/indexpage.html>.

Gráfica 188
Activos Financieros Internos (F) ^{1/}
 Variación real anual en por ciento ^{p/}



^{p/} Cifras preliminares.

^{1/} Se refiere a la suma de los agregados de activos financieros internos de residentes y de no residentes, F2 y FNR. Incluye al agregado monetario M4 más los saldos en poder de los sectores tenedores de dinero en sentido amplio de: valores emitidos por empresas privadas, estados y municipios, organismos de control presupuestario directo e indirecto, empresas productivas del Estado y Fonadin; fondos de ahorro para el retiro y la vivienda; otros pasivos de la banca; e instrumentos de renta variable e híbridos.

Fuente: Banco de México.

2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

Para la conducción de la política monetaria, es primordial tener una lectura adecuada de las condiciones de holgura en la economía y evaluar la fase del ciclo en la que se encuentra. Ello permite identificar de manera oportuna, tanto la posible presencia de presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada y de los mercados de insumos, como la capacidad de asimilar posibles choques que afecten a la inflación.

En este contexto, es importante reconocer que, por varios años, la economía mexicana ha venido transitando por un ciclo económico atípico, tanto por la influencia de condiciones económicas externas inéditas, como por el tipo de choques que la han afectado. Esto ha complicado la evaluación de las condiciones cíclicas; en particular, de las condiciones de holgura de la economía y su papel en la formación de precios. Así, con la finalidad de tener una lectura integral de la posición cíclica de la economía mexicana que informe la toma de decisiones de política monetaria, a partir del presente Informe se ha decidido incluir como parte del seguimiento del entorno económico en México un conjunto de indicadores de holgura adicionales a los que periódicamente venían reportándose. En particular, se presentan cuatro índices de holgura basados en indicadores respectivos de consumo, actividad económica y demanda, mercado laboral y demanda en el mercado de fondos prestables, los cuales se derivan de una selección de variables económicas que presumiblemente están asociadas con las condiciones de holgura en los mercados de bienes y de insumos en la economía y que tienen poder predictivo sobre la inflación (ver Recuadro 11). Los resultados de este análisis sugieren que las condiciones de holgura se han venido estrechando, especialmente en el mercado laboral y en lo que corresponde al consumo, si bien en general parecen haber comenzado a ceder moderadamente.

Recuadro 11

Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias

1. Introducción

Para hacer más comprensiva y robusta la evaluación del grado de holgura en la economía, esta puede adoptar un enfoque integral que considere la información contenida en un amplio número de indicadores. En principio, se supone que un indicador muestra holgura cuando su nivel observado se encuentra por debajo de su nivel potencial, el cual se define como el nivel consistente con una inflación estable, indicando así una contribución a una menor inflación. Por el contrario, cuando el nivel observado del indicador se encuentra por encima de su nivel potencial, hay indicios de presiones inflacionarias.¹

En este contexto, con el propósito de tener un mejor entendimiento sobre las condiciones de holgura en la economía mexicana, en este Recuadro se presentan los resultados de un ejercicio estadístico que estima las condiciones de holgura a partir de un conjunto de variables que mostraron tener poder predictivo sobre el comportamiento de la inflación, y que están relacionadas con el consumo, la actividad económica y la demanda agregada, el mercado laboral y las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables. Si bien el ejercicio apunta a que la lectura de la holgura requiere el seguimiento de diversos indicadores, se presentan índices de holgura estimados mediante el procedimiento de Componentes Principales con el objetivo de sintetizar la información (un agregado mensual, un agregado trimestral y cuatro relacionados con cada grupo de indicadores).

2. Metodología y Estimaciones

El ejercicio se llevó a cabo en varias etapas, las cuales tuvieron como fin reducir un amplio conjunto inicial de indicadores que podrían contener información sobre las condiciones de holgura, a un número más limitado de variables, seleccionadas de tal forma que estas superaran

al resto en términos de su poder predictivo sobre la inflación.²

La primera etapa para reducir el número de indicadores consistió en realizar pruebas de causalidad de Granger entre cada indicador de holgura y la inflación. Así, se conservaron solo aquellos indicadores que causaron, en el sentido de Granger, a la inflación. En la segunda etapa se estimó una Curva de Phillips Híbrida (CPH) para cada indicador que pasó la primera etapa. La especificación de cada CPH fue la siguiente:³

$$\pi_t = \beta(L)H_{t-1} + \gamma\pi_{t-1}^{exp} + \rho(L)\pi_{t-1} + \tau(L)\Delta s_{t-1} + \delta(L)\pi_{t-1}^{imp} + \theta'Z_t + \varepsilon_t. \quad (1)$$

Donde:

π_t = Inflación general,

H_t = Una de las medidas de holgura,

π_t^{exp} = Medida de la expectativa de inflación,⁴

Δs_t = Depreciación del tipo de cambio nominal peso-dólar,

π_t^{imp} = Medida de inflación externa (e.g. precios de las importaciones, precios del petróleo y la inflación de Estados Unidos),

Z_t = Vector de controles internos (e.g. inflación en precios de las telecomunicaciones, electricidad y gasolina), y

ε_t = Término de error.

Los parámetros γ , θ y los polinomios de rezagos $\beta(L)$, $\tau(L)$, $\rho(L)$ y $\delta(L)$ se estimaron mediante el procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios.⁵ Una vez estimado el modelo, se verificó que los coeficientes $\beta(L)$ asociados a la medida de holgura fueran estadísticamente significativos y con el signo correcto de acuerdo a la teoría económica. De este modo, se seleccionaron aquellos indicadores para los cuales el modelo CPH cumple con estos dos requisitos, y se descartó el resto. Así, nuevamente se obtiene un número más reducido de indicadores.

En la tercera etapa, se evaluó el poder predictivo sobre la inflación de los modelos que se eligieron en la segunda etapa. Para ello se utilizó el procedimiento de Conjunto de Confianza de Modelos (CCM), el cual a través de un

¹ Para homologar la lectura de la holgura, indicadores como la brecha del desempleo se multiplican por (-1), ya que así su interpretación es que, al igual que los otros indicadores, una brecha positiva sería indicativa de presiones al alza sobre la inflación.

² Todos los indicadores se analizaron en forma de brecha con respecto a su nivel potencial. En particular, los niveles potenciales se calcularon mediante un filtro Hodrick-Prescott con corrección de colas y utilizando un promedio histórico para la determinación del parámetro de corrección. Para el caso específico de la brecha del producto, ver Banco de México (2009), y para la estimación de la NAIRU ver Banco de México (2016). Debido a que algunos indicadores son mensuales, mientras que otros son trimestrales, el análisis para cada frecuencia se realizó por separado.

³ La ecuación (1) puede considerarse como una especificación híbrida de la Curva de Phillips que anida distintas versiones: la curva con expectativas, la Curva de Phillips original, y el modelo triangular de Gordon (1990). En todas las estimaciones se utilizaron valores

rezagados de las expectativas de inflación, véase Mavroeidis et. al. (2014). Todos los datos se ajustaron por estacionalidad.

⁴ Se probaron tanto las expectativas provenientes de la Encuesta de Especialistas en Economía del Sector Privado que levanta mensualmente el Banco de México, como las provenientes de la encuesta publicada por Citibanamex. Los resultados no difieren de manera significativa.

⁵ Para cada variable independiente considerada se estimó la ecuación (1) siguiendo el procedimiento de lo general a lo específico utilizando el Criterio de Información de Schwarz, el cual determinó el número de rezagos y las variables independientes, π_t^{imp} y Z_t , a incluirse en cada especificación. En particular, se consideró un máximo de 6 rezagos para los datos mensuales y de 8 para los trimestrales. En todas las pruebas se utilizó un nivel de confianza del 90 por ciento.

proceso iterativo va descartando aquellos modelos cuyo poder predictivo es estadísticamente inferior al de los demás, hasta llegar a un conjunto irreductible de modelos.⁶ Para implementar este procedimiento, primero se generaron pronósticos recursivos de la inflación para diferentes horizontes con base en cada uno de los modelos que se eligieron en la segunda etapa. Posteriormente, se realizó una prueba de hipótesis que busca identificar, desde un punto de vista estadístico, diferencias entre los pronósticos generados por cada modelo CPH. En particular, la hipótesis nula supone que no existe diferencia entre los pronósticos derivados de un modelo CPH específico y el pronóstico promedio calculado a partir del resto de los modelos CPH. Se descartaron aquellos modelos para los cuales se rechazó la hipótesis nula y se mantuvieron aquellos para los cuales no se rechazó esta hipótesis de igualdad. De esta forma, se obtuvo un conjunto superior de modelos (CSM1). Así, al final del proceso iterativo, todos los modelos que forman parte del CSM1 tuvieron, desde un punto de vista estadístico, la misma capacidad para predecir la inflación.⁷

Para tener un mejor entendimiento de la holgura, los indicadores contenidos en el CSM1 se agruparon en variables de: i) consumo, ii) actividad económica y demanda agregada, iii) mercado laboral y iv) condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables. Para cada grupo se aplicó el procedimiento CCM por separado nuevamente, el cual se modificó para que en esta ocasión se evaluara el poder predictivo de cada indicador con respecto a cada elemento en el grupo respectivo.⁸ Es decir, dentro de cada agrupación se volvió a aplicar la prueba de hipótesis para cada modelo y se eliminaron aquellos para los que se rechazó la hipótesis nula. Esto resultó en un CSM por agrupación; es decir, al interior de cada grupo solo quedaron indicadores con el mismo poder predictivo sobre la inflación, desde un punto de vista estadístico. Finalmente, con el propósito de reducir aún más el conjunto final de indicadores, en cada

agrupación se eligieron solo aquellos que mostraron poder predictivo para todos los horizontes de pronóstico analizados.

3. Resultados

En un inicio, se consideraron 38 indicadores para la frecuencia mensual y 38 para la trimestral. Después de aplicar las pruebas de las tres etapas descritas previamente, se obtuvieron 11 y 12 indicadores de frecuencia mensual y trimestral, respectivamente.⁹ El Cuadro 1 lista, por agrupación y por frecuencia, los indicadores que tienen mayor poder predictivo sobre la inflación en este ejercicio.¹⁰ En total son 23 indicadores de holgura, de los cuales 20 son únicos y tres aparecen tanto en frecuencia trimestral, como mensual.

4. Índices de Holgura

Como puede apreciarse, para cada frecuencia el ejercicio estadístico seleccionó más de una decena de variables con poder predictivo sobre la inflación, lo que sugiere que la lectura de las condiciones de holgura en una economía tiene un carácter multidimensional y debe tomar una perspectiva integral que considere indicadores de consumo, actividad económica y demanda agregada, mercado laboral y condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables. Para sintetizar la información provista por estos indicadores, se estimaron diversos índices de holgura mediante el método de Componentes Principales con el fin de informar sobre la presencia o ausencia de presiones inflacionarias. Específicamente, se utilizó el primer Componente Principal como índice de holgura, toda vez que este extrae la mayor cantidad de información contenida en el conjunto de indicadores de holgura seleccionados.¹¹

En particular, se estimó un índice de holgura para el conjunto completo de indicadores de frecuencia mensual, y otro para el de trimestral (ver Sección 2.2.4.1). Adicionalmente, con base en los indicadores elegidos, se estimaron índices de holgura para cada una de las

⁶ El procedimiento CCM ofrece una serie de características adecuadas. (i) Puede estimarse con una muestra en forma de ventana móvil, lo que garantiza que sus resultados sean robustos a diferentes periodos para los que se realiza el análisis. (ii) Permite obtener un conjunto superior de modelos en los casos en los que no existe un solo modelo que domine en términos de poder predictivo. (iii) A diferencia de otras pruebas, no es necesario elegir un modelo de referencia. Véase Hansen et al. (2011).

⁷ Para implementar el procedimiento CCM se eligió una función de pérdida cuadrática (se calculó la Raíz del Error Cuadrático Medio) y se utilizó el estadístico $T_{max, \mathcal{M}}$ que compara el poder predictivo de cada indicador de holgura con el poder predictivo promedio del resto de indicadores. Véase Hansen, et al. (2011) para mayor detalle.

⁸ En la segunda implementación del CCM se utilizó el estadístico $T_{R, \mathcal{M}}$ que, por ejemplo, compara el poder predictivo de cada indicador de consumo contenido en el CSM1 con el resto de los indicadores de consumo, uno a la vez. Véase Hansen, et al. (2011) para mayor detalle.

⁹ Los pronósticos de frecuencia mensual corresponden a la inflación mensual, mientras que los de frecuencia trimestral se refieren a la inflación promedio en el trimestre.

¹⁰ Así, 25 indicadores mensuales y 28 trimestrales satisficieron con las pruebas de causalidad de Granger de la etapa 1, de los cuales 19 mensuales y 25 trimestrales cumplieron con los criterios de selección de la etapa 2. Para la etapa 3, el procedimiento CCM para indicadores mensuales se basó en una ventana móvil de 48 observaciones en una muestra que cubre el periodo de 2007M7 a 2017M9, mientras que para los trimestrales se basó en una ventana móvil de 36 observaciones en una muestra que cubre el periodo de 2003T1 a 2017T3. Se evaluó el poder predictivo de los modelos en pronósticos dinámicos utilizando los valores observados de las variables independientes (pronóstico pseudo-fuera de muestra) para horizontes de 6 y 12 meses adelante en el caso de los mensuales y de 1, 2 y 4 trimestres adelante en el caso de los trimestrales. Esta etapa seleccionó un conjunto CSM de 19 indicadores mensuales y 22 trimestrales que se redujo a 11 y 12, respectivamente, al aplicar el procedimiento CCM nuevamente y el criterio de capacidad predictiva en todos los horizontes.

¹¹ Para más detalles véase Johnson y Wichtern (2012).

agrupaciones de variables relacionadas con el consumo, la actividad económica y la demanda agregada, el mercado laboral, y las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables.

**Cuadro 1
Selección de Indicadores de Holgura**

Selección	
20 Indicadores de Holgura	Frecuencia
Índice de Ventas a Tiendas ANTAD Total	M
Indicador del Consumo Privado en el Mercado Interior:	
- Total	M
- Bienes (Origen Nacional)	M
- Bienes y Servicios (Origen Nacional)	M, T
- Servicios	M
Proporción de Vehículos (Unidades Financiadas)	M
Consumo Privado	T
PIB Manufacturero sin Petróleo **	T
PIB sin Industria Petrolera *	T
Demanda Agregada	T
Demanda Interna	M
Costo Unitario de la Mano de Obra en la Industria Manufacturera	M
Tasa de Desocupación NAIRU	M, T
Tasa de Horas Desocupadas	M, T
Financiamiento:	
- Total al Sector Privado No Financiero	T
- Total a las Empresas	T
- Interno a los Hogares	T
Activo Financiero Interno F1	M
Agregados Monetarios:	
- M1	T
- M2	T

Nota: M se refiere a medidas en frecuencia mensual y T, trimestral. * PIB sin extracción de petróleo y gas, sin servicios relacionados a la minería, y derivados del petróleo y carbón. ** PIB Manufacturero sin derivados del petróleo y carbón. Los indicadores se enlistan por su nombre, si bien en todos los casos se utilizaron estimaciones de brechas de cada variable respecto a un potencial calculado. Las variables de consumo, actividad económica y demanda agregada, mercado laboral y condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables se distinguen por los colores azul, rojo, gris y verde, respectivamente.

Si bien los índices de holgura estimados facilitan la lectura de la información contenida en un amplio número de indicadores, es importante recordar que todo procedimiento econométrico está sujeto a cierto grado de incertidumbre estadística. Por ello, la lectura sobre las condiciones de holgura en una economía no debe depender de un solo indicador o índice, ni de su valor absoluto. Por el contrario, debe mantener un enfoque integral y basarse en el seguimiento de un amplio conjunto de variables que proporcionen información sobre la fase del ciclo en la que se encuentra la economía, y considerar que su cálculo está sujeto a incertidumbre.

3. Consideraciones Finales

En este Recuadro se presentó un ejercicio que, con base en una metodología econométrica, permite identificar a partir de una amplia gama de indicadores económicos, aquellos con mayor poder predictivo sobre el comportamiento futuro de la inflación, de forma que sea posible llevar a cabo una lectura más amplia de las condiciones de holgura en la economía mexicana. Asimismo, se estimaron diversos índices de holgura mediante el método de Componentes Principales a partir de estos indicadores para sintetizar los hallazgos y así facilitar la lectura sobre su papel en relación a la dinámica de precios. Los resultados de este análisis sugieren que las condiciones de holgura se han venido estrechando si bien, en el margen, estas condiciones podrían estar cediendo moderadamente.

Referencias

Banco de México (2009). "Recuadro 3: Producto Potencial y Brecha del Producto" en *Informe sobre la Inflación Abril–Junio 2009*, p. 74.

(2016). "Recuadro 3: Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México" en *Informe sobre la Inflación Octubre–Diciembre 2016*, p. 45.

Gordon, R. J. (1990). "U.S. Inflation, Labor's Share, and the Natural Rate of Unemployment", En König, H. (Editor) *Economics of Wage Determination*, Springer-Verlag.

Hansen, P. R., A. Lunde y J. M. Nason (2011). "The Model Confidence Set", *Econometrica*. 79(2), p. 453-497.

Johnson, R. A. y D. W. Wichern, D. W. (2012). *Applied Multivariate Statistical Analysis*, (6th Edition), Phi Learning Private Limited.

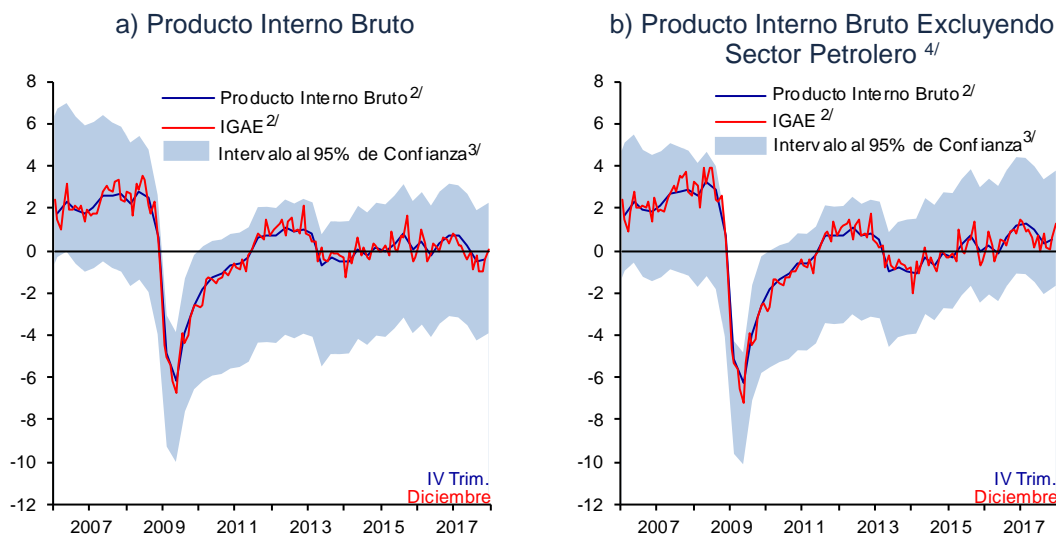
Mavroeidis, S., M. Plagborg-Møller y J. H. Stock (2014). "Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve", *Journal of Economic Literature*. 52(1), p.124-188

2.2.4.1. Indicadores de Holgura

La estimación de la brecha del PIB que tradicionalmente se presenta en este Informe continuó ubicándose en un nivel cercano a cero, sugiriendo que la economía actualmente opera cerca de su potencial (Gráfica 189a). Por su parte, la estimación de la brecha del PIB que excluye el producto del sector petrolero apunta a condiciones de mayor estrechez, toda vez que se mantuvo en terreno positivo en 2017, si bien en niveles más reducidos que en 2016 y no significativamente distintos de cero (Gráfica 189b).⁵³ Esto último es consistente con el análisis de la fase del ciclo en la que se encuentra la economía mexicana basado en un mayor número de indicadores, el cual sugiere que, si bien a finales de 2015 y en 2016 las condiciones de holgura se fueron estrechando y llegaron a presentar niveles positivos, en los últimos meses estas han disminuido ligeramente, aunque permanecen relativamente estrechas. En particular, los índices más agregados sugieren que la economía no presenta actualmente condiciones de holgura, si bien en el margen estas han dejado de estrecharse y podrían estar relajándose (Gráfica 190a y Gráfica 190b). En efecto, aunque los indicadores de holgura de consumo y del mercado laboral continúan estrechos (Gráfica 191a y Gráfica 191b), aquellos derivados de indicadores más agregados de actividad y demanda han vuelto a acercarse a cero, y aquellos derivados de indicadores de las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables han vuelto a tornarse negativos (Gráfica 191c y Gráfica 191d). En balance, si bien a lo largo de 2017 las condiciones de holgura en la economía se venían estrechando, lo que podría estar influyendo la velocidad a la que la inflación subyacente se está reduciendo, en el margen pareciera que dichas condiciones, salvo en el mercado laboral, han comenzado a revertirse moderadamente.

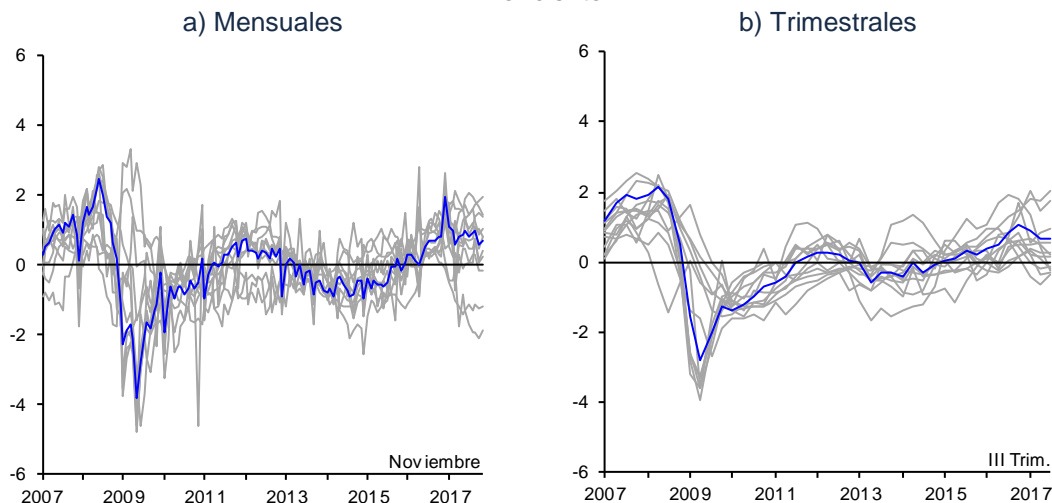
⁵³ La brecha del PIB que excluye el sector petrolero permite identificar de mejor manera el balance de oferta y demanda agregadas en la economía, toda vez que se basa en la consideración de que la pérdida de capacidad productiva de la industria petrolera que ha prevalecido por varios años es fundamentalmente una afectación por el lado de la oferta.

Gráfica 189
Estimación de la Brecha del Producto ^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.



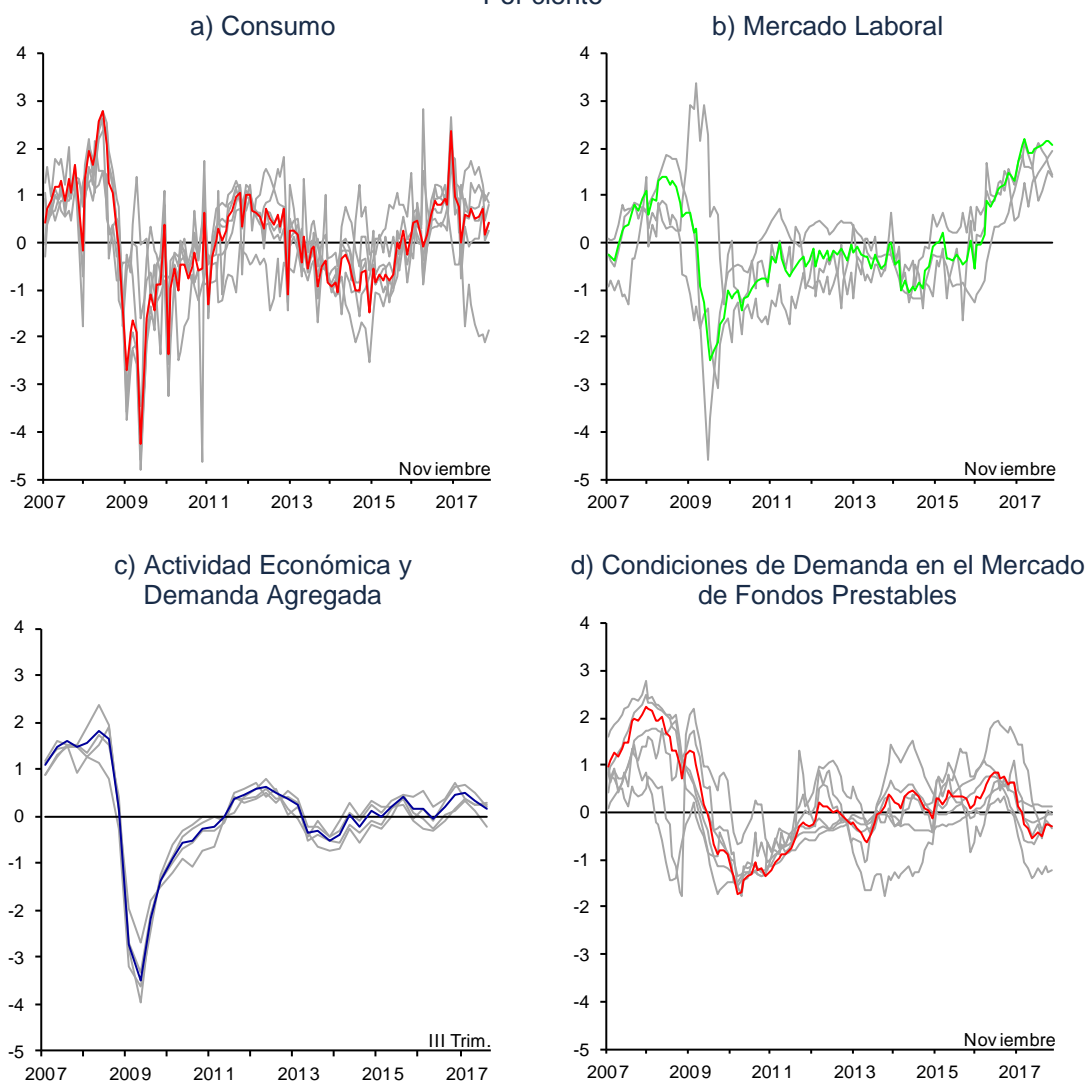
a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; véase Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, pág. 74.
 2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2017; cifra del IGAE a diciembre de 2017.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 4/ PIB sin extracción de petróleo y gas, sin servicios relacionados a la minería, y derivados del petróleo y carbón.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI.

Gráfica 190
Primer Componente Principal por Frecuencia de Indicadores ^{1/}
 Por ciento



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; véase Recuadro 11. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. El primer componente representa 51% y 58% de la variación conjunta de los indicadores mensuales y trimestrales, respectivamente. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.
 Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México.

Gráfica 191
Primer Componente Principal por Grupo de Indicadores ^{1/}
 Por ciento



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; véase Recuadro 11. Los índices de holgura relacionados con el consumo, mercado laboral, actividad económica y condiciones financieras se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 3, 4 y 6 indicadores, respectivamente. El primer componente principal representa 63%, 55%, 95% y 57% de la variación conjunta de los indicadores de consumo, mercado laboral, actividad económica y demanda agregada, y condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables, en el mismo orden. Los índices se basan en indicadores mensuales, con excepción del de actividad económica y demanda agregada, el cual utiliza indicadores trimestrales. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.
 Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México.

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2017

En 2017, la inflación estuvo influida de manera adversa por una serie de choques significativos, tanto externos como internos, que llevaron a que este indicador alcanzara al cierre del año niveles que no se habían registrado desde el año 2001. Estos choques se dieron en un entorno en el que, dadas las condiciones cíclicas de la economía, se podría dificultar su asimilación. Ello pone de manifiesto la importancia de que la política monetaria actúe para evitar que dichos choques den lugar a efectos de segundo orden y que se vean afectadas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. En particular, desde inicios del 2017 la inflación fue afectada por la depreciación de la moneda nacional y el aumento en su volatilidad, como resultado, en buena medida, de la incertidumbre respecto a la postura que tendría el nuevo gobierno de los Estados Unidos en la relación bilateral con nuestro país, así como por los aumentos en los precios de algunos energéticos derivados del proceso de su liberalización, como fue el caso de las gasolinas y el del gas L.P. Cabe señalar que en el caso de este último combustible, sus incrementos de precios no únicamente estuvieron relacionados a presiones de costos, sino también a aspectos relacionados con su estructura de mercado.⁵⁴ Adicionalmente, en la primera mitad del año se registraron aumentos en las tarifas de autotransporte en varias ciudades del país y alzas en los precios de algunos productos agropecuarios. De esta forma, la postura de política monetaria se fue modificando para permitir que el ajuste en precios relativos derivado de estos choques ocurriera de manera ordenada, sin efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. De este modo, a partir de septiembre de 2017 la inflación comenzaba a alcanzar cierto punto de inflexión a la baja, en parte como resultado de las acciones de política monetaria adoptadas hasta el momento.

No obstante, en los últimos meses del año pasado se registró una serie de choques adicionales que dio un nuevo impulso a la inflación. Así, la inflación general anual promedio aumentó de 6.48 a 6.59 por ciento entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017, ubicándose en diciembre en un nivel de 6.77 por ciento. Entre estos choques destacaron los aumentos en los precios de algunos energéticos, principalmente el gas L.P., y de ciertas frutas y verduras, asociados a factores climatológicos; una depreciación adicional de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad, derivados entre otros factores, de la incertidumbre asociada al proceso de renegociación del TLCAN, a la normalización de la política monetaria en Estados Unidos, a la aprobación de un plan fiscal en ese país, y a algunos elementos asociados al proceso electoral de México; y el efecto calendario de corto plazo del aumento al salario mínimo, que entró en vigor en diciembre en lugar de enero. Una buena parte del incremento en la inflación general al final del 2017 se explica por la dinámica que tuvo la inflación no subyacente anual, la cual entre los trimestres referidos pasó de un promedio de 11.51 a 12.00 por ciento, ubicándose en 12.62 por ciento en diciembre de 2017. En contraste, la inflación subyacente anual mostró una ligera tendencia a la baja, al situarse en promedio en 4.91 y 4.85 por ciento en los trimestres mencionados, respectivamente, y ubicarse en diciembre en 4.87 por ciento (Cuadro 7). Cabe señalar que, como se presentó en la Sección 2.2.4,

⁵⁴ Véase el Comunicado de Prensa COFECE-008-2018 de la Comisión Federal de Competencia Económica (COFECE) "COFECE investiga posible práctica monopólica absoluta en el mercado de gas L.P." emitido el 22 de febrero de 2018.

diversos indicadores sobre la fase del ciclo en la que se encuentra la economía mexicana, especialmente aquellos relacionados al mercado laboral y al consumo, apuntan a que las condiciones de holgura en la economía se han mantenido relativamente estrechas. Esto pudiera estar dificultando la asimilación de los choques que la han afectado, lo que podría estar influyendo en la velocidad a la que la inflación subyacente se está reduciendo.

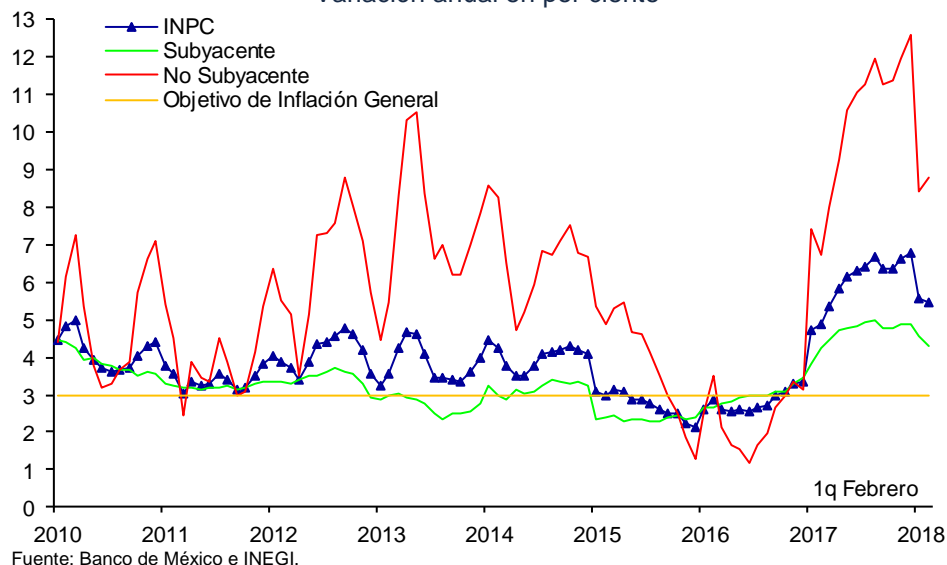
Cuadro 7
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

	2016	2017				2017	2018	
	IV	I	II	III	IV	Diciembre	Enero	1q Febrero
INPC	3.24	4.98	6.10	6.48	6.59	6.77	5.55	5.45
Subyacente	3.28	4.19	4.78	4.91	4.85	4.87	4.56	4.32
Mercancías	3.98	5.33	6.22	6.37	6.11	6.17	5.78	5.29
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.26	5.93	6.82	7.29	6.80	6.82	6.50	6.17
Mercancías No Alimenticias	3.75	4.83	5.73	5.60	5.53	5.62	5.17	4.56
Servicios	2.68	3.23	3.55	3.68	3.77	3.76	3.52	3.49
Vivienda	2.40	2.52	2.56	2.61	2.66	2.65	2.62	2.57
Educación (Colegiaturas)	4.26	4.37	4.39	4.56	4.74	4.74	4.69	4.80
Otros Servicios	2.50	3.62	4.34	4.53	4.63	4.63	4.09	4.04
No Subyacente	3.14	7.38	10.31	11.51	12.00	12.62	8.44	8.77
Agropecuarios	4.98	-0.20	6.39	12.07	8.99	9.75	10.76	10.45
Frutas y Verduras	8.32	-6.88	9.60	21.80	15.59	18.60	20.65	17.95
Pecuarios	3.09	4.02	4.54	6.50	5.06	4.50	5.14	6.33
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	2.00	12.28	12.90	11.14	13.92	14.44	7.10	7.82
Energéticos	1.75	16.85	15.72	13.68	17.03	17.69	7.00	8.14
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.48	3.91	7.99	6.82	8.20	8.36	7.31	7.15
Indicador de Media Truncada ^{1/}								
INPC	3.20	4.19	4.60	4.61	4.69	4.71	4.39	4.29
Subyacente	3.27	4.00	4.39	4.50	4.48	4.46	4.20	4.01

1/ Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 192
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Recuadro 12 La Inflación Subyacente Fundamental

1. Estimación de la Inflación Subyacente Fundamental

En este Recuadro se aplica una metodología similar a la que el Banco Central Europeo (BCE) utiliza para calcular un índice de precios que está incluso más asociado al ciclo económico que el subyacente, al incorporar únicamente los precios de los bienes y servicios cuyas variaciones se asocian de manera positiva y estadísticamente significativa con las condiciones de holgura en la economía.¹ El indicador de holgura que se utiliza en este análisis es el que se presentó en el Recuadro 11 de este Informe y que consiste en el primer componente principal de 11 series mensuales de holgura. Con esta medida de holgura se construye un indicador de precios que responde de manera más estrecha a cambios en la actividad económica que la inflación subyacente. Esta medida de inflación corresponde a la que el BCE denomina como inflación “supercore” y a la que el Banco de México se referirá como Inflación Subyacente Fundamental.

En particular, en este Recuadro se analiza el efecto de los cambios en las condiciones de holgura de la actividad económica sobre los movimientos de precios de cada genérico del componente subyacente de la inflación. Ello, con la finalidad de construir una medida de inflación que únicamente incluya aquellos genéricos de la inflación subyacente que se asocien de manera positiva y estadísticamente significativa con las condiciones de holgura y que, por ende, esté más fuertemente asociada a las fluctuaciones en la actividad económica, de modo que proporcione señales claras sobre un cambio de tendencia en la inflación como reflejo de las condiciones de holgura en la economía. No obstante, es importante señalar que este indicador no solo responde a cambios en las condiciones cíclicas de la economía, sino que también se ve afectado por otros choques que impactan al proceso inflacionario, como las fluctuaciones en el tipo de cambio, las variaciones en los precios de las materias primas y otros choques de oferta.

La característica principal de este índice de precios es que es más sensible a la fase del ciclo económico que la inflación subyacente, toda vez que solo incorpora aquellos bienes y servicios que responden de forma positiva y estadísticamente significativa a las variaciones en los niveles de holgura en la economía. Por lo tanto, su comparación con la inflación subyacente permite evaluar

de forma más precisa las consecuencias del referido ciclo sobre la inflación.

Para construir la Inflación Subyacente Fundamental, se estima la siguiente regresión para cada genérico i del índice subyacente para el periodo de enero de 2007 a noviembre de 2017:²

$$\pi_{i,t} = \alpha + \beta_{i,1}\pi_{i,t-1} + \beta_{i,2}E[\pi_{t+12}^{sub}] + \beta_{i,3}TC_t + \beta_{i,4}Slack_t + \beta_{i,5}PComm_t + \epsilon_{i,t}$$

donde:

$\pi_{i,t}$: es la variación anual del índice de precios del genérico i en el periodo t ,

$E[\pi_t^{sub}]$: son las expectativas de inflación subyacente a 12 meses de la “Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado” de Banco de México,

TC_t : es la variación anual del tipo de cambio en el periodo t ,

$PComm_t$: es la variación anual del índice de precios de las materias primas en el periodo t , y

$Slack_t$: es el primer componente principal de las 11 medidas de holgura referidas en el periodo t .

La selección de genéricos para la Inflación Subyacente Fundamental se basa en los resultados de estas regresiones. En particular, el índice se construye utilizando solo aquellos bienes y servicios para los cuales el coeficiente $\beta_{i,4}$ es positivo y estadísticamente significativo, con un nivel de confianza del 95 por ciento; es decir, se incluyen solo aquellos genéricos cuyas variaciones de precios están de manera positiva y estadísticamente significativa asociadas a las condiciones de holgura de la economía. Cabe señalar que estas variaciones de precios también están influidas por las fluctuaciones en el tipo de cambio y en los precios de las materias primas.

2. Resultados

Considerando los resultados de las regresiones, se obtiene que el indicador de la Inflación Subyacente Fundamental agrupa a 45 genéricos de la inflación subyacente, los cuales tienen una ponderación de 38 por ciento dentro del componente subyacente de la inflación y de 29 por ciento dentro de la inflación general.³ Los

¹ European Central Bank. Monthly Bulletin, September 2014.

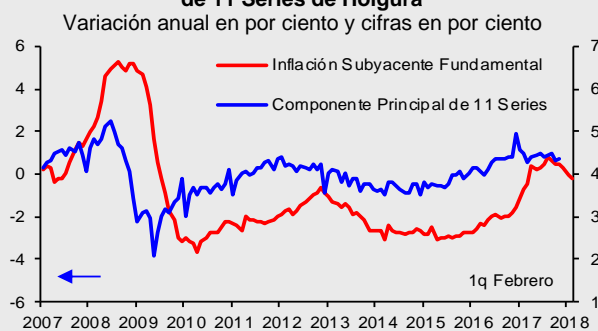
² Se toma este periodo de análisis debido a la disponibilidad de la serie de holgura de la actividad económica descrita en el Recuadro 11.

³ Las ponderaciones correspondientes en el indicador del BCE son 45 y 32 por ciento, respectivamente.

genéricos de la Inflación Subyacente Fundamental se presentan en el Cuadro 1.

En la Gráfica 1 se observa que los movimientos de la Inflación Subyacente Fundamental están asociados a las fluctuaciones del indicador de holgura. En particular, una disminución en la Inflación Subyacente Fundamental se asocia con condiciones de mayor holgura y vice-versa. De esta forma, la Inflación Subyacente Fundamental alcanzó a mediados de 2017 sus niveles más elevados desde junio de 2009, lo cual refleja, además de factores de oferta, la ausencia de holgura que presenta la economía. Más aún, los cambios en la medida de holgura parecen anticipar a los de la Inflación Subyacente Fundamental, registrándose una correlación máxima de 0.8 con un periodo de rezago de 10 meses.⁴

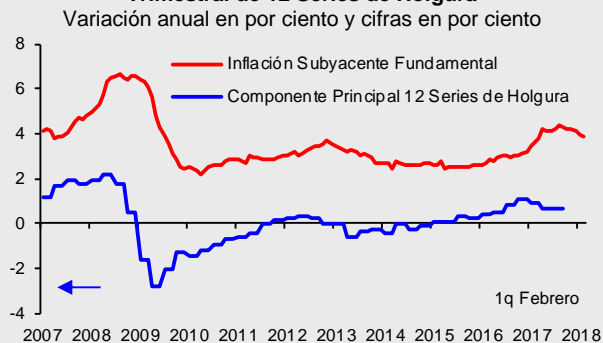
Gráfica 1
Inflación Subyacente Fundamental y Componente Principal de 11 Series de Holgura



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

Cabe señalar que la reciente disminución de la Inflación Subyacente Fundamental parecería asociarse con el hecho de que algunos componentes del indicador de holgura trimestral calculado en el Recuadro 11 parecen estar revirtiendo sus niveles hacia cero (Gráfica 2).

Gráfica 2
Inflación Subyacente Fundamental y Componente Principal Trimestral de 12 Series de Holgura



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI

Este resultado indicaría que, en el margen, ha comenzado a ceder el estrechamiento que había presentado la fase cíclica de la economía, lo que podría ser congruente con la reducción de la inflación subyacente.

Cuadro 1
Genéricos Seleccionados para la Construcción de la Inflación Subyacente Fundamental

Genéricos	Ponderador sobre la Inflación Subyacente Cifras en por ciento
Pan de caja	0.25
Pastelillos y pasteles a granel	0.06
Pasta para sopa	0.16
Tortillas de harina de trigo	0.12
Harinas de trigo	0.04
Arroz	0.19
Jamón	0.25
Leche pasteurizada y fresca	1.85
Leche en polvo	0.14
Leche evaporada, condensada y mat.	0.08
Queso fresco	0.29
Queso Oaxaca o asadero	0.24
Queso manchego o Chihuahua	0.11
Queso amarillo	0.03
Aceites y grasas vegetales comestibles	0.32
Frijol procesado	0.07
Verduras envasadas	0.08
Otras conservas de frutas	0.03
Agua embotellada	0.52
Mayonesa y mostaza	0.08
Concentrados de pollo y sal	0.06
Otros condimentos	0.03
Papas fritas y similares	0.10
Otros alimentos cocinados	1.22
Pollos rostizados	0.50
Otros licores	0.07
Renta de vivienda	4.37
Vivienda propia	18.27
Colchones	0.21
Ventiladores	0.07
Velas y veladoras	0.06
Suavizantes y limpiadores	0.67
Nutricionales	0.07
Atención médica durante el parto	0.17
Corte de cabello	0.54
Papel higiénico y pañuelos desechables	0.76
Aceites lubricantes	0.12
Acumuladores	0.04
Universidad	2.30
Primaria	1.20
Secundaria	0.86
Preescolar	0.48
Servicios turísticos en paquete	0.70
Periódicos	0.16
Revistas	0.05
Total	37.96

Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

⁴ Se realizaron pruebas de causalidad de Granger entre el indicador de la Inflación Subyacente Fundamental y el indicador de holgura. Los resultados

indican que la relación de causalidad va del indicador de holgura a la Inflación Subyacente Fundamental y no vice-versa.

3. Consideraciones Finales

En este Recuadro se estimó una medida de precios que responde de manera estrecha a los principales cambios en las condiciones de holgura de la actividad económica. En particular, para construir este subíndice de precios, al cual se le denominó Inflación Subyacente Fundamental, se consideraron solo aquellos genéricos del componente subyacente que tienen una relación positiva y estadísticamente significativa con la actividad económica.

Los resultados sugieren que los cambios en la actividad económica suelen anteceder los movimientos en los precios, en particular los de la Inflación Subyacente Fundamental. Este indicador se seguirá utilizando regularmente como complemento en el análisis de la inflación que lleva a cabo el Banco de México.

Referencias

European Central Bank. Monthly Bulletin, September 2014.

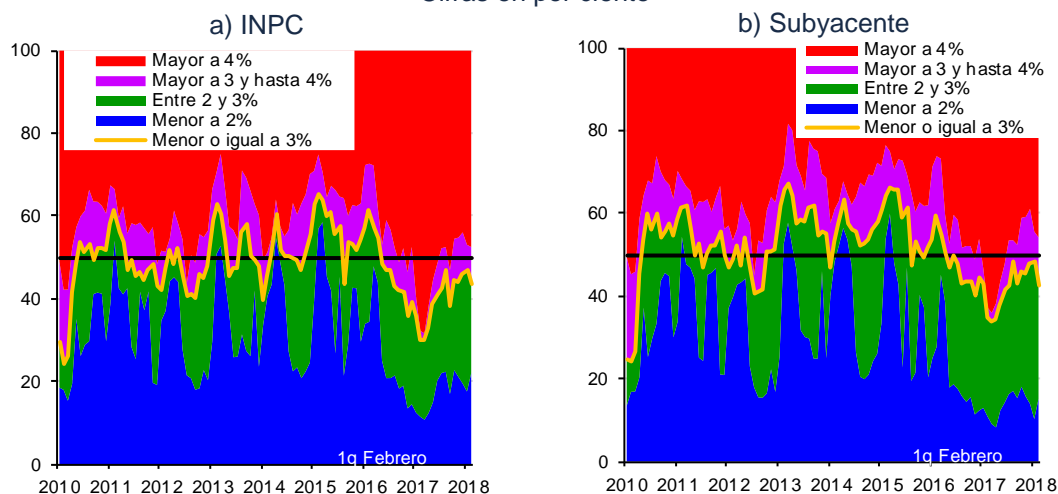
Como era anticipado, en enero de 2018 la inflación general anual presentó una reducción importante, derivada tanto del efecto aritmético asociado con el hecho de que en 2018 no se repitieron con igual magnitud los aumentos de precios de los energéticos que tuvieron lugar a principios de 2017, como de una disminución de la inflación subyacente, la cual refleja tanto la dilución de los efectos indirectos que los incrementos de precios de los energéticos habían tenido sobre las mercancías y los servicios, como cierto cambio en su tendencia desde finales de 2017. De esta forma, en enero la inflación general anual disminuyó a 5.55 por ciento, en tanto que la inflación subyacente anual alcanzó 4.56 por ciento y la no subyacente 8.44 por ciento. Por su parte, en la primera quincena de febrero la inflación general anual se ubicó en 5.45 por ciento, en tanto que la inflación subyacente y la no subyacente registraron niveles de 4.32 y 8.77 por ciento, respectivamente. Si bien la reducción que tuvo la inflación a inicios de 2018 fue importante, estuvo acotada porque se mantuvieron los incrementos de precios de algunos componentes de la inflación no subyacente observados desde finales del año previo. En particular, el comportamiento de este subíndice siguió viéndose afectado desfavorablemente en enero porque se mantuvieron elevados los incrementos de los precios del gas L.P. y de las gasolinas, así como por el hecho de que no se disiparon totalmente los aumentos en los precios de algunas frutas y verduras observados en los meses previos (Cuadro 7 y Gráfica 192).

Con el fin de ilustrar con mayor detalle la evolución que tanto en el margen, como en términos de sus tendencias, han tenido la inflación general y la subyacente, a continuación se analizan algunos indicadores que ofrecen información complementaria al respecto.

En primer lugar, se presenta la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), tanto general, como subyacente, que tiene variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de ciertos intervalos. Los intervalos definidos son: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2 por ciento; ii) entre 2 y 3 por ciento, iii) mayores a 3 por ciento y hasta 4 por ciento; y iv) mayores a 4 por ciento. Adicionalmente, se muestra el porcentaje de las canastas en dos categorías más: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3 por ciento, y la que presenta variaciones mensuales en sus precios mayores a 3 por ciento (Gráfica 193). Se observa que el porcentaje de la canasta, tanto del INPC, como del índice subyacente, con incrementos de precio menores a 3 por ciento ha tendido a aumentar en los últimos meses (áreas azul y verde, Gráfica 193). En particular, la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3 por ciento (área debajo

de la línea amarilla), fue 41 por ciento en el tercer trimestre de 2017 y 45 por ciento en el cuarto, ubicándose en 43 por ciento en la primera quincena de febrero de 2018. En el caso de la canasta del índice subyacente, las proporciones fueron 43, 46 y 46 por ciento, respectivamente.

Gráfica 193
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e.^{1/}
 Cifras en por ciento



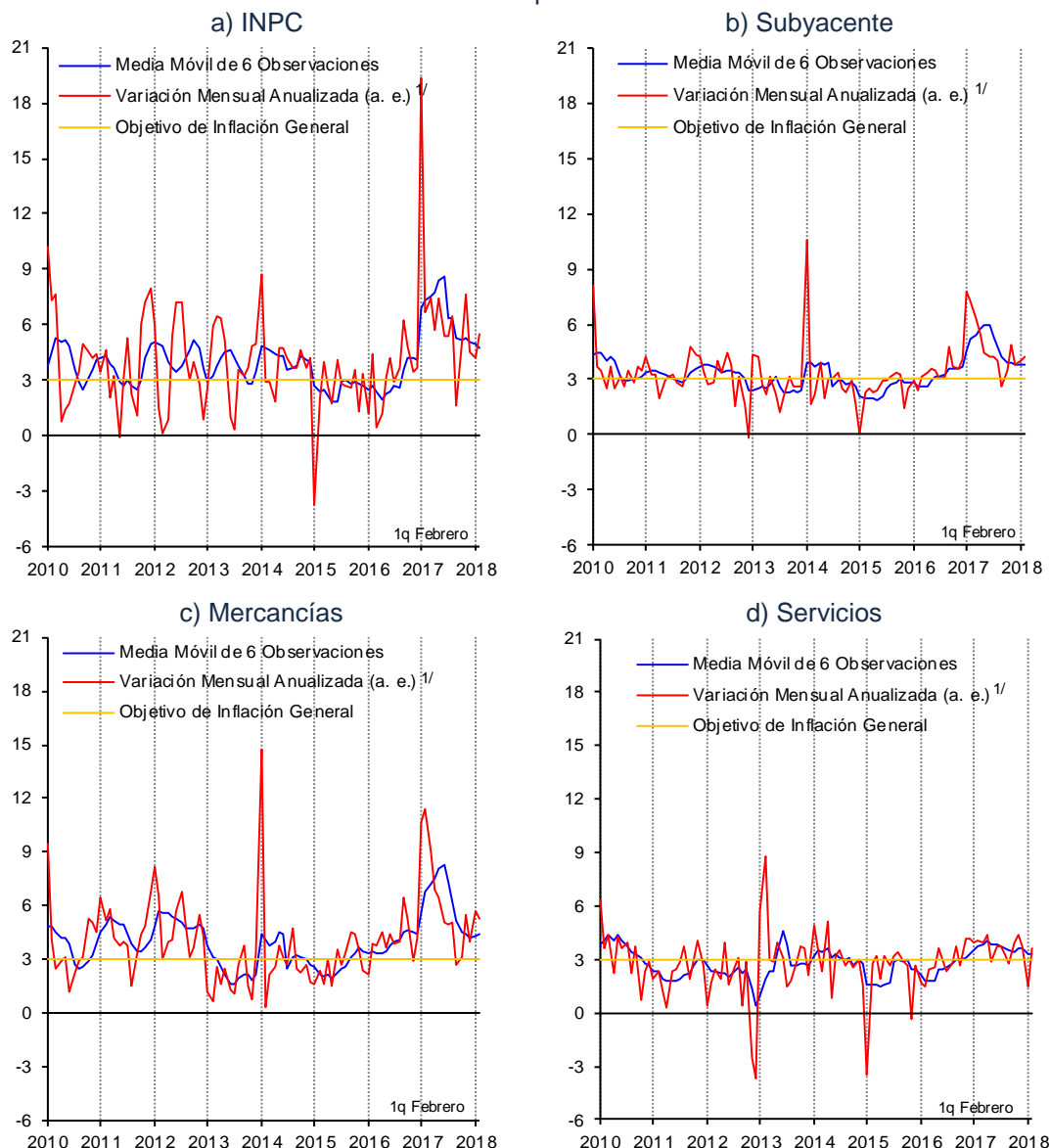
a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
 1/ Media móvil de 3 meses.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que respecta a la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas, tanto del índice general, como del subyacente, se aprecia que estas han descendido en el periodo de análisis, con un leve repunte en el margen. Más aún, la media móvil de seis observaciones de estos dos índices marca una tendencia descendente, si bien ligeramente más atenuada en el caso del índice subyacente, pero en ambos casos, dirigiéndose gradualmente al objetivo de 3.0 por ciento. Destaca que, mientras que las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de los servicios aumentaron en el margen, las de las mercancías presentaron una disminución. Asimismo, la medida de tendencia para el subíndice de precios de las mercancías muestra un ligero repunte, mientras que la de los servicios mantiene una trayectoria descendente (Gráfica 194).

Por su parte, una medida de tendencia de mediano plazo de la inflación, representada por el Indicador de Media Truncada, muestra que, en parte, los niveles que actualmente presenta la inflación general son producto del comportamiento de las variaciones especialmente elevadas de los precios de algunos bienes y servicios. Es decir, si se excluyen las variaciones extremas de precios, el nivel de inflación resultante es menor al observado. En efecto, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017, el Indicador de Media Truncada para la inflación general pasó de 4.61 a 4.69 por ciento, disminuyendo a 4.29 por ciento en la primera quincena de febrero de 2018. Estas cifras se comparan con la inflación observada, que registró niveles de 6.48, 6.59 y 5.45 por ciento, respectivamente. En cuanto a la inflación subyacente anual, el Indicador de Media Truncada se mantuvo relativamente estable entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017, al ubicarse en 4.50 y 4.48 por ciento, respectivamente, en tanto que en la primera quincena de febrero de 2018 disminuyó a 4.01 por ciento. Si bien la

diferencia con las cifras observadas no es tan amplia en comparación con la que se registra en el caso de la inflación general, la inflación subyacente truncada también ha sido inferior a la observada en los últimos meses (Gráfica 195 y Cuadro 7).

Gráfica 194
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento

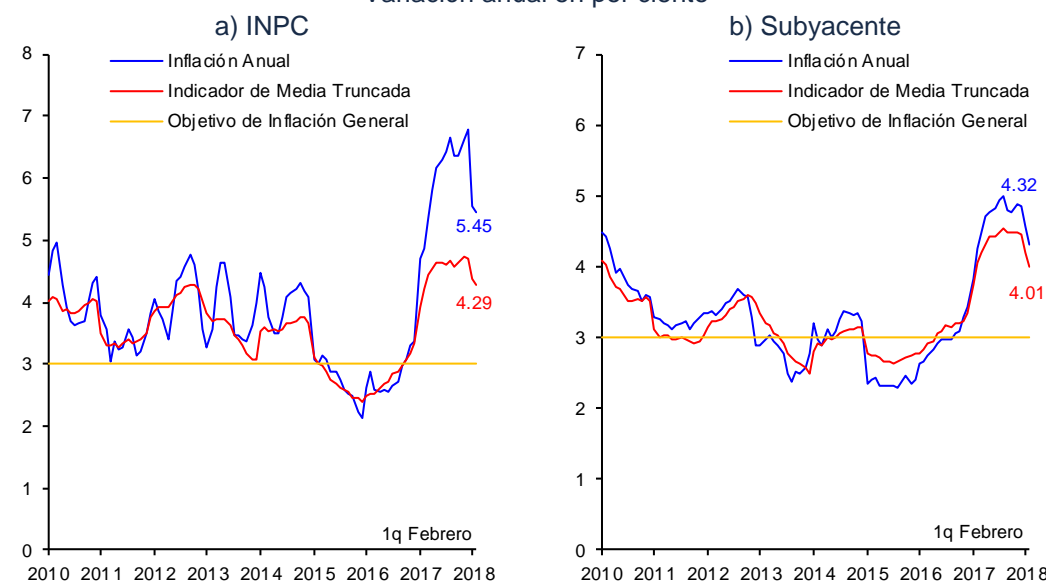


a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

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

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

Gráfica 195
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
 Variación anual en por ciento



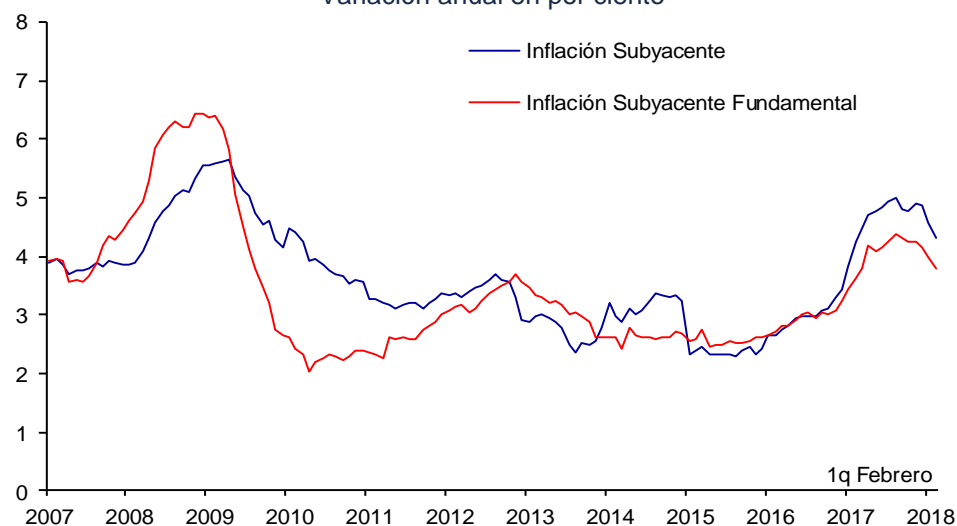
1/ El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del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

3.1.1. Inflación Subyacente

A continuación, se presenta la Inflación Subyacente Fundamental, la cual permite identificar de mejor manera las presiones que afectan a la inflación, especialmente las asociadas al comportamiento cíclico de la economía, si bien también considera presiones derivadas de otros factores, como pueden ser los efectos del tipo de cambio y otros choques. Dicho Índice se construye para que responda de manera más estrecha a los cambios en la actividad económica que la inflación subyacente (ver Recuadro 12). En particular, las fluctuaciones en las condiciones cíclicas de la economía suelen anteceder a los cambios de tendencia de este indicador. Cabe señalar que esta medida de inflación alcanzó a mediados de 2017 sus niveles más elevados desde junio de 2009 (Gráfica 196). Debido a que la Inflación Subyacente Fundamental refleja de mejor manera los efectos de la fase cíclica de la economía en la formación de precios, la tendencia que exhibió a inicios de 2017 sugiere que, en adición a factores de oferta y, en particular, el ajuste cambiario, la menor holgura en ciertos mercados, en específico en el laboral, podría haber dificultado la asimilación de los choques que han afectado a la inflación. No obstante, en los últimos meses esta medida de inflación ha mostrado una tendencia a la baja, lo cual es congruente con el comportamiento en el margen de los indicadores de holgura, cuyo estrechamiento parecería estar cediendo moderadamente (ver Sección 2.2.4).

Gráfica 196
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
 Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos propios con información de Banco de México e INEGI.

Como se mencionó, la inflación subyacente ha presentado una incipiente trayectoria descendente, aunque la velocidad a la que ha disminuido pudiera estar afectada por la posición cíclica de la economía. No obstante, si bien la inflación ha estado sujeta a diversos choques, tales como el aumento en los precios de los energéticos, la depreciación del tipo de cambio y los incrementos en los precios de algunos productos agropecuarios, no parecen haberse generado hasta el momento efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. En particular, el aumento del subíndice de precios de las mercancías se explica tanto por el ajuste en precios relativos derivado de la depreciación del tipo de cambio, siendo esto natural ya que son bienes comerciables internacionalmente, como por los efectos indirectos generados por el aumento en los precios de los energéticos y en los de los productos agropecuarios. En cuanto a los precios de los servicios, estos también han aumentado, si bien a una menor tasa que la de los precios de las mercancías. En particular, su evolución ha sido congruente con el aumento en los costos de sus insumos, lo que sugiere que no se han presentado efectos de segundo orden. Esto se confirma si se separan aquellos servicios que sí responden al tipo de cambio, como el transporte aéreo, los servicios turísticos en paquete y el autobús foráneo, del resto. En particular, se encuentra que la dinámica de precios de los servicios destinados al mercado interno ha estado estrechamente asociada a la de sus costos.⁵⁵

En el comportamiento de la inflación subyacente y, en particular, de la brecha acumulada entre la variación de los precios de las mercancías y la de los servicios, esta muestra el importante ajuste de precios relativos derivado de la depreciación que ha registrado el tipo de cambio real en los últimos años y durante el periodo que se reporta. En específico, destaca lo siguiente:

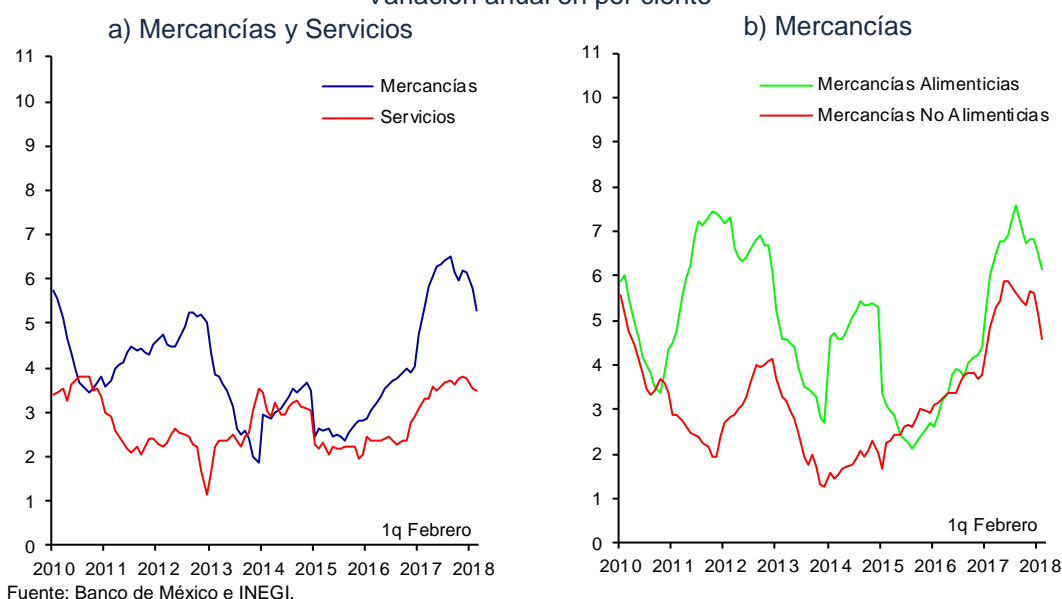
- i. Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017, la variación anual promedio del subíndice de precios de las mercancías pasó de 6.37 a 6.11 por

⁵⁵ Lo anterior se desprende de una actualización al ejercicio presentado en el Recuadro 1 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2016, “Efectos Indirectos de los Incrementos en los Precios de los Energéticos sobre el Proceso de Formación de Precios de la Economía Mexicana”.

ciento, y se ubicó en 5.78 por ciento en enero de 2018 y en 5.29 por ciento en la primera quincena de febrero. Tanto el subíndice de precios de las mercancías alimenticias, como el de las no alimenticias, mostraron una tendencia decreciente en el periodo que se reporta. En efecto, el primer rubro redujo su variación anual promedio de 7.29 a 6.80 por ciento entre los trimestres mencionados, registrando 6.50 por ciento en enero de 2018 y 6.17 por ciento en la primera quincena de febrero. Por su parte, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017 la variación anual promedio de las mercancías no alimenticias disminuyó de 5.60 a 5.53 por ciento. En enero de 2018 su variación anual se ubicó en 5.17 por ciento y en 4.56 por ciento en la primera quincena de febrero (Gráfica 197a y Gráfica 197b).

ii. Por su parte, si bien la variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios exhibió cierta tendencia al alza hacia finales de 2017, en enero y en la primera quincena de febrero volvió a mostrar una reducción. En particular, su variación pasó de 3.68 por ciento en el tercer trimestre de 2017 a 3.77 por ciento en el cuarto trimestre, y disminuyó a 3.52 por ciento en enero y a 3.49 por ciento en la primera quincena de febrero. Una parte importante del comportamiento de estos precios en el último trimestre de 2017 se explica por un efecto aritmético en el rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, debido a que no se repitieron las reducciones en las tarifas de telefonía móvil registradas en el mismo periodo del año previo, así como a incrementos de precios en algunos servicios de alimentación (Gráfica 197a). Por su parte, las menores tasas de crecimiento que ha venido exhibiendo el subíndice de precios de los servicios a principios de 2018 también reflejan el desvanecimiento de los efectos indirectos que los incrementos en las cotizaciones de algunos insumos, en particular, los de los energéticos, habían tenido sobre los precios de los servicios el año anterior.

Gráfica 197
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento

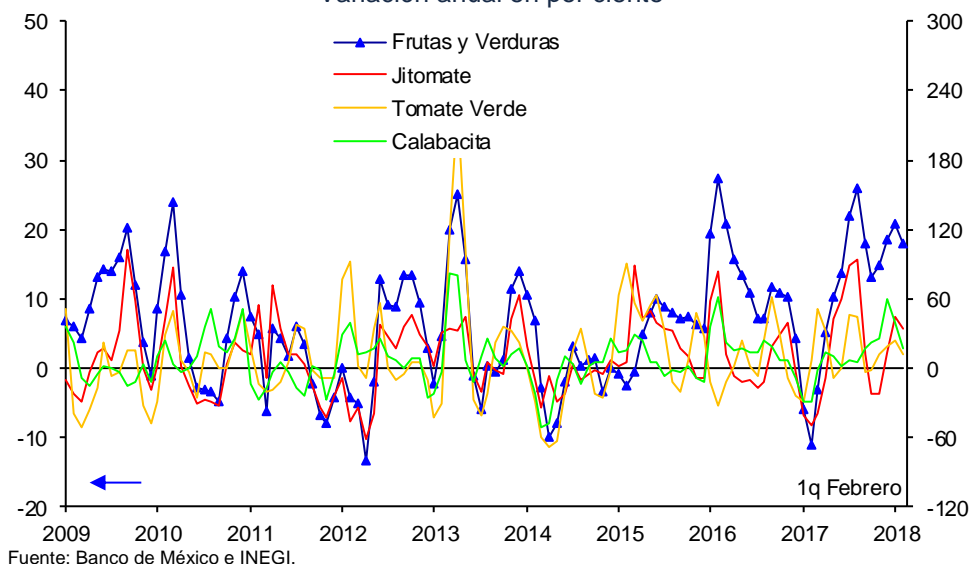


3.1.2. Inflación No Subyacente

En cuanto al comportamiento de la inflación no subyacente destaca:

- i. Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017, la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó de 12.07 a 8.99 por ciento. No obstante este resultado, hacia finales de 2017 comenzó a ser notorio el aumento en los precios de algunas frutas y verduras con elevada ponderación dentro del INPC, como lo son el jitomate, la calabacita, el tomate verde y la cebolla, entre otras. Ello fue reflejo de condiciones climatológicas adversas, tanto en México como en Estados Unidos, este último afectado por huracanes en ciertas regiones, lo cual redujo el abasto de estos bienes. En particular, el precio del jitomate pasó de una variación anual de 13.26 por ciento en diciembre de 2017 a 43.56 por ciento en enero de 2018 y a 33.89 por ciento en la primera quincena de febrero. Como resultado de ello, entre noviembre y diciembre de 2017 la variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios aumentó de 8.84 a 9.75 por ciento, ubicándose en 10.76 por ciento en enero y en 10.45 por ciento en la primera quincena de febrero. A su interior, el de las frutas y verduras pasó de 14.91 a 18.60 entre noviembre y diciembre de 2017, registrando 20.65 y 17.95 por ciento en enero de 2018 y en la primera quincena de febrero, respectivamente (Gráfica 198).

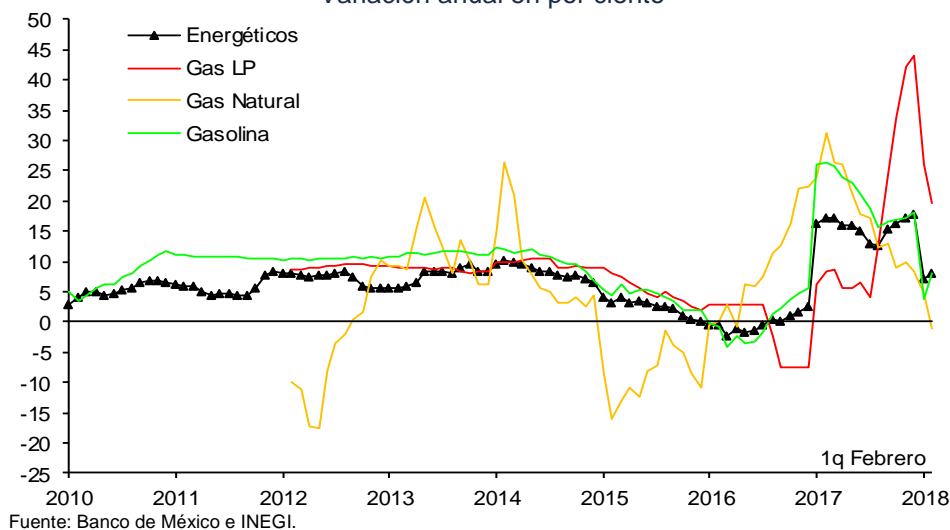
Gráfica 198
Índice de Precios de Frutas y Verduras Seleccionados
 Variación anual en por ciento



- ii. El incremento anual promedio del subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno aumentó de 11.14 por ciento en el tercer trimestre de 2017 a 13.92 por ciento en el cuarto. En particular, el rubro de energéticos tuvo variaciones anuales promedio de 13.68 y 17.03 por ciento en los mismos periodos. Lo anterior se debió en buena medida a los aumentos de precio que tuvo el gas L.P. desde mediados del tercer trimestre, asociados a los bajos inventarios internacionales y a las afectaciones que el huracán Harvey causó en la oferta proveniente de

Estados Unidos. Así, el aumento anual promedio de este energético pasó de 13.36 por ciento en el tercer trimestre de 2017 a 39.93 por ciento en el cuarto. En enero de 2018, la variación anual del rubro de los energéticos fue considerablemente más moderada, al ubicarse en 7.00 por ciento, mientras que en la primera quincena de febrero fue 8.14 por ciento. No obstante, la variación anual del precio del gas L.P. permaneció elevada, al situarse en 25.90 por ciento en enero y en 19.66 por ciento en la primera quincena de febrero. Esto contribuyó a acotar la disminución de la inflación no subyacente en esos periodos (Gráfica 199).

Gráfica 199
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



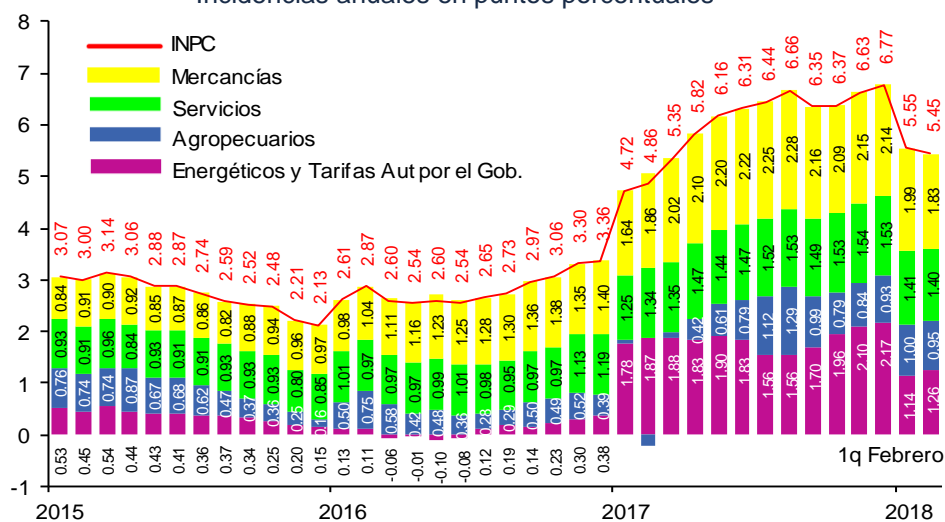
Profundizando en lo anterior:

- En el cuarto trimestre de 2017, la variación mensual promedio de las gasolinas fue 0.77 por ciento, mientras que en el tercero fue 0.44 por ciento. Este aumento estuvo asociado a la depreciación adicional que experimentó la moneda nacional en el último trimestre de 2017, así como a los aumentos en las referencias internacionales de ese combustible. En enero de 2018, estos factores afectaron más notablemente la variación del precio de las gasolinas, que se ubicó en 3.11 por ciento en su variación mensual, mientras que en la primera quincena de febrero su variación fue 2.50 por ciento. Cabe recordar que el 30 de noviembre de 2017 entró en vigor la cuarta y última etapa del programa de liberalización de los precios de las gasolinas, con lo que a partir de esa fecha dichos precios se encuentran liberalizados en todos los estados del país.
- El precio del gas natural, determinado en función de sus referencias internacionales, pasó de un incremento mensual promedio de 0.85 por ciento en el tercer trimestre de 2017, a 0.02 por ciento en el cuarto, registrando una variación mensual de 0.01 por ciento en enero de 2018 y un nulo aumento en la primera quincena de febrero.

- En el caso de las tarifas eléctricas para el sector doméstico de bajo consumo, estas han permanecido sin cambio desde la reducción de 2 por ciento que tuvo lugar a inicios de 2016. Las tarifas domésticas de alto consumo (DAC), por su parte, varían en función de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. De esta forma, en octubre, noviembre y diciembre de 2017, las tarifas DAC tuvieron incrementos mensuales de 0.6, 1.5 y 0.9 por ciento, respectivamente. Las variaciones mensuales de estas tarifas en enero y febrero de 2018 fueron 2.9 y 1.5 por ciento.
- Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017, la tasa de crecimiento anual promedio de los precios del rubro de tarifas autorizadas por el gobierno pasó de 6.82 a 8.20 por ciento. Debe recordarse que en septiembre, a raíz del sismo del día 19, se otorgó gratuidad temporal en los servicios del Metro, autobús urbano y estacionamientos en la Ciudad de México, además de algunas autopistas a nivel nacional, lo cual influyó en las menores variaciones anuales del tercer trimestre. En enero de 2018, la variación anual de este rubro disminuyó a 7.31 por ciento y a 7.15 por ciento en la primera quincena de febrero.

En este contexto, como consecuencia de los choques no previstos en los precios de algunos energéticos, principalmente el gas L.P., y de ciertas frutas y verduras, la incidencia de la inflación no subyacente a la inflación general fue en aumento a lo largo del cuarto trimestre, con mayores contribuciones tanto del rubro de los agropecuarios, como de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno. No obstante, como se mencionó, desde enero de 2018 la inflación anual medida ya no contiene el efecto de los aumentos de los precios de los energéticos registrados en el mismo periodo del año anterior, lo que contribuyó a reducir la incidencia de la inflación no subyacente a la inflación general (Gráfica 200).

Gráfica 200
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}

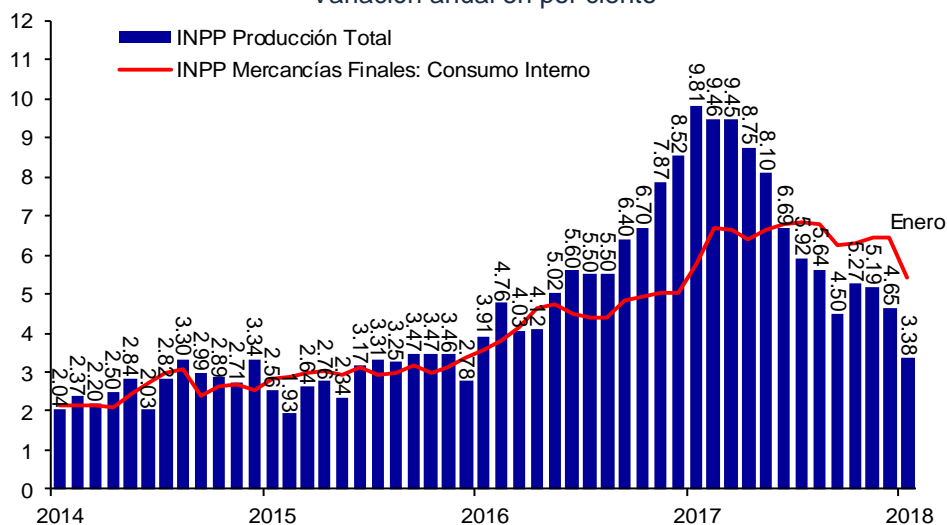


^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo. Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

3.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En lo que se refiere al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, al igual que en el trimestre anterior, su variación anual promedio entre el tercer y el cuarto trimestre de 2017 se redujo, con lo cual su tasa de crecimiento pasó de 5.35 a 5.03 por ciento, ubicándose en 3.38 por ciento en enero de 2018 (Gráfica 201). De los componentes del INPP, el de bienes intermedios fue el que mostró la mayor contribución a la baja entre los trimestres que se analizan, al disminuir su variación de 6.63 a 5.82 por ciento, ubicándose en 3.89 por ciento en enero de 2018. Por su parte, los precios de bienes finales también mostraron una reducción en su tasa de variación anual, al pasar de 4.80 a 4.69 por ciento del tercer al cuarto trimestre, ubicándose en 3.16 por ciento en enero de 2018. Al interior de este, el subíndice de precios de las mercancías finales para consumo interno continuó disminuyendo (6.62 y 6.40 por ciento en el tercer y cuarto trimestre de 2017, respectivamente, al tiempo que en enero de 2018 se ubicó en 5.44 por ciento), siendo esta agrupación del INPP la que tiene mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el índice subyacente.⁵⁶

Gráfica 201
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.

⁵⁶ Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril – Junio 2016, “¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP?”.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno de este Instituto Central da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, incluyendo el balance de riesgos para estos. Hacia adelante, la Junta ha destacado que continuará vigilando el traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Asimismo, ante la presencia de riesgos que, por su naturaleza, impliquen un elevado grado de incertidumbre respecto a sus consecuencias para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se adecúa de manera oportuna y firme. Con ello, se contribuye al anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se propicia la convergencia de la inflación a su meta (ver Recuadro 13).

Así, si bien con el fin de hacer frente al complejo entorno que caracterizaba a la economía y las consecuencias que ello tuvo sobre la inflación, durante los primeros seis meses de 2017 la Junta de Gobierno del Banco de México incrementó la tasa de referencia en 125 puntos base, hasta alcanzar un nivel de 7 por ciento en junio de 2017, de julio a noviembre de 2017 el Banco de México mantuvo sin cambios el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. No obstante, ante los choques adicionales que afectaron a la inflación a finales de 2017, y con el objeto de mantener una postura monetaria que evitara efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios y reforzara la tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta, en las reuniones de diciembre de 2017 y de febrero de 2018 la Junta de Gobierno decidió aumentar la tasa objetivo en 25 puntos base en cada una de ellas, llevándola a un nivel de 7.50 por ciento. En su última decisión de política monetaria, la Junta de Gobierno consideró que las condiciones de holgura en la economía se han venido estrechando, lo cual podría dificultar la asimilación de los choques que han afectado a la inflación e influir en la velocidad a la que la inflación subyacente se está reduciendo, y las condiciones monetarias más restrictivas que se prevén en la economía estadounidense (Gráfica 202a). Cabe señalar que las tasas de interés se han incrementado a un nivel real ex-ante cercano al 3.5 por ciento (Gráfica 202b). Para poner ese nivel en perspectiva, considérese que el rango estimado para la tasa neutral de corto plazo es de 1.7 a 3.3 por ciento, con un punto medio de 2.5 por ciento.⁵⁷

⁵⁷ Para una descripción de la estimación de la tasa de interés neutral de corto plazo, ver el Recuadro "Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México" en el Informe Trimestral Julio - Septiembre 2016.

Recuadro 13

Régimen de Objetivos de Inflación y el Papel de los Pronósticos

1. Introducción

Con el propósito de cumplir con su mandato Constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, el Banco de México adoptó desde 2001 un régimen de objetivos de inflación como marco para la conducción de la política monetaria, estableciendo una meta explícita de inflación anual de 3 por ciento sobre el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en 2003.¹ Considerando que existe una amplia gama de factores fuera del control de la autoridad monetaria que en el corto plazo pueden incidir sobre el comportamiento de la inflación, este Banco Central estableció un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo antes referido. Como ha sido ampliamente documentado, este régimen se caracteriza, en adición al compromiso institucional para alcanzar una meta explícita de inflación, por la implementación de la política monetaria en un marco de transparencia y bajo el principio de una clara comunicación con el público. Considerando lo anterior, y dado que la política monetaria tiene efectos sobre la inflación a través de los distintos canales de transmisión con rezagos, en la práctica el régimen de objetivos de inflación proyecta la trayectoria futura de la inflación en el horizonte en el que opera la política monetaria, y así lo comunica al público. Esto, evidentemente, se deriva del hecho de que las acciones de política monetaria precisamente buscan que la postura monetaria sea tal que se logre la trayectoria pronosticada para la inflación en el horizonte en que operan dichas acciones. En este Recuadro se detallarán las principales características del régimen de objetivos de inflación, destacando el papel de los pronósticos, así como el contexto en el cual la política monetaria en México ha venido y continuará operando bajo este esquema.

2. El Esquema de Objetivos de Inflación

Bajo un esquema de objetivos de inflación, la prioridad de un banco central es alcanzar una meta cuantitativa de inflación. Para poder instrumentar las medidas congruentes con la convergencia de la inflación a su meta, resulta relevante que el banco central evalúe, entre otros factores, el origen de las presiones inflacionarias como parte de su proceso de toma de decisiones. En particular, cuando la inflación se ve presionada de manera sostenida por el lado de la demanda, generándose desviaciones de la misma de su meta, se considera apropiado que el banco central actúe para frenar dichas presiones. Por otra parte, cuando surgen choques de oferta que reflejan un ajuste en precios relativos, y que

por lo general provocan desviaciones transitorias de la inflación respecto a su meta, no es recomendable que la autoridad monetaria intente contrarrestar en el muy corto plazo dichas presiones, induciendo reducciones en otros precios a través de incrementos en tasas, dados los costos de dicha estrategia y considerando que el impacto en la inflación de estos choques tiende a ser transitorio. No obstante, en casos en los que dichos choques fuesen de magnitud tal que pudiesen contaminar las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, es relevante evaluar la pertinencia de que el banco central actúe para evitar poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación.

En adición a la identificación del origen de las presiones inflacionarias, un banco central lleva a cabo una evaluación cuidadosa y detallada de la coyuntura económica, de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como de las perspectivas de las mismas en el horizonte en el que opera la política monetaria. Adicionalmente, toma sus decisiones considerando el nivel de inflación y la evolución de la misma respecto a sus proyecciones, además de las expectativas de inflación, especialmente las de mediano y largo plazo. Esto permite identificar cuándo, por diversos factores, se pueden llegar a observar desviaciones respecto a la trayectoria de convergencia prevista que impliquen, según el tipo de choque inflacionario que se enfrente y el riesgo que implique para las expectativas de inflación, la necesidad de ajustar la política monetaria. Así, como ya se dijo, considerando que la inflación se puede desviar de manera temporal de su meta ante la presencia de choques transitorios, y que la política monetaria influye sobre la inflación con cierto rezago, el compromiso del banco central es que la inflación se comporte de conformidad con sus proyecciones en el horizonte en que opera la política monetaria. De esta manera, las proyecciones de inflación del banco central son una referencia explícita, la cual es fácil de observar y de evaluar por el público, por lo que puede facilitar la comunicación del banco central y mejorar la comprensión sobre el alcance de la política monetaria.² En este contexto, la tasa de referencia se establece de forma tal que permita lograr el pronóstico de inflación en el periodo en el que opera la política monetaria. Así, entre otros factores, sus modificaciones pueden responder a eventos que conduzcan a que la inflación observada se desvíe de la trayectoria pronosticada.

¹ Ver el Programa Monetario 2018 y el Recuadro 2 "Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México" del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016.

² Svensson (1997), Clinton et. al. (2015).

En el caso particular de México, la Junta de Gobierno del Banco Central evalúa las perspectivas para la inflación y otras variables macroeconómicas y las publica de manera regular. Dichas proyecciones consideran en cada momento una política monetaria congruente con el objetivo de inflación. En este contexto, se evalúa si las desviaciones de la inflación respecto a sus pronósticos justifican ajustes en la política monetaria. En ello se incorpora toda la información disponible, incluyendo el comportamiento de las expectativas de inflación, la visión del Banco Central sobre el mecanismo de transmisión de la política monetaria, así como el horizonte en el que esta opera, que en México se ha estimado que es de entre 4 y 6 trimestres.³ Es decir, en sus decisiones de política monetaria, la Junta de Gobierno de Banco de México considera, entre otros factores, la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, especialmente para los próximos 4 a 6 trimestres.

Así, la implementación del esquema de objetivos de inflación se caracteriza por contar con una serie de condiciones e instrumentos entre los que destacan los siguientes:⁴ i) la definición de un objetivo inflacionario; ii) la estimación y publicación periódica de pronósticos de inflación, condicionales a la información disponible, los cuales son un insumo crucial para la decisión de política monetaria; iii) un balance de riesgos en relación con dichos pronósticos de inflación; y, iv) un énfasis en la incertidumbre asociada a los mismos, en muchos casos a través de gráficas de abanico.

3. Conducción de la Política Monetaria en México en los últimos años

En la literatura se ha enfatizado la relevancia de contar con una estrategia de comunicación transparente que permita comunicar al público todos los elementos que considera en cada decisión de política monetaria, incluyendo precisamente las desviaciones de la inflación respecto a su meta, sus proyecciones de inflación y el balance de riesgos asociado a las mismas.⁵

En este sentido, en adición a la autonomía del Banco Central, el régimen de flotación cambiaria y la ausencia de dominancia fiscal, un elemento esencial para la efectividad del régimen de objetivos de inflación en México ha sido la instrumentación de una política de transparencia, de comunicación constante y rendición de cuentas con el público. En la medida en que un Banco Central goce de credibilidad y los agentes económicos tengan confianza en que este ajustará su postura monetaria ante choques que pudieran desviar de manera sostenida a la inflación de su objetivo, las expectativas de inflación suelen estar mejor ancladas a dicho objetivo, generando importantes ganancias en eficiencia para la

autoridad monetaria en el proceso de convergencia a la meta de inflación.

Reconociendo la importancia de todos los elementos señalados para la efectividad de la política monetaria, el Banco de México ha buscado mejorar su estrategia de comunicación con el público. Entre dichos esfuerzos destaca la publicación de pronósticos de variables macroeconómicas junto con los elementos en el balance de riesgos que pudieran afectar su trayectoria hacia adelante. Adicionalmente, para ilustrar la probabilidad de ocurrencia de diferentes escenarios respecto a las variables pronosticadas, que refleja la incertidumbre asociada a su predicción, a partir del Informe Trimestral Julio - Septiembre de 2011, la Junta de Gobierno decidió publicar sus pronósticos de inflación y otras variables macroeconómicas mediante el uso de gráficas de abanico. Posteriormente, a partir del Informe Trimestral Abril - Junio de 2017, esta decidió añadir en dichas gráficas la proyección central del Informe correspondiente y la del Informe previo. La Junta de Gobierno consideró que esta modificación contribuirá a reforzar el papel del Banco Central en la formación de expectativas, lo que a su vez fortalecerá aún más el canal de expectativas de inflación en el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ello, ya que le permitirá explicar al público de manera más detallada sus pronósticos, los riesgos asociados a los mismos y sus posibles actualizaciones.

En este mismo contexto, a partir de este Informe se darán a conocer los pronósticos trimestrales promedio puntuales para la inflación. En particular, se publicará el vector correspondiente a las proyecciones centrales de inflación, así como las correspondientes para el Informe previo. Estos pronósticos cubrirán 8 trimestres a partir del trimestre reportado en cada Informe.

Referencias

- Banco de México. (2016) Recuadro 2 “Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México”. Informe Trimestral Enero - Marzo 2016.
- Banco de México (2018). Programa Monetario 2018.
- Carare A. y Stone M. (2003) Inflation Targeting Regimes IMF working papers. WP/03/09.
- Clinton, Kevin, Freedman, Charles, Juillard, Michel, Kamenik, Ondra, Laxton, Douglas y Wang, Hou. (2007) “Inflation-Forecast Targeting: Applying the Principle of Transparency” IMF, Working Paper 15/132.
- Svensson, Lars E. O. 1997. “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targeting.” *European Economic Review*, 41(6): 1111–46.
- Woodford, Michael (2007). “The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy” *Journal of Economic Perspectives*. Volume 21, Number 4. Fall 2007.

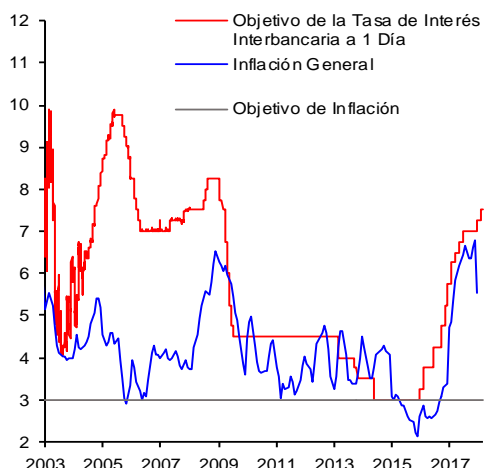
³ Ver el Recuadro 2 “Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016.

⁴ Clinton et al. (2015), Svensson (1997), Woodford (2007).

⁵ Clinton et al. (2015).

Gráfica 202
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día, Inflación General y Tasa Real Ex Ante
 Por ciento anual

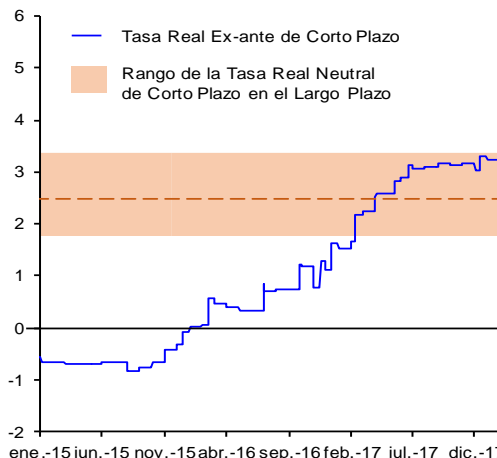
a) Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General ^{1/}



1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a enero.

Fuente: Banco de México.

b) Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo ^{1/}



1/ La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México. La línea punteada corresponde al punto medio del rango.

Fuente: Banco de México.

Tomando en consideración el horizonte en el que opera la política monetaria, en las acciones tomadas durante el periodo que se reporta influyeron: i) el desempeño de la inflación respecto a la trayectoria prevista; ii) el comportamiento de los principales determinantes de la inflación; y, iii) la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo.

En cuanto a la evolución de la inflación respecto a sus proyecciones, con la información disponible al momento de la publicación del Informe Trimestral Julio - Septiembre de 2017 se anticipaba que la inflación general anual en 2017 continuaría la tendencia a la baja y que esa trayectoria se acentuaría durante 2018, alcanzando un nivel cercano a 3 por ciento hacia finales del año. No obstante, ante la presencia de choques adicionales no previstos a finales del año, la inflación aumentó y cerró 2017 en 6.77 por ciento. Así, esta trayectoria de inflación fue mayor a lo anticipado en el Informe referido. Posteriormente, si bien a inicios de 2018 la inflación registró una reducción significativa, el comportamiento de la inflación no subyacente siguió resintiéndose los efectos de los choques que la afectaron al cierre de 2017, con lo cual dicha reducción fue menor a la anticipada. Como resultado de estos choques, se retrasó la trayectoria con la que se estima que la inflación general anual convergería al objetivo de 3.0 por ciento. En efecto, si bien en el Informe previo se esperaba que ello se alcanzaría al cierre de 2018, como resultado de lo anterior ahora se estima que esta alcance esos niveles en el primer trimestre de 2019 (ver Gráfica 206 en Sección 5). Por lo que se refiere a la trayectoria esperada para la inflación subyacente, se prevé que continúe descendiendo gradualmente y alcance niveles cercanos a 3.0 por ciento en el primer trimestre de 2019, para consolidarse en dicho nivel durante el año. En este sentido, la trayectoria de la inflación subyacente tuvo ajustes menores respecto a

lo anticipado en el Informe anterior (ver Gráfica 207 en Sección 5). El retraso en la convergencia de la inflación a su meta fue uno de los elementos considerados en la decisión de la Junta de Gobierno tomada en la reunión de febrero. De hecho, el ajuste a la tasa de referencia llevado a cabo en la decisión de ese mes conduce a que, a pesar de los choques que impactaron a la inflación a finales del 2017 e inicios del año presente, se prevea la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria. A su vez, las nuevas previsiones toman en cuenta los efectos de las acciones de política monetaria que se han implementado, las cuales operan con cierto rezago sobre la inflación.

Con respecto a los determinantes de la inflación destaca el referente al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios. Al respecto, cabe recordar que los movimientos del tipo de cambio real son un mecanismo de ajuste natural de la economía ante distintas perturbaciones, y que conducen a cambios en los precios relativos de las mercancías respecto a los servicios. En este contexto, el papel de la autoridad monetaria es que dichos ajustes se den de manera ordenada, sin generar efectos de segundo orden en la inflación. Durante el periodo que cubre este Informe la cotización del peso mexicano frente al dólar estadounidense registró una depreciación y un incremento importante en su volatilidad, si bien a partir de enero de 2018 se observó cierta reversión en esta tendencia.

- i. Entre los factores que presionaron al tipo de cambio hacia el cierre del 2017, destaca la incertidumbre que prevalecía relativa a: i) los procesos de normalización de la política monetaria en Estados Unidos y de aprobación del estímulo fiscal en dicho país, así como su ratificación final en diciembre del año pasado; ii) la renegociación del TLCAN, y iii) algunos eventos relacionados con el proceso electoral en México. Así, la cotización de la moneda nacional se ubicó en un rango de entre 18.00 y 19.70 pesos por dólar entre finales de septiembre y finales de diciembre de 2017. Sin embargo, desde principios de enero el peso ha mostrado una ligera apreciación, para ubicarse en niveles alrededor de 18.6 pesos por dólar a finales de febrero (Gráfica 203a y Gráfica 203b). Ello está asociado, entre otros factores, a las acciones de política monetaria adoptadas por este Instituto Central, así como a cierta mejora en el ambiente de negociaciones del TLCAN y a la debilidad generalizada del dólar. En este contexto, las expectativas para el tipo de cambio al cierre de 2018 y 2019 extraídas de encuestas han estado influidas considerablemente por su cotización más reciente, ajustándose de septiembre a enero de 18.21 a 19.04 pesos por dólar para 2018, y de 18.01 a 18.61 pesos por dólar para 2019.
- ii. Ante la presencia de episodios que afectaron la liquidez en el mercado cambiario e indujeron una mayor volatilidad en el mismo, en octubre y diciembre de 2017 la Comisión de Cambios anunció un aumento en las subastas de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional (*Non-Deliverable Forwards*) por un monto de 4,000 millones de dólares el 25 de octubre y por 500 millones de dólares el 26 de diciembre con cargo al programa originalmente anunciado.⁵⁸ Esto, con el objetivo de procurar un funcionamiento más ordenado en el mercado cambiario ante dichos

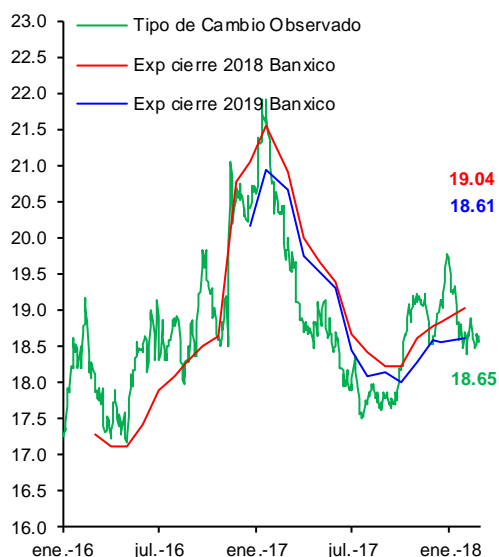
⁵⁸ Ver Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 25 de octubre de 2017 y del 26 de diciembre de 2017.

episodios. Asimismo, ratificó su compromiso de continuar evaluando las condiciones de operación de dicho mercado y no descartó la posibilidad de llevar a cabo acciones adicionales de ser necesario. Igualmente, reiteró que el anclaje del valor de la moneda nacional continuará procurándose principalmente mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.

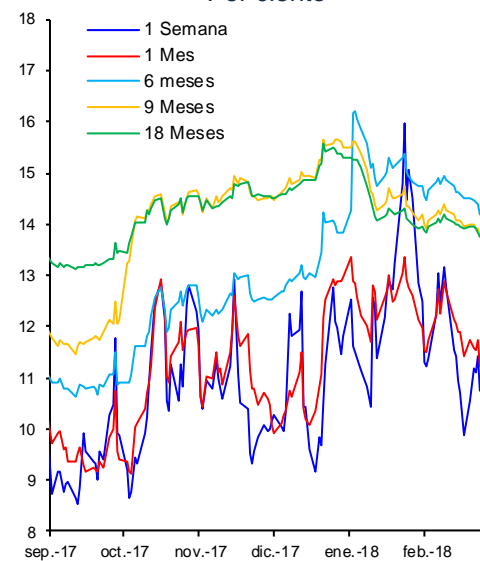
Gráfica 203

Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio

a) Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio
Por ciento



^{1/}El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Las etiquetas de las expectativas corresponden al promedio de la encuesta Banco de México de enero.
Fuente: Banco de México.

Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, los mercados financieros mantienen la expectativa de que el proceso de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, incluyendo el programa de reducción de su hoja de balance iniciado en octubre de 2017, seguirá dándose de manera gradual. No obstante, la consolidación de la recuperación cíclica y el efecto del estímulo fiscal recientemente aprobado en ese país podrían presionar a la inflación, y ello a su vez podría acelerar el ritmo de normalización de la política monetaria, lo cual presionaría a las tasas de interés al alza y podría propiciar un rebalanceo en los portafolios de inversión. Como se describió en la Sección 2.1, los mercados financieros internacionales han empezado a reconocer este riesgo.

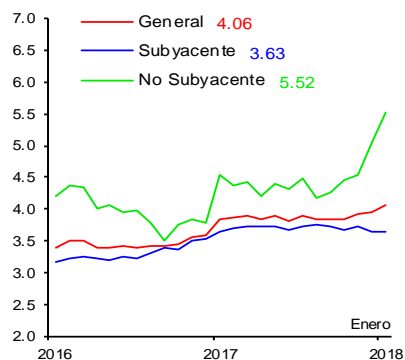
Por su parte, las condiciones de holgura en la economía se han mantenido relativamente estrechas, como se menciona en la Sección 2.2.4. Ello ha sido especialmente notorio en el mercado laboral, y podría estar dificultando la asimilación de los choques que han afectado a la inflación y, por ende, podría estar influyendo en la velocidad a la que la inflación subyacente se está reduciendo. En este contexto cobra especial relevancia la postura monetaria que ha adoptado el

Banco de México, para evitar efectos de segundo orden en la formación de precios en la economía.

Con respecto a las expectativas de inflación, si bien la media de esta expectativa correspondiente al cierre de 2018 se ajustó de 3.84 a 4.06 por ciento entre septiembre y enero, este cambio refleja en buena medida el efecto aritmético de los choques que afectaron a la inflación no subyacente en los últimos meses (Gráfica 204a).⁵⁹ En contraste, la media para el componente subyacente se revisó a la baja, de 3.72 a 3.63 por ciento en el mismo periodo, mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente aumentó de 4.24 a 5.52 por ciento. Por lo que respecta a la media de las expectativas al cierre de 2019, esta se ajustó al alza de 3.55 a 3.65 por ciento.⁶⁰ Por su parte, el componente subyacente se mantuvo en 3.43 por ciento en el mismo periodo, en tanto que la expectativa implícita para el componente no subyacente se incrementó de 3.98 a 4.38 por ciento (Gráfica 204b). Finalmente, las expectativas para el mediano y largo plazo se mantuvieron estables, si bien en niveles superiores a la meta, alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 204c).⁶¹

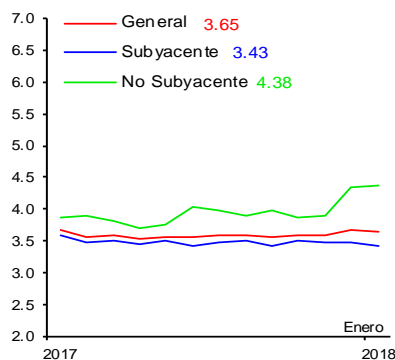
Gráfica 204
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Medias de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2018



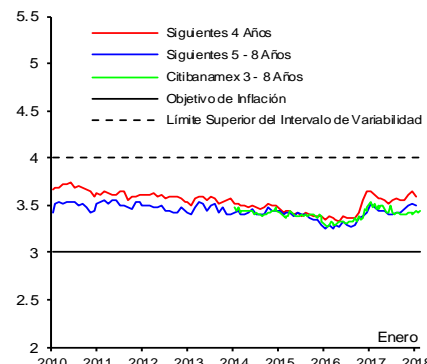
Fuente: Encuesta de Banco de México.

b) Medias de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2019



Fuente: Encuesta de Banco de México.

c) Medias de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



Fuente: Encuesta Banco de México y Encuesta Citibanamex.

Por lo que respecta a la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo), esta repuntó entre septiembre y enero, pasando de 3.53 a 3.87 por ciento (Gráfica 205a). En relación a los componentes de la misma destaca, por un lado, que estimaciones sobre las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) presentaron cierto incremento, de 3.42 por ciento en septiembre a 3.48 por ciento en enero. Estas cifras contrastan

⁵⁹ La media de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 3.82 a 4.11 por ciento entre las encuestas del 20 de septiembre de 2017 y 20 de febrero de 2018.

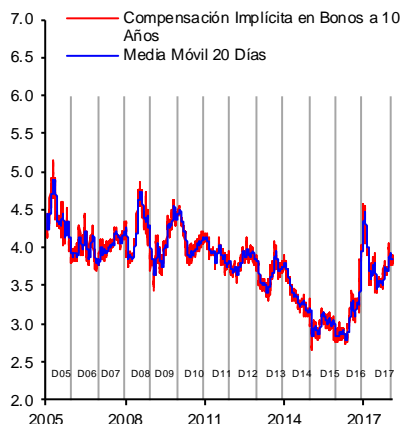
⁶⁰ La media de la expectativa de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta de Citibanamex del 20 de febrero de 2018 se ubicó en 3.64 por ciento.

⁶¹ Por lo que respecta a la media de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo alrededor de 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de septiembre de 2017 y la del 20 de febrero de 2018.

con los niveles de 3.2 por ciento alcanzados durante 2016. Este aumento responde principalmente al ajuste al alza que han registrado las expectativas de inflación de menor plazo (1 a 5 años), cuya estimación se ubica en 3.80 por ciento, toda vez que aquella correspondiente a las de mayor plazo (6 a 10 años) se ubica en 3.16 por ciento (Gráfica 205b). Por su parte, la estimación de la prima por riesgo inflacionario a 10 años tuvo un aumento significativo de 9 a 39 puntos base en el mismo lapso (Gráfica 205c).⁶²

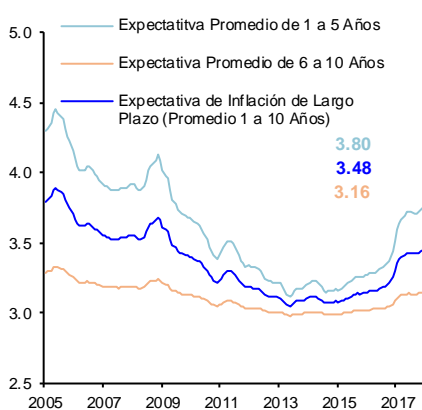
Gráfica 205
Expectativas de Inflación
Por ciento

a) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



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

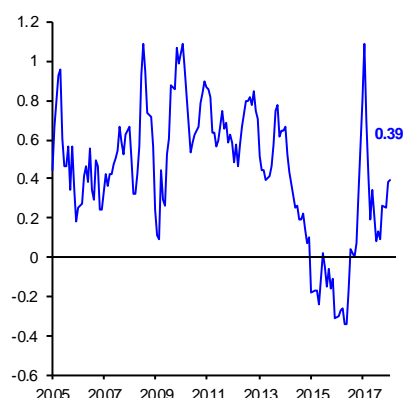
b) Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado ^{1/}



1/ La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PIP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

c) Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años ^{1/}



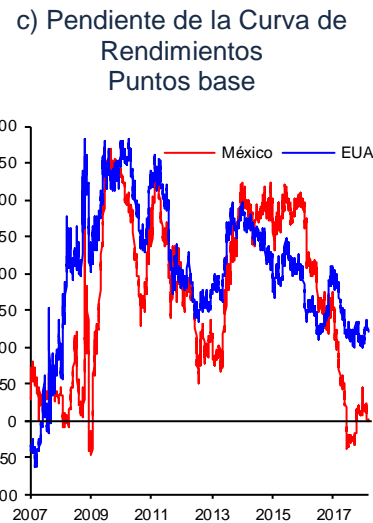
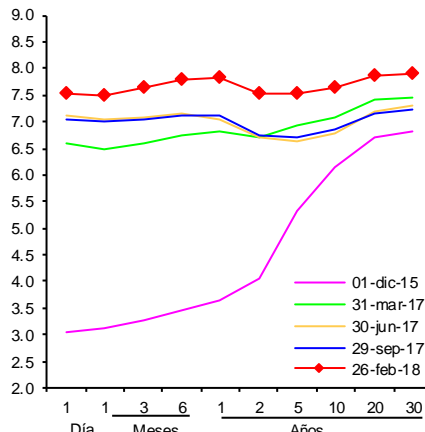
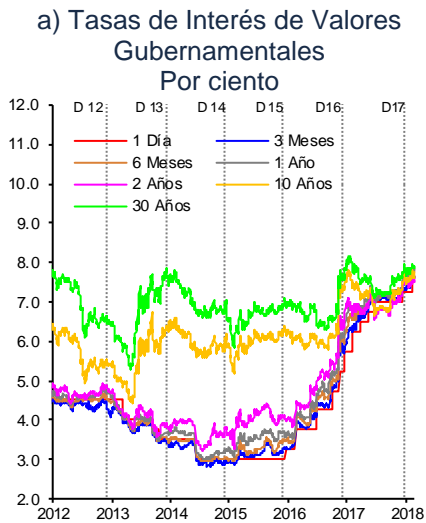
1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PIP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

Por lo que respecta al comportamiento de las tasas de interés en México en el periodo de referencia, estas mostraron una elevada volatilidad e incrementos para todos los plazos, sobre todo aquellas de 2 años en adelante. Esto se observó, sobre todo, hacia finales de 2017, si bien dichos aumentos se han moderado ligeramente desde principios de este año. Al respecto, destaca que los ajustes en la curva de rendimientos estuvieron influidos tanto por los incrementos de la tasa de referencia en las tasas de interés de corto plazo, como por las presiones en las tasas de interés externas en las de mayor plazo. Así, en el periodo que cubre este Informe, la tasa de interés para un horizonte de 3 meses subió 50 puntos base, de 7.1 a 7.6 por ciento, mientras que las correspondientes a 2 y 10 años se incrementaron 90 puntos base, de 6.7 a 7.6 por ciento y de 6.8 a 7.7 por ciento, respectivamente (Gráfica 206a y Gráfica 206b). Lo anterior condujo a que la curva de rendimientos se desplazara al alza, lo cual se ha dado de manera ordenada, en parte como resultado de las acciones de política monetaria que el Banco de México ha implementado (Gráfica 206c).

⁶² Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro “Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario” en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. Para este informe, se actualizó la estimación para incluir datos hasta noviembre de 2017.

Gráfica 206
Tasas de Interés en México
 b) Curva de Rendimientos Por ciento

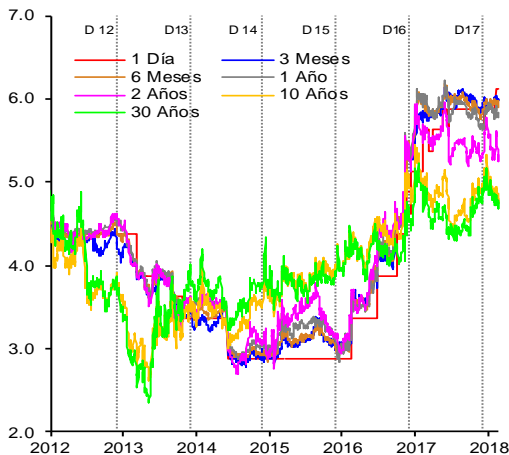


Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

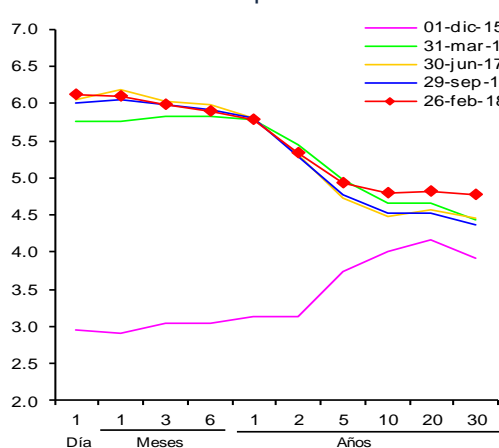
Durante el cuarto trimestre de 2017 y a inicios de 2018, los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos se han mantenido en niveles elevados, especialmente los de menor plazo. A partir de enero a la fecha, los aumentos en las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos han reducido los diferenciales de rendimiento a plazo equivalente, si bien estos se ubican en niveles superiores a los observados en el Informe Trimestral Julio - Septiembre de 2017. Así, los diferenciales de las tasas de 3 meses y 2 años se mantuvieron sin cambio en alrededor de 600 y 530 puntos base, respectivamente, en relación al Informe previo, mientras que el correspondiente a 10 años aumentó 20 puntos base, para ubicarse en niveles de 480 puntos base (Gráfica 207a y Gráfica 207b).

Gráfica 207
Diferenciales de Tasas de Interés de México y Estados Unidos

a) Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/} Por ciento



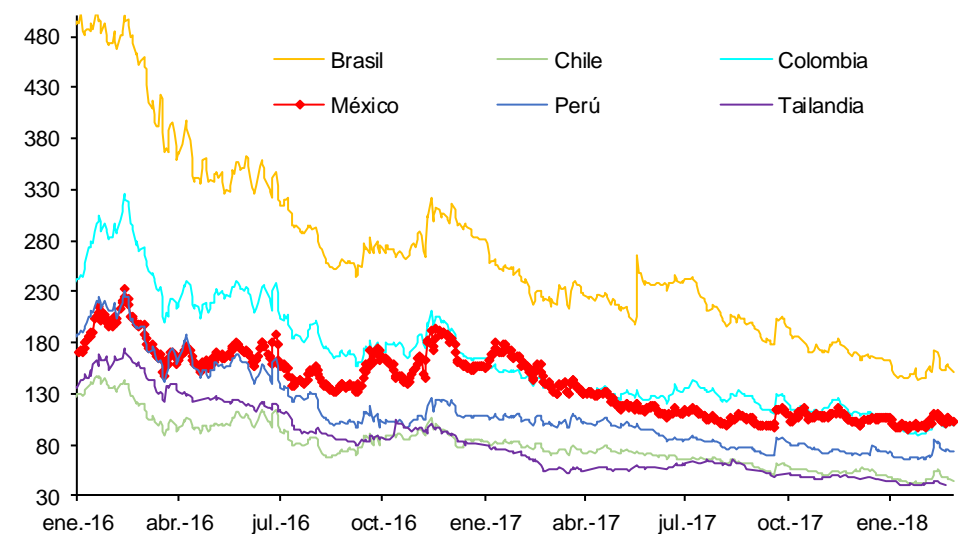
b) Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos Puntos porcentuales



^{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.

Por otra parte, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano nacional disminuyeron. Al respecto, cabe destacar que dichos indicadores para otros mercados emergentes registraron una disminución mayor (Gráfica 208).

Gráfica 208
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional ^{1/}
 Puntos base



^{1/} Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.
 Fuente: Bloomberg.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la Economía Nacional: Los pronósticos de crecimiento económico de México para 2018 y 2019 permanecen sin cambio con respecto a los publicados en el Informe anterior. Así, se continúa anticipando que la tasa de crecimiento del PIB en 2018 se ubique entre 2.0 y 3.0 por ciento y que en 2019 se observe una expansión de la economía de entre 2.2 y 3.2 por ciento (Gráfica 209a). Estas previsiones consideran que, si bien la demanda externa que enfrenta el país podría verse favorecida por las mejores expectativas de crecimiento, tanto de la producción industrial de Estados Unidos, como del comercio global, el entorno de incertidumbre que prevalece, especialmente respecto de los términos que regirán la relación comercial de México en Norteamérica, podría seguir influyendo adversamente en la evolución de la inversión en el país.⁶³ Cabe señalar que las condiciones de holgura en la economía han venido estrechándose, lo cual ha sido especialmente notorio en el mercado laboral, si bien recientemente parecen haber comenzado a ceder moderadamente. En este contexto, y tomando en cuenta que se espera un crecimiento de la economía cercano a su potencial, se estima que las condiciones cíclicas de la economía permanecerán en niveles similares a los actuales (Gráfica 209b).

Empleo: De manera congruente con la evolución reciente de la economía y las previsiones para el crecimiento, los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para 2018 y 2019 se mantienen sin cambio con respecto al Informe previo. Así, para 2018 se prevé que se observe un aumento de entre 680 y 780 mil puestos de trabajo, mientras que para 2019 se espera un incremento de entre 690 y 790 mil plazas.

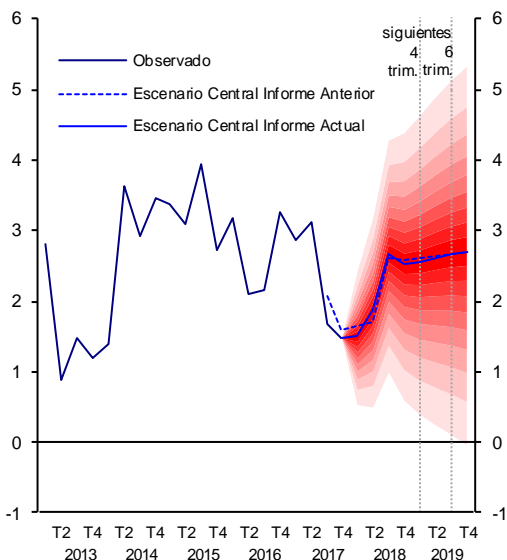
Cuenta Corriente: Para 2018 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 1.1 y 2.1 por ciento del PIB, respectivamente (13.7 y 25.9 miles de millones de dólares, en el mismo orden), que se comparan con los previstos en el Informe anterior de 1.0 y 2.1 por ciento del PIB (13.1 y 25.9 miles de millones de dólares, en el mismo orden). Para 2019 se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 1.2 y 2.3 por ciento del PIB, respectivamente (15.0 y 30.5 miles de millones de dólares, en el mismo orden), los cuales se comparan con los publicados en el Informe previo de 1.1 y 2.3 por ciento (14.5 y 30.6 miles de millones de dólares, en el mismo orden).

⁶³ En particular, las expectativas para la producción industrial de Estados Unidos en 2018 y 2019 se revisaron de 2.3 y 2.1 por ciento en el Informe anterior a 3.3 y 2.4 por ciento, respectivamente, en el Informe actual, con base en el consenso de analistas encuestados por Blue Chip en febrero de 2018.

Gráfica 209

Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

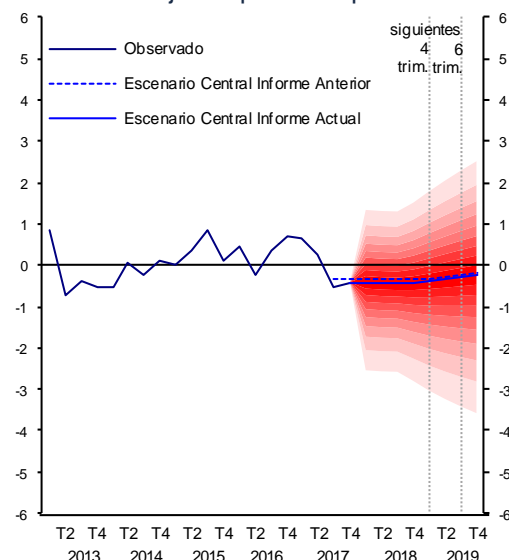
a) Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2018, es decir, el primer y tercer trimestres de 2019, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

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. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2018, es decir, el primer y tercer trimestres de 2019, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México.

Entre los riesgos a la baja para la actividad económica destacan:

- i. Que se postergue la renegociación del TLCAN, o bien que esta no resulte favorable para el sector productivo mexicano. En particular, un acuerdo que conduzca a un nuevo esquema de relaciones comerciales que afecte la formación de cadenas globales de valor podría incidir no solo en el crecimiento de corto plazo, sino incluso en el potencial de expansión de largo plazo.
- ii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, o de otros factores que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.
- iii. Que se presente volatilidad en los mercados financieros nacionales asociada al proceso electoral en México.
- iv. Que la competitividad de la economía mexicana se vea afectada por diversos factores, externos o internos, como lo son la reducción tributaria a empresas en Estados Unidos y los problemas de inseguridad pública en nuestro país.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento sobresalen:

- i. Que se resuelva la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN, de modo que se reactive la inversión, posiblemente incluso en sectores antes no incluidos en el Tratado.

- ii. Que la implementación de las reformas estructurales produzca resultados superiores a los esperados. Al respecto, cabe señalar que ya se han observado algunos avances, tales como los resultados favorables de las rondas de licitación de las áreas de exploración y extracción de hidrocarburos, los cuales se espera redunden en una mayor inversión en los próximos años y en incrementos en la producción en el mediano plazo.

Al respecto, si bien el balance de riesgos para el crecimiento ha mejorado ligeramente como reflejo de la moderación de algunos de los riesgos más adversos y de la reactivación de la economía observada en el último trimestre de 2017, este sigue sesgado a la baja. Por otro lado, cabe destacar que la trayectoria negativa que la inversión ha mostrado por varios años, en conjunto con la atonía que podría mantener hacia adelante, apunta a riesgos a la baja para el crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo.

5.1.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: Considerando el comportamiento reciente de la inflación, la evolución de sus determinantes, la postura de política monetaria actual y el horizonte en el que esta opera, se prevé que la inflación general continúe disminuyendo, aproximándose a lo largo del año hacia el objetivo de 3.0 por ciento y alcanzándolo en el primer trimestre de 2019, ubicándose cerca del objetivo durante el resto del año. El retraso en esta trayectoria está asociado, en parte, a los efectos aritméticos que tendrán los incrementos de los precios de algunos energéticos y frutas y verduras que afectaron en los últimos meses la medición de la inflación no subyacente, así como a la posición cíclica de la economía, la cual podría estar afectando la velocidad a la que la inflación subyacente ha disminuido. Por lo que se refiere a la trayectoria esperada para la inflación subyacente, se prevé que continúe descendiendo gradualmente y alcance niveles cercanos a 3.0 por ciento en el primer trimestre de 2019, para consolidar su convergencia a dicho nivel durante el resto del año (Cuadro 8). Las previsiones anteriores consideran un comportamiento ordenado del tipo de cambio, la ausencia de presiones provenientes del mercado laboral y una reducción importante de la inflación no subyacente a lo largo de 2018, en la medida que no se repitan el tipo de choques que la afectaron el año anterior (Gráfica 210 y Gráfica 211).

Cuadro 8
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
Variación anual promedio trimestral en por ciento ^{1/}

	2018				2019			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
INPC								
Informe Actual	5.5	4.8	4.3	3.8	3.2	3.0	3.1	3.2
Informe Anterior	4.6	4.1	3.6	3.0	3.1	3.3	3.1	3.0
Subyacente								
Informe Actual	4.4	4.0	3.8	3.6	3.3	3.2	3.1	3.0
Informe Anterior	4.2	3.9	3.6	3.5	3.3	3.2	3.1	3.1

¹ El cálculo de la inflación anual para cada trimestre se obtiene al comparar el índice promedio del trimestre respecto al índice promedio del mismo trimestre del año anterior. Por ello, estas cifras pueden diferir del promedio simple de las inflaciones anuales de cada mes del trimestre correspondiente. Elaboración propia.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que destacan, al alza:

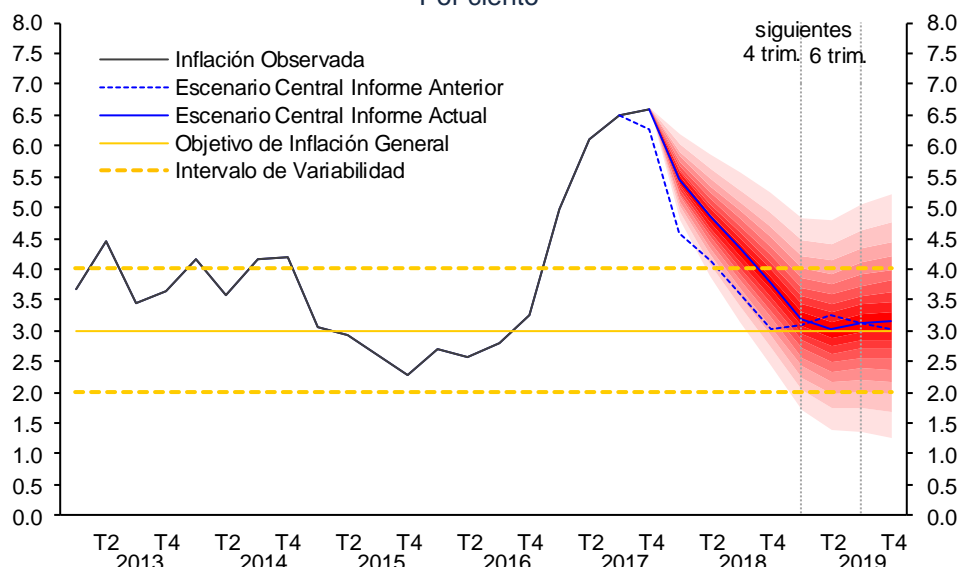
- i. Que se registre una depreciación de la moneda nacional en respuesta, entre otros factores, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN, a una reacción adversa de los mercados a las acciones de política monetaria en los Estados Unidos, a condiciones más restrictivas en los mercados financieros internacionales o a volatilidad asociada al proceso electoral de 2018.
- ii. Que ocurran nuevos episodios desfavorables de choques en los precios de los bienes agropecuarios.
- iii. Que se presenten alzas importantes en los precios de algunos energéticos, debido a incrementos en sus referencias internacionales, o a la ausencia de competencia en algunos mercados.
- iv. Tomando en cuenta que la economía no presenta condiciones de holgura, especialmente en el mercado laboral, la evolución de los costos unitarios de la mano de obra podría presionar a la inflación.

A la baja se encuentran:

- i. Que se aprecie la moneda nacional como consecuencia de que el resultado de las negociaciones del TLCAN sea favorable.
- ii. Que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado.

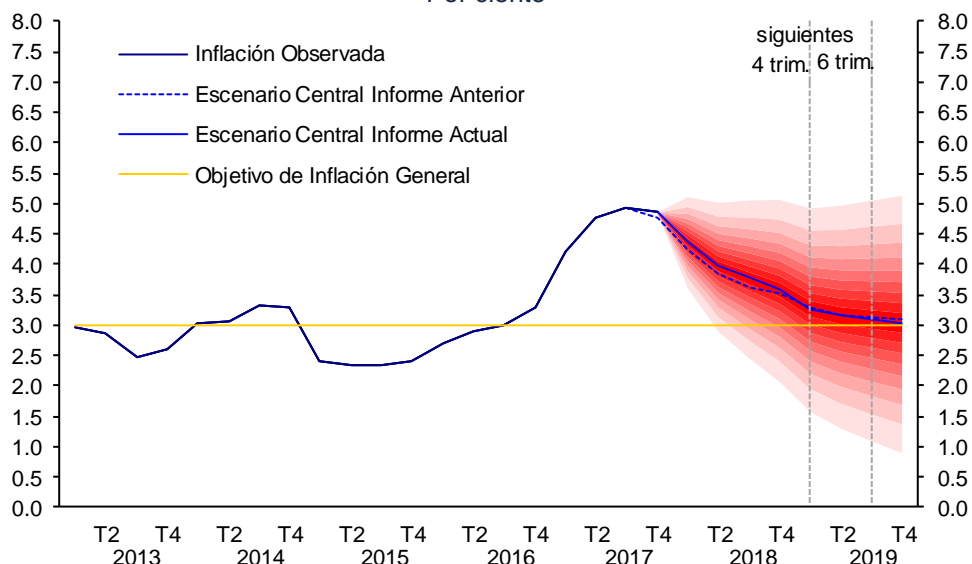
Respecto al balance de riesgos para la inflación, este mantiene un sesgo al alza asociado a los escenarios de riesgo antes descritos, en un entorno con un alto grado de incertidumbre.

Gráfica 210
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
Por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2018, es decir, el primer y tercer trimestres de 2019, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 211
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
 Por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación subyacente anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2018, es decir, el primer y tercer trimestres de 2019, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

En el entorno antes descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará vigilando muy de cerca la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, incluyendo el traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ante la presencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, de ser necesario la política monetaria actuará de manera oportuna y firme para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3 por ciento.

Las acciones de política monetaria que se han venido implementando para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, aunadas al cumplimiento de las metas fiscales en 2017 y al compromiso de hacerlo en 2018, así como a la resiliencia que ha mantenido el sistema financiero, han contribuido a que la economía mexicana esté en mejor posición para enfrentar posibles escenarios adversos. A lo anterior también contribuye la renovación anticipada de la Línea de Crédito Flexible que México tiene con el Fondo Monetario Internacional por dos años más, otorgada en reconocimiento de la solidez del marco macroeconómico del país. En el futuro, es crucial que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la implementación de todas aquellas acciones que propicien una mayor productividad, y que las autoridades correspondientes avancen hacia una consolidación sostenible de las finanzas públicas.

En este contexto, es importante reconocer que, hasta ahora, el reforzamiento del marco macroeconómico de la economía mexicana ha contribuido a que esta continúe creciendo a pesar de la severidad y simultaneidad de los diversos choques que ha enfrentado. No obstante, la economía mexicana sigue enfrentando riesgos en el corto y mediano plazos. Para atender los retos que podrían presentarse es fundamental que México adopte las medidas necesarias para lograr una asignación más eficiente de sus recursos e incrementar su capacidad productiva. A su vez, se deben propiciar acciones que promuevan una mayor productividad en la economía y que mejoren su competitividad, así como llevar a cabo esfuerzos para revertir la tendencia a la baja de la inversión y desarrollar su infraestructura. Adicionalmente, como se ha señalado en informes anteriores, es importante implementar reformas y acciones profundas que permitan contar con mejores condiciones de seguridad pública, de certeza jurídica y de competencia económica, lo cual redundará en mejores condiciones para la inversión y el crecimiento, en menor inflación, y en un mayor bienestar de la población.

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. La cuota de México en ese organismo internacional asciende actualmente a 8.9 miles de millones de DEG, con una participación relativa de 1.87 por ciento del total de las cuotas del FMI.^{64 65}

Durante 2017, destacaron dos temas en la relación de México con el FMI: 1) la renovación anticipada de la Línea de Crédito Flexible por dos años más, y 2) las consultas en el marco del Artículo IV del Convenio Constitutivo de ese organismo. Por otra parte, el doctor Agustín Carstens, Gobernador del Banco de México, en su calidad de presidente del Comité Monetario y Financiero Internacional (IMFC, por sus siglas en inglés) del FMI, cargo que asumió desde el 23 de marzo de 2015 hasta el 30 de noviembre de 2017, presidió en 2017 dos sesiones de dicho Comité en el marco de las Reuniones de Primavera y Anuales del FMI-Banco Mundial, llevadas a cabo en la ciudad de Washington, D.C., Estados Unidos de América, en abril y octubre, respectivamente.^{66 67 68}

En noviembre de 2017, el Directorio Ejecutivo del FMI renovó anticipadamente por dos años más la Línea de Crédito Flexible para México por DEG 62.4 miles de millones (aproximadamente 88 mil millones de dólares en la fecha de su aprobación), como un reconocimiento a la solidez de la economía mexicana.⁶⁹ En el contexto de esta renovación, el Directorio Ejecutivo señaló que las políticas macroeconómicas y los marcos de políticas de México siguen siendo muy sólidos. Por otro lado, el Directorio reconoció que la economía mexicana ha mostrado capacidad de resiliencia en los últimos años, aunque previó que el crecimiento a corto plazo disminuiría en medio de la incertidumbre prolongada respecto de las relaciones comerciales futuras de México, así como

⁶⁴ La cuota es la aportación total acumulada de recursos que un país miembro ha hecho al FMI a lo largo del tiempo. Esta cuota es la principal fuente de financiamiento al FMI y sobre ésta se determina un poder relativo de voto que cada país miembro tiene en las decisiones tomadas al interior de dicho organismo. Los montos y las participaciones de cuota de los países miembros se determinan con base en el tamaño relativo de sus economías y en indicadores asociados a sus niveles de actividad económica. La última aportación realizada por México fue en febrero de 2016 por un monto de DEG 5,287.0 millones, con la cual la cuota total acumulada alcanzó su nivel actual de DEG 8,912.7 millones.

⁶⁵ El Derecho Especial de Giro (DEG) es un activo de reserva internacional creado en 1969 por el FMI para complementar las reservas oficiales de sus países miembros. El DEG se puede intercambiar por monedas de libre uso. Su valor se determina con base en una canasta de cinco monedas de activo de reserva: el dólar de EE.UU., el euro, el renminbi chino, el yen japonés y la libra esterlina.

⁶⁶ El IMFC 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 IMFC ha sido un instrumento clave para la orientación estratégica del FMI. El IMFC, conformado por ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales, cuenta con 24 miembros, reflejando la composición del Directorio Ejecutivo del FMI. El IMFC funciona por consenso, incluyendo la selección de su Presidente. En las reuniones del IMFC participan, como observadores, varias instituciones internacionales.

⁶⁷ Véase [Comunicado de la Trigésimo Quinta Reunión del IMFC del 22 de abril de 2017](#).

⁶⁸ Véase [Comunicado de la Trigésimo Sexta Reunión del IMFC del 14 de octubre de 2017](#).

⁶⁹ Véase [Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 30 de noviembre de 2017](#).

políticas macroeconómicas más restrictivas. De ahí que el nuevo acuerdo bajo la LCF continúe desempeñando un papel importante en apoyar la estrategia macroeconómica de las autoridades, al proveer un seguro contra riesgos externos y en apuntalar la confianza de los mercados. México, desde 2009, ha asignado a esta línea de crédito un carácter precautorio.

Por su parte, en noviembre de 2017, el FMI dio a conocer los resultados de las consultas a México bajo el Artículo IV de su Convenio Constitutivo, las cuales son una práctica de supervisión y evaluación que realiza este organismo con cada uno de sus países miembros.^{70 71} En su último informe sobre las condiciones económicas y financieras en México, el Directorio Ejecutivo del Organismo Internacional destacó que los fuertes fundamentos y el compromiso continuo de las autoridades con la estabilidad macroeconómica han sido clave para que la economía mexicana muestre una destacada fortaleza, continúe generando empleos y transite exitosamente por un entorno externo complejo, caracterizado por la incertidumbre en torno a la renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). El FMI coincidió en que, ante los riesgos provenientes del exterior, el régimen de tipo de cambio flexible ha sido de gran importancia para ajustar de manera ordenada los choques provenientes del exterior. Se destacó además que la sólida estabilidad macroeconómica se sustenta firmemente en: i) la aplicación de políticas fiscales y monetarias responsables, particularmente a través de un proceso continuo de consolidación fiscal y de una postura cautelosa de política monetaria, ii) los resultados que ya comienza a dar el ambicioso programa de reformas estructurales emprendido por el país, y iii) un sistema financiero bien capitalizado, resiliente a riesgos de mercado, de liquidez y crediticios, y con fuertes marcos de supervisión y regulación.

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. Para cumplir con esta misión, el BIS: i) fomenta el debate y la colaboración entre bancos centrales y otras autoridades encargadas de promover la estabilidad financiera, a través de reuniones bimestrales y otros foros de consulta periódicos, en los cuales se analizan los principales acontecimientos económicos y las perspectivas para la economía mundial y los mercados financieros internacionales; ii) investiga asuntos que atañen a las políticas de los bancos centrales y las autoridades de supervisión financiera; iii) actúa como contraparte de máxima calidad para los bancos centrales en sus transacciones financieras; y iv) ejerce de agente o fideicomisario en operaciones financieras internacionales.

⁷⁰ Véase [Comunicado de Prensa del 13 de noviembre de 2017](#).

⁷¹ 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 su Directorio Ejecutivo. Posteriormente, comunica a las autoridades nacionales sus conclusiones y recomendaciones.

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 2017, destaca la participación del Gobernador del Banco de México, como presidente (mandato que tuvo desde el 1 de julio de 2013 hasta el 30 de noviembre de 2017) 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 estas reuniones se examinan los acontecimientos más recientes, así como las perspectivas de la economía mundial y los mercados financieros y se intercambian opiniones y experiencias sobre asuntos que atañen a los bancos centrales. De manera particular, en el GEM: i) se vigila y evalúa el desarrollo, riesgos y oportunidades de la economía y el sistema financiero mundiales; y ii) se orienta la labor y se reciben informes de tres de los comités de bancos centrales con sede en Basilea que trabajan en favor del diseño e implementación de normas de regulación y supervisión y de la estabilidad en el ámbito financiero.⁷² Por su parte, el ECC se encarga de apoyar las actividades del GEM, particularmente de elaborar el análisis y propuestas que se someten a su consideración. En el transcurso de 2017, en las reuniones de estos foros se discutieron los acontecimientos recientes en el plano macroeconómico y financiero en las principales economías avanzadas y de mercado emergentes, así como temas de particular interés para los bancos centrales.

El Gobernador del Banco de México también participó de manera activa en las labores del Consejo de Administración del BIS (del cual fue miembro desde enero de 2011 hasta noviembre de 2017). Este órgano se encarga, entre otros asuntos, de establecer la dirección estratégica y política del BIS, 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 resiliente, así como el progreso en la agenda de reformas regulatorias y de supervisión en favor de la estabilidad financiera mundial. En este foro, 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

⁷² 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).

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 éstos; 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, con el fin de tomar en consideración aquellos temas que son de su particular interés y preocupación.

Cabe destacar que el 1 de diciembre de 2017, el Dr. Agustín Carstens asumió el puesto de Director General del BIS, cargo para el cual fue electo por el Consejo Directivo de este organismo internacional por un periodo de 5 años.

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 financiera internacional. Asimismo, busca la promoción de la implementación de políticas de regulación y supervisión financieras eficientes en aras de la estabilidad financiera global.

Durante 2017, el Banco de México participó activamente en las reuniones plenarias, del Comité Consultivo y del Grupo Consultivo Regional para las Américas del FSB, así como en sus distintos grupos de trabajo donde se discutieron, entre otros temas, las vulnerabilidades y riesgos potenciales que podrían afectar al sistema financiero global y las acciones que necesitarían adoptarse, de ser el caso, para hacerles frente, las prioridades del Consejo para 2017 y su plan de trabajo para 2017-2018. Entre los tópicos que tuvieron mayor relevancia para este foro en 2017, destacan los siguientes: el seguimiento y reporte público de los progresos por parte de los miembros del Consejo en la implementación plena, oportuna y consistente del programa de reformas acordado después de la crisis de 2008, incluyendo Basilea III; la evaluación de los efectos de estas reformas en la intermediación financiera, incluyendo el atender las consecuencias no deseadas de las mismas; la revisión anual de las listas de los bancos y aseguradoras considerados de importancia mundial sistémica; el estado de las normas y prácticas de supervisión con respecto a la seguridad cibernética en el sistema financiero y los lineamientos internacionales existentes sobre este tema; las implicaciones de la innovación y digitalización de servicios financieros (FinTech) para la supervisión bancaria y la estabilidad financiera; y los esfuerzos realizados para mejorar las prácticas de buen gobierno y las políticas de remuneración en el mercado financiero y para evitar conductas indeseadas de parte de sus participantes.

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 el 85 por ciento del

PIB mundial, 75 por ciento del comercio global y 66 por ciento 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, balanceado e incluyente. Asimismo, este foro busca incentivar un diálogo abierto y constructivo sobre temas de relevancia vinculados con el sistema monetario y financiero internacional y contribuir al fortalecimiento de la arquitectura financiera global.

Durante 2017, la presidencia del G20 estuvo a cargo de Alemania, cuyo programa de trabajo estuvo enfocado en incrementar la estabilidad y resiliencia de las economías, fomentar la inversión (particularmente en África), y potenciar las oportunidades e identificar los riesgos de la digitalización de los servicios financieros. Asimismo, la presidencia alemana hizo énfasis en implementar las medidas necesarias para hacer frente a la digitalización con el fin de preservar la estabilidad financiera. El plan de acción acordado durante esta presidencia incluyó medidas macroeconómicas para impulsar el crecimiento y la creación de empleos en el corto plazo y reformas estructurales para elevar la productividad y el bienestar en el mediano y largo plazos. La presidencia de Alemania del G20 realizó la Cumbre de Líderes el 7 y 8 de julio en Hamburgo, Alemania.

Para atender los compromisos de México ante el G20, tanto la Secretaría de Hacienda y Crédito Público como el Banco de México participaron en las reuniones de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales y de sus Alternos y en las actividades de algunos de los grupos de trabajo del canal de finanzas: Marco para un Crecimiento Fuerte, Sostenible y Balanceado; Arquitectura Financiera Internacional; Inversión; Alianza Global para la Inclusión Financiera; y Financiamiento Sostenible.

Argentina asumió la presidencia del G20 el 1 de diciembre de 2017. Las prioridades de la agenda argentina en el canal de finanzas de este foro son: i) el futuro del trabajo para aquellos empleos que están en riesgo de ser reemplazados por la automatización; y ii) desarrollar los proyectos de infraestructura como una clase de activo financiero.

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 2017. 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 gobierno corporativo. Cabe mencionar que el Banco de México, en su calidad de presidente en funciones del Comité de Auditoría, organizó el programa de trabajo de este Comité durante 2017, siendo anfitrión de su reunión de otoño, la cual se celebró el 31 de agosto de 2017 en la Ciudad de México, y fue responsable de elaborar y presentar ante la Junta de Gobierno el Informe Anual 2017 del Comité.

Cabe destacar que las reuniones de la Junta de Gobierno y Asamblea se enfocaron en asuntos administrativos, operativos y de buen gobierno del CEMLA. Por su parte, en las reuniones de Gobernadores se discutieron temas relacionados con las perspectivas económicas y financieras internacionales, los avances en la agenda de regulación financiera, la digitalización y la inclusión financiera, la administración óptima del manejo de reservas, la reacción de la política monetaria ante eventos externos, asuntos bajo discusión en el G20 y los retos que enfrenta la banca central en América Latina, entre otros.

En apoyo a las labores de capacitación del CEMLA y para fortalecer su capital humano, el personal del Banco de México participó activamente durante 2017 en los diversos seminarios, talleres, cursos y reuniones técnicas ofrecidos por este Centro, algunos de los cuales, incluso, fueron organizados por este Instituto Central.

Apéndice Estadístico

Índice

Información Básica.....	319
Cuadro A 1 Resumen de Indicadores Selectos.....	319
Cuadro A 2 Indicadores Sociales y Demográficos	320
Cuadro A 3 Infraestructura	321
Cuadro A 4 Estructura del Sistema Financiero	322
Producción y Empleo	323
Cuadro A 5 Principales Indicadores de la Producción	323
Cuadro A 6 Producto Interno Bruto	323
Cuadro A 7 Oferta y Demanda Agregadas.....	323
Cuadro A 8 Oferta y Demanda Agregadas.....	324
Cuadro A 9 Ahorro Interno e Inversión	324
Cuadro A 10 Producto Interno Bruto por Sector.....	325
Cuadro A 11 Industria Manufacturera.....	325
Cuadro A 12 Producción de Petróleo Crudo, Gas y Reservas de Petróleo	326
Cuadro A 13 Empleo: Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS.....	327
Cuadro A 14 Indicadores de Ocupación y Desocupación	328
Cuadro A 15 Tipo de Cambio Real	329
Precios, Salarios y Productividad.....	330
Cuadro A 16 Principales Indicadores de Precios	330
Cuadro A 17 Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)	331
Cuadro A 18 Índice Nacional de Precios al Consumidor por Tipo de Bien.....	332
Cuadro A 19 Inflación: INPC, Subyacente y Subíndices Complementarios	333
Cuadro A 20 Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	334
Cuadro A 21 Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	335
Cuadro A 22 Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	335
Cuadro A 23 Índice Nacional del Costo de Construcción.....	336
Cuadro A 24 Salarios Contractuales	337
Cuadro A 25 Remuneraciones Nominales y Producto por Trabajador (ENOE).....	338
Cuadro A 26 Salario Mínimo.....	339
Indicadores Monetarios y Financieros	340
Cuadro A 27 Principales Indicadores Monetarios y Financieros	340
Cuadro A 28 Agregados Monetarios	341
Cuadro A 29 Base Monetaria	342
Cuadro A 30 Agregados Monetarios M1, M2, M3 y M4	343
Cuadro A 31 Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio	344
Cuadro A 32 Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio	345
Cuadro A 33 Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero	346
Cuadro A 34 Matriz de Flujo de Fondos del Sistema Financiero Institucional para Enero - Diciembre de 2017	347
Cuadro A 35 Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)	348
Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)	349
Cuadro A 36 Tasas de Interés Representativas.....	351
Cuadro A 37 Tasas de Interés Representativas.....	353
Cuadro A 38 Tipos de Cambio Representativos	354
Cuadro A 39 Valor de las Acciones en Circulación en la Bolsa Mexicana de Valores	355
Cuadro A 40 Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.....	356

Finanzas Públicas.....	357
Cuadro A 41 Principales Indicadores de Finanzas Públicas: 2012-2017.....	357
Cuadro A 42 Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público en 2016 y 2017	358
Cuadro A 43 Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público: 2012-2017	359
Cuadro A 44 Ingresos del Sector Público Presupuestario: 2012-2017	360
Cuadro A 45 Gastos del Sector Público Presupuestario: 2012-2017	361
Cuadro A 46 Deuda Neta del Sector Público	362
Cuadro A 47 Deuda Neta del Sector Público	363
Cuadro A 48 Deuda Neta del Sector Público No Financiero.....	364
Cuadro A 49 Deuda Total del Sector Público	365
Cuadro A 50 Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México	365
Cuadro A 51 Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales.....	366
Cuadro A 52 Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales.....	367
Sector Externo	368
Cuadro A 53 Principales Indicadores del Sector Externo.....	368
Cuadro A 54 Balanza de Pagos	369
Cuadro A 55 Balanza de Pagos	370
Cuadro A 56 Cuenta Corriente	370
Cuadro A 57 Comercio Exterior.....	371
Cuadro A 58 Exportaciones por Sector de Origen	372
Cuadro A 59 Importaciones por Sector de Origen	372
Cuadro A 60 Comercio Exterior por Países.....	373
Cuadro A 61 Principales Productos de Comercio Exterior.....	374
Cuadro A 62 Viajeros Internacionales	375
Cuadro A 63 Ingresos del Exterior por Remesas Familiares	376
Cuadro A 64 Ingresos del Exterior por Remesas Familiares	377
Cuadro A 65 Posición de No Residentes en Valores Gubernamentales Ampliados	378
Cuadro A 66 Posición de Deuda Externa Bruta	379

Información Básica

Cuadro A 1
Resumen de Indicadores Selectos

	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Indicadores Sociales y Demográficos					
Población (millones) ^{1/}	118.4	119.7	121.0	122.3	123.5
Tasa de Crecimiento Poblacional Total ^{1/}	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Esperanza de Vida al Nacer ^{1/}	74.5	74.7	75.0	75.2	75.3
Producción y Precios					
Producto Interno Bruto (PIB) en mmp ^{p/}	16,277	17,471	18,537	20,100	21,767
Variación Anual en Por ciento					
PIB a Precios Constantes de 2008 ^{p/}	1.4	2.8	3.3	2.9	2.0
Índice Nacional de Precios al Consumidor (dic.-dic.)	3.97	4.08	2.13	3.36	6.77
Moneda y Finanzas					
Agregados Monetarios ^{2/} Variación Real Anual en Por ciento					
Base Monetaria	2.4	9.1	16.9	12.7	4.6
M1	4.4	9.9	15.0	11.4	5.5
M2	3.6	6.3	5.3	5.2	3.5
M4	9.0	6.8	6.2	1.7	1.6
Tasas de Interés ^{3/}					
Cetes 28 Días	3.75	3.00	2.98	4.15	6.69
TIEE 28 Días	4.28	3.52	3.32	4.47	7.06
Pesos por Dólar					
Tipo de Cambio (fin de periodo) ^{4/}	13.0765	14.7180	17.2065	20.7314	19.7867
Finanzas Públicas					
Por ciento del PIB					
Balance Público ^{5/}	-2.3	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1
Balance Primario ^{5/}	-0.4	-1.1	-1.2	-0.1	1.4
RFSP	-3.7	-4.5	-4.0	-2.8	-1.1
Deuda Pública Neta ^{6/}	33.2	37.5	40.5	43.1	41.1
Sector Externo					
Por ciento del PIB					
Balanza Comercial	-0.1	-0.2	-1.3	-1.2	-0.9
Cuenta Corriente	-2.4	-1.8	-2.5	-2.1	-1.6
Cuenta de Capital	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuenta Financiera	-3.3	-3.2	-3.7	-2.9	-2.3
Pasivos de Deuda Totales ^{7/}	44.8	47.1	52.6	55.3	53.7
Débito por Intereses ^{8/}	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9
Miles de Millones de Dólares					
Reservas Internacionales Brutas (fin de periodo) ^{8/}	180.2	195.7	177.6	178.0	175.5

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. El contenido de este cuadro difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 31 de enero de 2018 el Banco de México publicó la redefinición de la estadística de los agregados monetarios.

3/ Promedio del periodo.

4/ Usado para solventar obligaciones en moneda extranjera.

5/ Con base en la metodología ingreso-gasto.

6/ 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.

7/ No incluye pasivos de derivados financieros.

8/ Incluye a los sectores público y privado.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de CONAPO, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI, Banco de México, Bolsa Mexicana de Valores y SHCP.

Cuadro A 2
Indicadores Sociales y Demográficos

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Población (millones) ^{1/}	114.3	115.7	117.1	118.4	119.7	121.0	122.3	123.5
Población Urbana ^{2/}	76.2	76.1	76.1	76.0	76.1	76.2	76.4	76.5
Población Rural ^{2/}	23.8	23.9	23.9	24.0	23.9	23.8	23.6	23.5
Población por Km ²	58.2	58.9	59.6	60.3	61.1	61.8	62.4	63.0
Tasa de Crecimiento Poblacional Total ^{3/}	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Tasa de Desocupación Nacional ^{4/}	5.3	5.2	4.9	4.9	4.8	4.3	3.9	3.4
Tasa de Desocupación Urbana ^{5/}	6.4	5.9	5.8	5.7	5.9	5.1	4.7	4.0
Esperanza de Vida al Nacer (años)	74.0	74.1	74.3	74.5	74.7	75.0	75.2	75.3
Tasa de Fecundidad ^{6/}	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Tasa de Mortalidad (por miles)	5.2	5.1	5.1	5.3	5.3	5.4	5.5	5.6
Tasa de Mortalidad Infantil (por cada mil nacidos vivos)	14.1	13.7	13.3	13.0	12.5	12.5	12.3	12.3
Número de Camas en Hospitales (por cada 100,000 habitantes) ^{7/}	74.1	74.0	73.2	73.9	74.5	72.5	72.9	73.3
Tasa de Analfabetismo de la Población de 15 Años o más ^{8/}	7.0	6.9	6.5	6.2	6.0	5.7	5.0	4.7
Estudiantes por Maestro (primaria) ^{8/}	26.1	26.1	26.0	25.7	25.4	25.0	24.8	24.7
Población con Acceso a Agua Potable ^{2/ 8/}	91.2	91.6	92.0	92.3	92.4	94.3	94.4	94.4

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.

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 2017.

8/ Cifras estimadas en 2017.

n.d. No disponible

Fuente: Quinto Informe de Gobierno 2017, Presidencia de la República; CONAPO, y Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

Cuadro A 3
Infraestructura

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Red Nacional de Carreteras ^{1/2/}								
Carreteras (km)	371,936	374,262	377,660	378,922	389,345	390,267	393,471	393,471
Carreteras Federales de Cuota (km)	8,397	8,459	8,900	9,174	9,457	9,669	9,818	9,818
Carreteras Federales Libres (km)	40,575	40,643	40,752	40,812	40,783	40,700	40,697	40,697
Carreteras Pavimentadas (km) ^{3/}	138,404	141,361	146,221	148,329	155,239	156,762	164,493	164,493
Transporte Ferroviario ^{2/}								
Longitud Total de la Red (km)	26,715	26,727	26,727	26,727	26,727	26,727	26,727	26,891
Pasajeros Transportados (millones de pasajeros-km) ^{4/}	844	891	970	1,036	1,150	1,411	1,481	771
Carga Comercial Transportada (millones de toneladas-km) ^{5/}	78,770	79,728	79,353	77,717	80,683	83,401	84,694	42,945
Transportación Aérea ^{2/}								
Aeropuertos Internacionales (número)	64	64	64	64	63	63	64	64
Pasajeros (miles) ^{6/}	48,698	50,764	55,153	60,007	65,135	73,265	81,286	44,309
Carga Transportada (miles de toneladas) ^{6/}	571	562	559	582	618	655	685	347
Transportación Marítima ^{2/}								
Número de Puertos (marítimos y fluviales)	116	117	117	117	117	117	117	117
Movimiento de Carga de Altura y Cabotaje (miles de toneladas)	272,811	282,902	283,462	288,696	286,761	292,646	297,199	150,135
Comunicaciones ^{2/}								
Telefonía (miles de líneas en servicio)	19,919	19,731	19,791	18,594	18,560	19,335	19,600	20,036
Telefonía Celular (miles de subscriptores)	91,384	94,583	100,727	106,748	104,948	107,688	111,728	112,055
Servicio Telegráfico (número de oficinas)	1,588	1,592	1,615	1,620	1,677	1,683	1,715	1,715
Servicio Postal (poblaciones atendidas)	16,966	17,080	16,903	17,021	16,964	12,311	12,338	12,340
Estaciones de Radio ^{7/}	1,472	1,485	2,147	2,263	1,745	2,130	1,739	1,766
Estaciones de Televisión ^{7/}	688	693	1,044	1,037	1,072	1,157	894	763
Oferta Hotelera (número de cuartos)	638,494	651,160	660,546	627,296	692,351	736,512	763,990	n.d.
Energía								
Generación Bruta de Energía Eléctrica (gigawatts-hora) ^{8/}	274,701	290,755	294,637	296,342	301,467	308,970	318,363	127,076
Reservas de Hidrocarburos (millones de barriles) ^{9/}	43,075	43,074	43,837	44,530	42,158	37,405	22,223	22,149

1/ Se refiere al Inventario Nacional de la Red Carretera de diciembre de cada año.

2/ Cifras preliminares en 2016 y estimadas para 2017.

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/ Cifras al mes de diciembre de cada año. En 2017 son cifras preliminares a junio.

7/ Incluye difusión, concesiones y licencias.

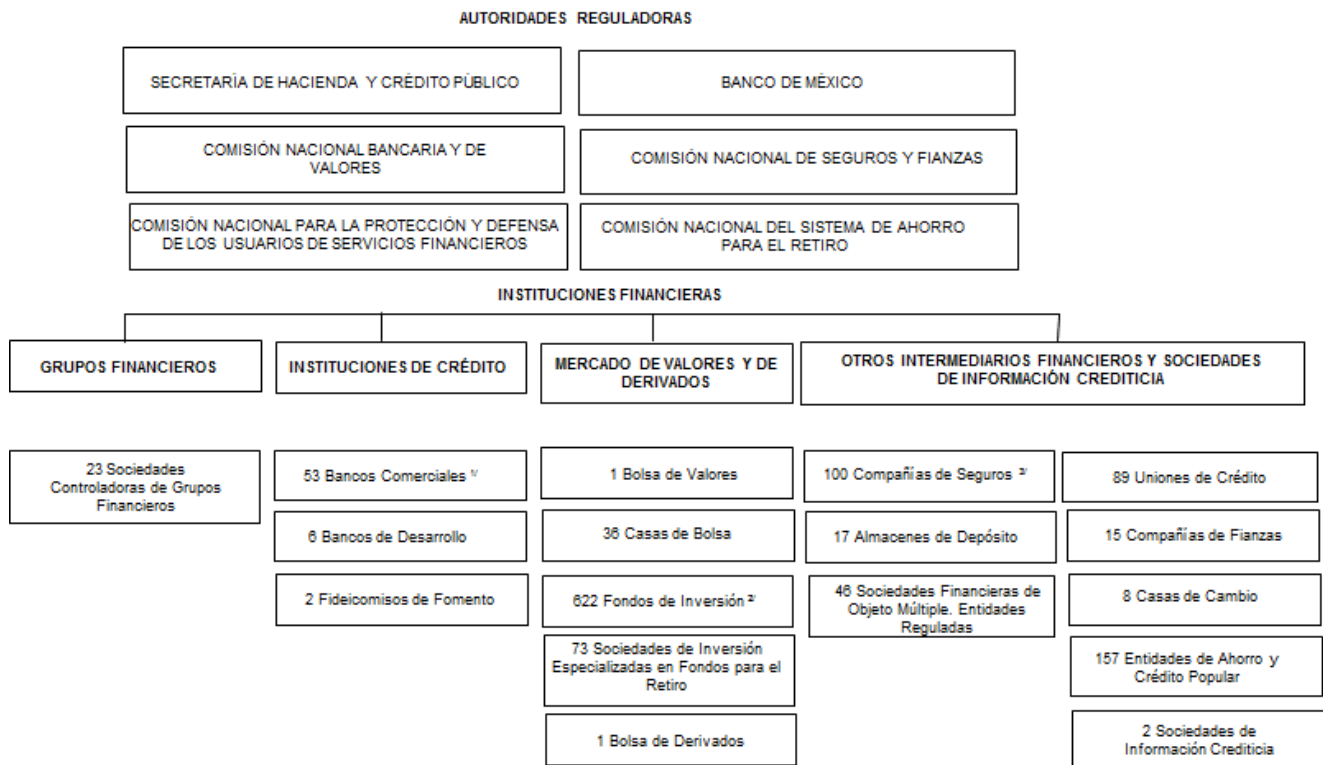
8/ Incluye CFE, LFC y productores externos de energía.

9/ Al 1 de enero de cada año.

n.d. No disponible.

Fuente: Quinto Informe de Gobierno 2017, Presidencia de la República y PEMEX.

Cuadro A 4 Estructura del Sistema Financiero



1/ El número de entidades financieras se refiere a las que se encontraban autorizadas a diciembre de 2017.

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 2017.

Fuente: Banco de México.

Producción y Empleo

Cuadro A 5
Principales Indicadores de la Producción
 A precios de 2013
 Variaciones anuales en por ciento

	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Producto Interno Bruto	1.4	2.8	3.3	2.9	2.0
Consumo Privado	1.8	2.1	3.4	3.7	3.0
Consumo Público	0.5	2.9	1.9	2.4	0.1
Inversión Privada	-3.8	4.5	8.9	2.2	-0.6
Inversión Pública	-1.6	-2.4	-10.8	-4.2	-6.4
Exportaciones de Bienes y Servicios	1.4	7.0	8.4	3.5	3.8
Importaciones de Bienes y Servicios	2.1	5.9	5.9	2.9	6.4

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 6
Producto Interno Bruto

	Millones de Pesos a Precios Corrientes	Tipo de Cambio ^{1/}	Millones de Dólares
2012	15,817,754.6	13.1613	1,201,835.3
2013	16,277,187.1	12.7724	1,274,404.0
2014	17,471,466.8	13.3056	1,313,091.2
2015	18,536,531.3	15.8680	1,168,168.2
2016	20,099,594.4	18.6908	1,075,371.8
2017 ^{p/}	21,766,927.9	18.9197	1,150,488.6

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 2013

	Variaciones Anuales en Por ciento					Por ciento del PIB	
	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}	2013	2017 ^{p/}
Oferta Agregada	1.5	3.6	3.9	2.9	3.2	132.5	135.8
PIB	1.4	2.8	3.3	2.9	2.0	100.0	100.0
Importaciones	2.1	5.9	5.9	2.9	6.4	32.5	35.8
Demanda Agregada	1.5	3.6	3.9	2.9	3.2	132.5	135.8
Consumo Total	1.6	2.2	3.1	3.5	2.6	78.7	78.9
Privado	1.8	2.1	3.4	3.7	3.0	66.5	67.2
Público	0.5	2.9	1.9	2.4	0.1	12.2	11.8
Inversión Total	-3.4	3.1	5.0	1.1	-1.5	21.3	20.5
Privada	-3.8	4.5	8.9	2.2	-0.6	16.8	17.4
Pública	-1.6	-2.4	-10.8	-4.2	-6.4	4.4	3.1
Exportaciones	1.4	7.0	8.4	3.5	3.8	31.3	35.0

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

	2014	2015	2016	2017 ^{p/}				Anual
				I	II	III	IV	
Oferta Agregada	3.6	3.9	2.9	4.4	2.7	2.6	3.0	3.2
PIB	2.8	3.3	2.9	3.3	1.8	1.6	1.5	2.0
Importaciones	5.9	5.9	2.9	7.9	5.3	5.5	7.1	6.4
Demanda Agregada	3.6	3.9	2.9	4.4	2.7	2.6	3.0	3.2
Consumo Total	2.2	3.1	3.5	2.9	2.8	2.5	2.0	2.6
Privado	2.1	3.4	3.7	3.1	3.3	3.1	2.5	3.0
Público	2.9	1.9	2.4	1.8	0.0	-1.1	-0.2	0.1
Inversión Total	3.1	5.0	1.1	0.1	-3.0	-0.6	-2.4	-1.5
Privada	4.5	8.9	2.2	1.1	-1.2	0.2	-2.4	-0.6
Pública	-2.4	-10.8	-4.2	-5.8	-12.9	-5.0	-2.4	-6.4
Exportaciones	7.0	8.4	3.5	9.1	4.6	-0.4	2.5	3.8

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	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Financ. de la Formación Bruta de Capital ^{1/}	23.9	22.5	21.9	23.3	23.8	23.2
Ahorro Externo ^{2/}	1.5	2.4	1.8	2.5	2.1	1.7
Ahorro Interno	22.4	20.1	20.1	20.8	21.6	21.5

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 2013

	Variaciones Anuales en Por ciento					Por ciento del PIB	
	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}	2013	2017 ^{p/}
Total	1.4	2.8	3.3	2.9	2.0	100.0	100.0
Actividades Primarias	2.3	3.8	2.1	3.8	3.3	3.1	3.2
Actividades Secundarias	-0.2	2.6	1.1	0.4	-0.6	31.9	29.6
Minería	-0.6	-1.9	-4.4	-4.1	-9.8	7.1	5.2
Electricidad, Agua y Suministro de Gas por Ductos al Consumidor Final	0.6	8.1	1.7	0.1	-0.2	1.5	1.5
Construcción	-1.6	2.7	2.4	2.0	-1.0	7.4	7.1
Industrias Manufactureras	0.5	4.0	2.7	1.5	2.9	15.8	15.8
Actividades Terciarias	2.2	2.7	4.3	3.9	3.0	61.1	62.8
Comercio al por mayor	0.7	6.1	5.3	2.0	3.0	7.9	8.3
Comercio al por menor	2.7	1.7	3.4	3.5	3.6	8.9	9.0
Transportes, Correos y Almacenamiento	2.5	3.5	4.3	3.1	3.2	6.2	6.4
Información en Medios Masivos	4.3	4.5	16.9	19.1	6.1	2.0	2.8
Servicios Financieros y de Seguros	16.0	8.6	14.8	12.2	7.8	3.5	4.7
Servicios Inmobiliarios y de Alquiler de Bienes Muebles e Intangibles	0.9	1.8	2.5	2.0	2.0	11.4	11.1
Servicios Profesionales, Científicos y Técnicos	-1.2	1.7	4.2	7.5	-0.4	1.9	1.9
Dirección de Corporativos y Empresas	-1.7	7.2	4.3	-0.2	1.1	0.6	0.6
Servicios de Apoyo a los Negocios y Manejo de Desechos y Servicios de Remediación	4.4	-0.3	1.3	4.3	5.6	3.5	3.5
Servicios Educativos	0.5	0.5	-0.1	1.0	0.2	4.1	3.7
Servicios de Salud y de Asistencia Social	1.1	-0.3	-1.8	2.7	2.4	2.3	2.1
Servicios de Esparcimiento Culturales y Deportivos, y Otros Servicios Recreativos	7.0	-4.2	4.1	4.5	3.1	0.5	0.4
Servicios de Alojamiento Temporal y de Preparación de Alimentos y Bebidas	1.1	2.7	7.5	3.2	4.3	2.1	2.3
Otros Servicios excepto Actividades del Gobierno	1.8	1.4	2.4	2.6	1.1	2.1	2.0
Actividades del Gobierno	-1.4	2.0	2.4	0.3	0.1	4.1	3.9

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 11
Industria Manufacturera
A precios de 2013

	Variaciones Anuales en Por ciento				Por ciento del PIB	
	2014	2015	2016	2017 ^{p/}	2013	2017 ^{p/}
Total	4.0	2.7	1.5	2.9	15.8	15.8
Industria Alimentaria	0.2	2.2	2.7	1.6	3.7	3.5
Industria de las Bebidas y del Tabaco	3.3	5.3	7.6	2.3	0.8	0.9
Fabricación de Insumos Textiles	-1.9	5.0	-0.7	0.2	0.2	0.1
Confección de Productos Textiles, excepto Prendas de Vestir	5.9	6.9	3.9	-11.7	0.1	0.1
Fabricación de Prendas de Vestir	-0.2	4.1	-1.7	0.4	0.4	0.3
Fabricación de Productos de Cuero, Piel y Materiales Sucedáneos, excepto Prendas de Vestir	-0.7	1.9	-0.7	-3.1	0.1	0.1
Industria de la Madera	1.4	3.8	-4.7	5.0	0.1	0.1
Industria del Papel	2.7	3.5	3.5	2.1	0.3	0.3
Impresión e Industrias Conexas	-0.2	2.0	0.4	-1.8	0.1	0.1
Fabricación de Productos Derivados del Petróleo y del Carbón	-4.8	-7.1	-13.1	-18.2	0.5	0.3
Industria Química	-1.3	-3.6	-2.8	-1.1	1.7	1.4
Industria del Plástico y del Hule	2.5	5.8	-0.9	4.1	0.4	0.4
Fabricación de Productos a Base de Minerales No Metálicos	2.8	6.6	2.3	-0.7	0.4	0.4
Industrias Metálicas Básicas	8.1	-5.6	1.9	2.1	1.1	1.0
Fabricación de Productos Metálicos	5.4	3.4	0.8	0.4	0.5	0.5
Fabricación de Maquinaria y Equipo	9.0	0.9	1.6	9.3	0.7	0.7
Medición y Otros Equipos, Componentes y Accesorios Electrónicos	12.7	7.5	6.1	6.8	1.1	1.3
Fabricación de Equipo de Generación Eléctrica y Aparatos y Accesorios Eléctricos	6.8	5.8	4.5	1.1	0.5	0.5
Fabricación de Equipo de Transporte	9.6	6.8	1.2	8.7	2.7	3.1
Fabricación de Muebles y Productos Relacionados	-3.4	7.2	-3.4	-4.1	0.2	0.2
Otras Industrias Manufactureras	3.2	3.3	3.9	5.7	0.3	0.3

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
2003	1,230.4	3.371	4,498	50.0
2004	1,238.1	3.383	4,573	48.0
2005	1,216.7	3.333	4,818	46.9
2006	1,188.3	3.256	5,356	46.4
2007	1,122.6	3.076	6,058	45.4
2008	1,021.7	2.792	6,919	44.5
2009	949.5	2.601	7,031	43.6
2010	940.6	2.577	7,020	43.1
2011	931.7	2.553	6,594	43.1
2012	932.5	2.548	6,385	43.8
2013	920.6	2.522	6,370	44.5
2014	886.5	2.429	6,532	42.2
2015	827.4	2.267	6,401	37.4
2016	788.2	2.154	5,792	22.2
2017 ^{p/}	711.1	1.948	5,068	22.1

1/ Cifras al 1 de enero.

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
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
2016	16,031	2,373	18,404
2017	16,676	2,509	19,184
2016 Ene	15,391	2,342	17,733
Feb	15,492	2,388	17,880
Mar	15,533	2,395	17,928
Abr	15,611	2,412	18,023
May	15,666	2,415	18,082
Jun	15,761	2,426	18,187
Jul	15,783	2,433	18,216
Ago	15,861	2,460	18,321
Sep	15,986	2,486	18,471
Oct	16,109	2,519	18,628
Nov	16,206	2,531	18,737
Dic	16,031	2,373	18,404
2017 Ene	16,047	2,424	18,470
Feb	16,142	2,471	18,612
Mar	16,255	2,496	18,751
Abr	16,285	2,499	18,784
May	16,350	2,510	18,860
Jun	16,448	2,529	18,978
Jul	16,475	2,548	19,023
Ago	16,562	2,578	19,139
Sep	16,665	2,589	19,254
Oct	16,786	2,649	19,435
Nov	16,872	2,669	19,542
Dic	16,676	2,509	19,184

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/}	
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	
2016	3.9	4.7	9.9	7.7	57.3	27.1	
2017	3.4	4.0	9.2	7.1	57.0	26.9	
2016	I	4.0	4.7	10.2	7.9	57.4	27.1
	II	3.9	4.7	10.0	7.9	57.2	27.1
	III	4.0	5.0	10.0	7.8	57.4	27.1
	IV	3.5	4.3	9.4	7.1	57.2	27.2
2017	I	3.4	3.8	8.9	7.1	57.2	27.3
	II	3.5	4.0	9.4	7.2	56.5	27.0
	III	3.6	4.3	9.4	7.0	57.2	26.6
	IV	3.3	3.9	9.1	6.8	57.0	26.9

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/}
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	62.7	72.4	-4.5	-8.8	-6.4
2002	78.4	60.9	71.9	-0.1	-2.7	-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	73.7	81.3	-4.0	-4.3	-3.2
2006	84.1	72.7	81.3	-0.3	-1.2	0.0
2007	83.4	74.8	82.2	-0.8	2.9	1.1
2008	83.8	78.2	84.0	0.4	4.5	2.2
2009	96.5	88.6	95.8	15.1	13.4	14.2
2010	88.0	81.7	88.7	-8.7	-7.9	-7.5
2011	86.3	82.9	88.3	-2.0	1.5	-0.4
2012	89.7	84.0	91.2	4.0	1.3	3.2
2013	85.0	77.6	86.1	-5.2	-7.6	-5.6
2014	86.4	77.0	87.1	1.7	-0.7	1.1
2015	100.5	82.0	98.1	16.2	6.5	12.7
2016	116.5	95.1	113.5	16.0	15.9	15.7
2017	113.8	92.9	112.1	-2.3	-2.4	-1.2
2016 I	112.1	90.8	108.5	19.1	16.5	17.2
II	113.8	94.0	111.1	16.2	17.4	15.8
III	117.7	97.2	115.2	12.3	14.2	13.1
IV	122.5	98.6	119.0	16.6	15.9	16.8
2017 I	123.6	98.2	120.1	10.2	8.2	10.8
II	112.4	91.0	110.0	-1.2	-3.1	-1.0
III	107.2	89.1	106.4	-8.9	-8.4	-7.7
IV	112.1	93.2	112.0	-8.4	-5.5	-5.9

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

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Precios												
Consumidor												
Fin de Periodo	4.05	3.76	6.53	3.57	4.40	3.82	3.57	3.97	4.08	2.13	3.36	6.77
Promedio Anual	3.63	3.97	5.12	5.30	4.16	3.41	4.11	3.81	4.02	2.72	2.82	6.04
INPP Mercancías Finales, sin Petróleo												
Fin de Periodo	7.12	3.69	10.48	1.99	4.39	7.19	0.94	0.13	4.24	5.29	10.27	4.39
Promedio Anual	6.12	4.25	7.38	5.91	3.25	5.23	4.56	-0.17	2.29	5.43	7.69	7.34
INPP Mercancías y Servicios Finales, sin Petróleo												
Fin de Periodo	5.39	3.57	7.75	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20	7.73	4.24
Promedio Anual	5.12	3.83	5.79	5.36	3.57	4.21	4.22	1.24	2.53	4.29	6.00	6.01
INPP Mercancías y Servicios Finales, con Petróleo												
Fin de Periodo	5.50	4.40	6.50	4.34	3.89	6.58	1.01	1.47	1.79	3.03	9.06	4.65
Promedio Anual	5.39	4.05	6.33	4.88	3.82	4.92	4.32	0.99	1.95	2.28	5.77	6.63
Costo de Construcción Residencial												
Fin de Periodo	8.50	3.04	9.57	-0.33	4.54	9.28	0.78	-0.06	3.75	6.42	9.95	7.85
Promedio Anual	7.58	3.36	9.70	-0.06	3.84	6.07	4.65	0.15	2.74	4.82	8.21	10.86

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
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 Dic	116.059	4.08	4.02	
2015 Dic	118.532	2.13	2.72	
2016 Ene	118.984	2.61	2.68	0.38
Feb	119.505	2.87	2.67	0.44
Mar	119.681	2.60	2.63	0.15
Abr	119.302	2.54	2.59	-0.32
May	118.770	2.60	2.56	-0.45
Jun	118.901	2.54	2.54	0.11
Jul	119.211	2.65	2.53	0.26
Ago	119.547	2.73	2.54	0.28
Sep	120.277	2.97	2.58	0.61
Oct	121.007	3.06	2.63	0.61
Nov	121.953	3.31	2.72	0.78
Dic	122.515	3.36	2.82	0.46
2017 Ene	124.598	4.72	3.00	1.70
Feb	125.318	4.86	3.17	0.58
Mar	126.087	5.35	3.40	0.61
Abr	126.242	5.82	3.68	0.12
May	126.091	6.16	3.97	-0.12
Jun	126.408	6.31	4.29	0.25
Jul	126.886	6.44	4.60	0.38
Ago	127.513	6.66	4.93	0.49
Sep	127.912	6.35	5.21	0.31
Oct	128.717	6.37	5.48	0.63
Nov	130.044	6.63	5.76	1.03
Dic	130.813	6.77	6.04	0.59

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
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	Dic	4.08	6.54	2.27	2.02	1.58	2.87	4.45	3.85	6.80
2015	Dic	2.13	2.32	2.90	-0.07	2.94	3.33	2.43	3.55	4.51
2016	Ene	2.61	3.59	3.00	0.74	2.89	3.77	1.89	3.54	4.41
	Feb	2.87	4.81	3.05	0.67	3.36	3.46	1.60	3.55	4.53
	Mar	2.60	4.33	3.45	0.73	3.01	3.32	0.37	3.66	4.63
	Abr	2.54	3.78	3.28	0.79	2.72	3.82	0.44	3.80	4.81
	May	2.60	4.28	2.89	0.79	2.77	3.96	-0.18	3.85	5.04
	Jun	2.54	3.89	3.04	0.73	2.75	4.06	0.04	3.95	5.04
	Jul	2.65	3.53	3.19	0.75	2.49	4.30	1.30	3.96	5.02
	Ago	2.73	3.50	3.59	0.44	2.54	4.36	2.24	3.94	4.95
	Sep	2.97	4.54	3.66	0.12	2.43	4.14	2.73	4.15	4.78
	Oct	3.06	4.57	3.54	0.26	2.29	4.19	3.34	4.07	4.61
	Nov	3.31	4.71	3.00	0.85	2.07	4.25	3.85	4.28	4.66
	Dic	3.36	4.31	3.26	1.11	2.19	4.15	4.25	4.23	4.89
2017	Ene	4.72	3.46	3.63	2.40	2.73	4.30	12.21	4.36	5.35
	Feb	4.86	2.88	3.92	2.80	2.68	5.09	12.85	4.59	5.53
	Mar	5.35	4.40	3.96	2.97	3.81	5.74	12.67	4.42	5.60
	Abr	5.82	5.86	4.10	2.69	4.07	5.61	13.28	5.03	5.63
	May	6.16	6.65	4.52	2.78	4.93	5.73	13.88	4.47	5.76
	Jun	6.31	7.47	4.10	2.95	5.23	5.92	13.07	4.37	5.94
	Jul	6.44	9.00	4.15	2.83	5.42	5.74	11.30	4.44	6.05
	Ago	6.66	9.91	4.30	3.40	5.13	5.55	10.34	4.52	6.01
	Sep	6.35	8.31	4.39	3.96	4.89	5.27	10.12	4.46	6.05
	Oct	6.37	7.35	4.41	4.60	4.51	5.31	10.86	4.71	5.97
	Nov	6.63	7.59	4.43	5.05	5.09	5.96	11.05	4.71	5.93
	Dic	6.77	7.92	4.05	5.14	5.06	6.13	11.48	4.59	5.76

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
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 Dic	4.08	3.24	3.50	3.03	6.70	8.61	5.55
2015 Dic	2.13	2.41	2.82	2.07	1.28	1.72	1.00
2016 Ene	2.61	2.64	2.86	2.46	2.52	5.27	0.84
Feb	2.87	2.66	3.02	2.36	3.49	8.08	0.71
Mar	2.60	2.76	3.23	2.37	2.12	6.21	-0.37
Abr	2.54	2.83	3.37	2.37	1.66	4.46	-0.09
May	2.60	2.93	3.55	2.41	1.55	5.10	-0.71
Jun	2.54	2.97	3.61	2.44	1.16	3.87	-0.56
Jul	2.65	2.97	3.71	2.36	1.65	2.97	0.81
Ago	2.73	2.96	3.76	2.29	1.99	3.09	1.29
Sep	2.97	3.07	3.92	2.36	2.65	5.34	0.94
Oct	3.06	3.10	3.97	2.36	2.95	5.25	1.52
Nov	3.31	3.29	3.91	2.77	3.34	5.56	1.99
Dic	3.36	3.44	4.05	2.92	3.13	4.15	2.49
2017 Ene	4.72	3.84	4.75	3.07	7.40	0.53	11.80
Feb	4.86	4.26	5.39	3.29	6.71	-2.14	12.48
Mar	5.35	4.48	5.85	3.32	8.02	1.02	12.56
Abr	5.82	4.72	6.05	3.59	9.25	4.36	12.44
May	6.16	4.78	6.29	3.50	10.60	6.43	13.41
Jun	6.31	4.83	6.33	3.56	11.09	8.42	12.86
Jul	6.44	4.94	6.42	3.68	11.27	11.98	10.81
Ago	6.66	5.00	6.51	3.72	11.98	13.89	10.76
Sep	6.35	4.80	6.17	3.63	11.28	10.40	11.86
Oct	6.37	4.77	5.97	3.75	11.40	8.37	13.36
Nov	6.63	4.90	6.19	3.79	11.97	8.84	13.94
Dic	6.77	4.87	6.17	3.76	12.62	9.75	14.44

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 Junio 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
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 Dic	99.704	0.13	0.08	104.548	4.04	0.52	101.642	1.71	0.26
2014 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
2016 Ene	110.987	6.06	1.42	110.951	3.80	0.46	110.973	5.14	1.04
Feb	112.372	7.03	1.25	111.373	3.73	0.38	111.972	5.69	0.90
Mar	112.136	5.98	-0.21	111.661	3.26	0.26	111.946	4.87	-0.02
Abr	112.478	6.16	0.31	111.467	3.09	-0.17	112.074	4.91	0.11
May	113.492	7.37	0.90	111.886	3.44	0.38	112.849	5.77	0.69
Jun	114.862	8.11	1.21	112.388	3.61	0.45	113.872	6.29	0.91
Jul	115.376	7.83	0.45	112.729	3.43	0.30	114.317	6.05	0.39
Ago	115.679	7.36	0.26	112.691	3.11	-0.03	114.484	5.64	0.15
Sep	117.238	8.13	1.35	113.387	3.39	0.62	115.698	6.22	1.06
Oct	117.444	8.16	0.18	113.581	3.51	0.17	115.899	6.29	0.17
Nov	119.445	9.68	1.70	113.835	3.78	0.22	117.201	7.31	1.12
Dic	120.671	10.27	1.03	114.812	3.96	0.86	118.327	7.73	0.96
2017 Ene	123.557	11.32	2.39	115.395	4.01	0.51	120.291	8.40	1.66
Feb	124.093	10.43	0.43	115.859	4.03	0.40	120.799	7.88	0.42
Mar	123.560	10.19	-0.43	116.256	4.12	0.34	120.638	7.76	-0.13
Abr	122.963	9.32	-0.48	116.468	4.49	0.18	120.364	7.40	-0.23
May	123.330	8.67	0.30	116.503	4.13	0.03	120.599	6.87	0.20
Jun	122.689	6.81	-0.52	116.612	3.76	0.09	120.257	5.61	-0.28
Jul	122.303	6.00	-0.31	116.895	3.70	0.24	120.140	5.09	-0.10
Ago	122.521	5.91	0.18	117.090	3.90	0.17	120.348	5.12	0.17
Sep	122.706	4.66	0.15	117.270	3.42	0.15	120.531	4.18	0.15
Oct	124.285	5.82	1.29	117.889	3.79	0.53	121.726	5.03	0.99
Nov	125.680	5.22	1.12	118.587	4.17	0.59	122.842	4.81	0.92
Dic	125.972	4.39	0.23	119.417	4.01	0.70	123.350	4.24	0.41

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	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
INPP Mercancías y Servicios Finales	3.57	7.75	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20	7.73	4.24
Demanda Interna	3.67	7.24	3.32	3.44	5.45	2.49	2.51	3.32	3.13	5.80	5.21
Consumo	3.70	6.24	4.07	3.33	4.75	2.88	3.35	2.95	2.33	4.67	5.16
Inversión	2.81	12.55	-0.53	3.58	8.78	0.65	-0.16	4.52	5.74	9.33	5.36
Exportaciones	2.81	11.61	3.11	5.61	7.77	-2.12	-0.94	5.02	7.79	13.93	1.36
INPP Mercancías Finales	3.69	10.48	1.99	4.39	7.19	0.94	0.13	4.24	5.29	10.27	4.39
Demanda Interna	3.90	10.07	1.92	4.05	6.90	2.83	0.95	3.75	3.57	7.65	6.45
Consumo	4.60	8.42	3.64	4.40	5.68	4.66	1.86	3.46	2.80	6.45	6.40
Inversión	2.75	12.77	-0.76	3.48	8.87	0.42	-0.25	4.14	4.61	9.23	6.52
Exportaciones	2.79	12.25	2.30	5.79	8.36	-3.33	-1.35	5.16	8.45	14.88	1.00
INPP Servicios	3.46	5.26	4.54	3.06	4.37	2.31	4.04	2.93	2.63	3.96	4.01
Demanda Interna	3.49	5.04	4.46	2.96	4.29	2.16	4.10	2.89	2.69	3.95	3.93
Consumo	3.20	5.02	4.32	2.72	4.21	1.83	4.26	2.65	2.04	3.60	4.40
Inversión	4.59	5.89	6.84	6.67	6.20	6.09	0.69	8.20	16.23	10.17	-4.16
Exportaciones	2.88	9.40	5.99	4.97	5.76	5.06	3.04	3.72	1.41	4.21	5.47

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	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
INPP Mercancías y Servicios Finales	3.57	7.75	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20	7.73	4.24
Agricultura, Ganadería, Aprovechamiento Forestal, Pesca y Caza	4.45	14.16	-0.51	13.20	3.46	5.76	-0.10	4.65	1.52	10.69	6.64
Minería	10.39	-3.82	31.26	17.60	9.17	-2.60	-0.35	9.20	16.06	14.29	-4.35
Electricidad, Agua y Suministro de Gas por Ductos al Consumidor Final	4.07	11.70	-0.33	4.90	5.30	3.68	4.25	3.58	-2.77	3.38	2.80
Construcción	2.90	13.08	-0.95	3.89	9.29	0.41	-0.69	4.46	4.38	8.71	7.91
Industria Manufacturera	3.82	9.03	3.38	3.23	6.81	1.30	0.28	4.17	6.06	10.65	3.41
Transportes, Correos y Almacenamiento	2.73	6.07	6.86	2.73	5.74	2.99	4.20	2.57	2.96	4.25	6.15
Información en Medios Masivos	--	--	--	--	2.67	-13.84	13.08	-3.81	-14.38	-1.99	1.16
Servicios Inmobiliarios y de Alquiler de Bienes Muebles e Intangibles	2.72	3.62	2.16	2.24	1.96	2.04	2.11	2.03	1.89	2.78	2.22
Servicios Profesionales, Científicos y Técnicos	--	--	--	--	5.69	2.85	2.47	4.23	3.13	2.50	4.62
Servicios de Apoyo a los Negocios y Manejo de Desechos y Servicios de Remediación	--	--	--	--	2.14	5.09	4.38	4.45	7.22	7.27	4.39
Servicios Educativos	--	--	--	--	4.37	6.91	4.53	4.37	4.36	4.34	4.83
Servicios de Salud y de Asistencia Social	--	--	--	--	3.75	3.03	3.91	3.45	3.65	4.05	4.86
Servicios de Esparcimiento Culturales y Deportivos, y Otros Servicios Recreativos	--	--	--	--	2.91	4.19	2.18	2.93	3.63	3.54	5.08
Servicios de Alojamiento Temporal y de Preparación de Alimentos y Bebidas	3.96	6.02	3.55	3.69	4.74	4.03	3.06	5.11	3.93	5.58	5.25
Otros Servicios Excepto Actividades Gubernamentales	--	--	--	--	3.28	3.25	2.91	2.97	2.83	3.84	4.10

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	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Índice General	2.90	13.08	-0.95	4.80	9.29	0.41	-0.69	4.46	4.38	8.71	7.91
Subíndice Materiales de Construcción	2.55	15.47	-1.84	5.16	10.56	-0.16	-1.39	4.54	4.41	9.82	8.67
Minerales no Metálicos	4.88	7.78	2.58	3.16	4.81	4.98	4.30	5.10	5.30	9.10	11.76
Cemento y Concreto	4.71	8.72	0.14	5.37	9.04	1.24	-1.97	5.58	10.14	12.44	9.95
Aglutinantes	3.38	10.40	3.26	5.01	5.91	4.98	0.63	4.75	7.21	12.81	10.87
Artículos a base de Arcilla	3.67	6.30	0.21	2.85	1.68	1.48	2.84	2.15	6.95	7.80	8.36
Productos a base de Concreto	3.18	5.06	0.98	1.82	3.16	2.44	1.64	3.18	7.67	9.89	12.97
Partes Estructurales de Concreto	4.35	11.35	-0.25	3.24	6.75	1.72	1.15	2.85	6.68	5.35	10.93
Otros Productos de Concreto	1.47	8.19	0.70	2.51	3.95	1.96	-0.26	5.13	3.27	4.56	10.33
Otros Artículos a base de Minerales no Metálicos	0.53	7.77	-3.32	3.05	6.32	7.47	-2.03	3.53	4.96	6.05	9.02
Productos de Madera	3.38	7.27	1.80	3.03	2.86	5.04	1.48	1.83	7.44	7.47	7.38
Pinturas y Similares	0.85	19.19	-0.27	5.01	14.83	1.27	2.91	0.17	7.41	3.41	7.13
Productos de Plástico	-1.68	8.36	-4.76	5.37	3.26	2.39	-0.56	3.47	7.82	5.39	8.32
Otros Productos Químicos	0.98	49.02	-10.00	7.40	15.62	-5.34	-6.52	13.68	-19.64	-10.73	8.86
Productos Metálicos	0.90	26.13	-7.13	5.54	11.50	-1.55	-4.30	4.53	1.42	11.76	6.58
Productos de Alambre	-3.55	24.34	-8.83	5.22	36.15	-10.69	-8.24	-1.20	4.17	22.86	-1.39
Equipos Eléctricos	6.04	15.68	2.24	1.71	6.22	5.28	-0.15	1.39	6.23	12.44	5.55
Accesorios Eléctricos	0.54	-4.09	6.34	15.71	5.63	1.22	-5.74	-0.33	4.75	9.74	14.90
Muebles y Accesorios	4.56	11.52	3.14	2.39	4.24	5.14	3.80	1.71	10.31	9.12	6.97
Otros Materiales y Accesorios	2.84	16.92	-0.36	7.70	7.51	2.55	1.57	6.45	5.65	9.96	7.37
Subíndice Alquiler de Maquinaria y Equipo	2.89	6.89	1.82	3.24	5.26	-0.24	1.43	5.14	6.77	7.91	3.00
Subíndice de Remuneraciones	4.35	3.55	3.07	3.32	3.80	3.21	2.87	3.91	3.78	2.85	4.40

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 24
Salarios Contractuales

Periodo		Salarios Contractuales					
		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
2006	Promedio	4.1	1,684.2	5,819	4.4	482.7	2,433
2007	Promedio	4.2	1,858.1	6,251	4.4	566.8	2,546
2008	Promedio	4.4	1,909.6	6,308	4.7	557.5	2,768
2009	Promedio	4.4	1,824.3	6,645	4.4	511.5	2,930
2010	Promedio	4.3	1,882.0	6,825	4.8	560.0	3,268
2011	Promedio	4.3	1,970.7	7,192	4.7	612.8	3,445
2012	Promedio	4.4	2,072.6	7,442	4.8	638.1	3,405
2013	Promedio	4.3	2,071.6	7,802	4.6 ^{1/}	669.0 ^{1/}	3,403 ^{1/}
2014	Promedio	4.1	2,197.8	8,250	4.6	708.7	3,584
2015	Promedio	4.1	2,229.5	8,336	4.5	760.5	3,728
2016	Promedio	4.0	2,258.6	7,975	4.6	766.3	3,838
2017	Promedio	4.4	2,308.5	8,556	4.6	815.3	3,889
2014	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	751	4.8	80.3	375
	May	4.4	158.0	762	4.9	62.2	353
	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	718	4.7	51.2	307
	Sep	4.1	251.0	574	4.2	34.9	256
	Oct	3.6	597.7	578	4.6	108.6	240
	Nov	4.1	75.1	474	4.5	37.3	237
	Dic	4.3	38.4	781	4.3	16.1	122
2016	Ene	4.0	186.2	571	4.4	49.7	288
	Feb	4.1	235.7	954	4.5	110.0	460
	Mar	4.5	148.7	796	4.4	72.1	406
	Abr	4.8	201.8	1,035	4.5	97.3	493
	May	4.0	228.3	838	4.6	75.8	369
	Jun	4.5	118.7	836	4.5	70.7	429
	Jul	4.4	80.2	417	4.7	50.3	212
	Ago	3.7	245.8	707	4.6	48.7	318
	Sep	4.1	104.3	500	4.4	61.2	270
	Oct	3.4	564.8	482	5.0	74.8	226
	Nov	4.5	79.4	466	4.9	41.8	220
	Dic	4.1	64.7	373	4.5	14.0	147
2017 ^{p/}	Ene	4.1	126.8	536	5.2	49.1	268
	Feb	4.6	254.3	858	5.0	95.4	391
	Mar	4.7	288.8	1,170	5.0	145.8	571
	Abr	4.0	193.5	740	4.8	65.0	424
	May	4.7	194.5	755	5.6	85.3	413
	Jun	5.4	132.3	889	5.7	51.7	383
	Jul	5.8	56.5	706	6.2	34.9	198
	Ago	4.2	290.6	1054	5.4	81.0	408
	Sep	5.1	37.0	294	5.3	21.0	117
	Oct	3.8	616.0	749	5.6	115.3	345
	Nov	5.1	63.4	494	5.6	37.2	199
	Dic	5.3	54.9	311	5.3	33.4	172

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	
2013	Promedio	2.8	0.3	-3.0
2014	Promedio	-0.9	2.5	1.6
2015	Promedio	4.6	0.8	-0.2
2016	Promedio	4.4	1.0	-2.0
2017	Promedio	5.0	0.6	-0.4
2013	I	5.0	-0.7	-3.4
	II	2.9	1.5	-2.5
	III	2.6	1.4	-2.6
	IV	0.8	-1.1	-3.4
2014	I	-1.3	1.2	-0.8
	II	-0.3	2.3	0.6
	III	-0.8	2.6	2.1
	IV	-1.1	3.7	4.6
2015	I	2.6	2.0	2.2
	II	2.9	0.9	-0.2
	III	6.9	1.3	0.2
	IV	6.1	-0.8	-2.7
2016	I	4.5	1.0	-3.3
	II	4.5	1.1	-1.6
	III	3.4	-0.5	-2.9
	IV	5.2	2.2	-0.4
2017	I	4.9	1.1	2.1
	II	6.9	0.3	-2.2
	III	4.7	0.8	-0.6
	IV	3.4	0.1	-0.8

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 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			
2017 Enero 1 ^{5/}	80.04			
2017 Diciembre 1 ^{6/}	88.36			
2018 Enero 1	88.36			

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.

5/ El 1 de diciembre de 2016 el Consejo de Representantes de la CONASAMI acordó otorgar un aumento constituido por el Monto Independiente de Recuperación (MIR) de 4.00 pesos diarios al salario mínimo general (pasó de 73.04 a 77.04 pesos diarios). Sobre el monto de 77.04 pesos diarios, se otorgó un incremento de fijación al salario mínimo general de 3.9 por ciento.

6/ El 21 de noviembre de 2017, el Consejo de Representantes de la CONASAMI acordó otorgar un aumento constituido por el MIR de 5.00 pesos diarios al salario mínimo general (pasó de 80.04 a 85.04 pesos diarios). Sobre el monto de 85.04 pesos diarios, se otorgó un incremento al salario mínimo general de 3.9 por ciento.

Fuente: Comisión Nacional de los Salarios Mínimos.

Indicadores Monetarios y Financieros

Cuadro A 27
Principales Indicadores Monetarios y Financieros

	2014	2015	2016	2017
Agregados Monetarios ^{1/}	Variación Real Anual en Por ciento			
Base Monetaria	9.09	16.92	12.72	4.62
M1	9.91	15.02	11.41	5.53
M2	6.25	5.30	5.19	3.54
M4	6.76	6.15	1.75	1.62
	Por ciento del PIB ^{2/}			
Base Monetaria	5.15	5.82	6.23	6.38
M1	14.61	16.27	17.19	17.76
M2	34.67	35.34	35.26	35.75
M4	51.92	53.35	51.48	51.22
Tasas de Interés Nominales ^{3/}	Tasas Anuales en Por ciento			
TIEE 28 Días	3.52	3.32	4.47	7.06
Cetes 28 Días	3.00	2.98	4.15	6.69
CPP	2.41	2.18	2.67	4.25
CCP	3.23	3.03	3.76	5.81
Tipo de Cambio ^{4/}	Pesos por Dólar			
Para Solventar Obligaciones en Moneda Extranjera	14.7180	17.2065	20.7314	19.7867
Bolsa Mexicana de Valores ^{4/}	Índice Base Octubre de 1978=100			
Índice de Precios y Cotizaciones	43,146	42,978	45,643	49,354

1/ Calculada con base en el promedio de saldos mensuales. El contenido de esta sección difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 31 de enero de 2018 el Banco de México publicó la redefinición de la estadística de los agregados monetarios.

2/ PIB (base 2013) promedio anual.

3/ Promedio de observaciones diarias o semanales.

4/ 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
Saldos Nominales					
2004	340.2	946.3	2,493.3	2,715.6	2,809.0
2005	380.0	1,068.1	2,847.6	3,033.1	3,169.0
2006	449.8	1,218.2	3,203.2	3,499.7	3,676.0
2007	494.7	1,349.8	3,559.3	3,808.1	4,069.6
2008	577.5	1,482.7	3,972.4	4,340.1	4,660.5
2009	632.0	1,613.5	4,130.8	4,616.4	4,988.9
2010	693.4	1,831.6	4,442.0	4,886.4	5,618.3
2011	763.5	2,081.5	4,960.1	5,548.0	6,696.7
2012	846.0	2,278.2	5,306.8	6,004.5	7,814.3
2013	917.9	2,511.4	5,872.3	6,608.0	8,648.4
2014	1,062.9	2,876.5	6,356.2	7,231.7	9,631.0
2015	1,241.7	3,348.7	6,769.7	7,778.6	10,127.7
2016	1,420.3	3,868.3	7,670.0	8,588.5	10,818.1
2017 Ene	1,382.8	3,811.4	7,614.2	8,576.3	10,842.4
Feb	1,367.9	3,798.0	7,603.1	8,557.0	10,875.2
Mar	1,370.1	3,782.4	7,541.1	8,582.0	10,930.2
Abr	1,378.9	3,812.3	7,565.1	8,608.2	10,958.6
May	1,375.2	3,739.9	7,568.3	8,556.4	10,877.0
Jun	1,371.2	3,805.7	7,682.0	8,737.9	11,073.8
Jul	1,370.6	3,822.4	7,768.6	8,910.8	11,212.2
Ago	1,354.5	3,777.4	7,731.8	8,829.6	11,126.6
Sep	1,357.3	3,859.4	7,873.5	9,002.7	11,354.9
Oct	1,372.1	3,920.9	7,982.0	9,040.3	11,356.7
Nov	1,408.3	3,994.8	8,061.9	9,162.3	11,477.1
Dic	1,545.9	4,264.0	8,387.4	9,488.3	11,705.6
Saldos Promedio como Por ciento del PIB ^{1/}					
2011	4.46	12.33	31.29	34.76	41.21
2012	4.71	13.02	32.23	36.36	45.64
2013	4.87	13.72	33.67	38.14	50.18
2014	5.15	14.61	34.67	39.30	51.92
2015	5.82	16.27	35.34	40.42	53.35
2016	6.23	17.19	35.26	40.18	51.48
2017	6.38	17.76	35.75	40.60	51.22

Nota: El contenido de este cuadro difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 31 de enero de 2018 el Banco de México publicó la redefinición de la estadística de los agregados monetarios.

Base Monetaria compuesta por los billetes y monedas en circulación y los depósitos bancarios en cuenta corriente en el Banco de México.

M1 compuesto por instrumentos altamente líquidos en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. En particular, incluye billetes y monedas que pone en circulación el Banco de México, así como depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular.

M2 es igual al M1 más los instrumentos monetarios a plazo en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. En particular, incluye la captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro y crédito popular y uniones de crédito; las acciones de los fondos de inversión de deuda; y los acreedores por reporto de valores.

M3 es igual al M2 más los valores emitidos por el gobierno federal, Banco de México (BREMS) y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero.

M4 está constituido por el M3 más la tenencia por parte de no residentes de todos los instrumentos incluidos en M3.

^{1/} PIB (base 2013) 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/}
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	1,062.893	1,062.892	0.001	-1,822.202	2,885.095
2015	1,241.685	1,239.327	2.358	-1,822.182	3,063.867
2016					
Ene	1,203.744	1,203.744	0.000	-2,004.745	3,208.490
Feb	1,190.669	1,190.668	0.001	-2,039.487	3,230.156
Mar	1,214.342	1,214.341	0.001	-1,883.829	3,098.171
Abr	1,200.802	1,200.802	0.000	-1,927.938	3,128.740
May	1,223.289	1,221.643	1.646	-2,079.486	3,302.775
Jun	1,237.332	1,235.274	2.059	-2,065.297	3,302.629
Jul	1,253.084	1,251.300	1.784	-2,122.062	3,375.146
Ago	1,245.686	1,243.634	2.051	-2,109.115	3,354.800
Sep	1,252.267	1,251.258	1.009	-2,246.002	3,498.269
Oct	1,267.091	1,266.175	0.916	-2,074.049	3,341.140
Nov	1,307.077	1,306.230	0.847	-2,302.485	3,609.562
Dic	1,420.269	1,419.754	0.515	-2,251.156	3,671.425
2017					
Ene	1,382.791	1,382.791	0.000	-2,291.336	3,674.127
Feb	1,367.861	1,367.860	0.001	-2,226.956	3,594.817
Mar	1,370.072	1,369.315	0.758	-1,989.334	3,359.407
Abr	1,378.916	1,378.915	0.001	-1,972.703	3,351.619
May	1,375.218	1,374.296	0.922	-1,917.142	3,292.360
Jun	1,371.217	1,371.217	0.000	-1,797.416	3,168.633
Jul	1,370.625	1,369.987	0.639	-1,761.223	3,131.848
Ago	1,354.488	1,353.026	1.461	-1,758.352	3,112.840
Sep	1,357.349	1,352.869	4.480	-1,819.017	3,176.366
Oct	1,372.081	1,368.872	3.209	-2,006.942	3,379.023
Nov	1,408.264	1,405.915	2.348	-1,832.125	3,240.388
Dic	1,545.934	1,542.611	3.323	-1,904.486	3,450.420

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1. Billetes y Monedas en Poder del Público ^{1/}	733.5	792.3	928.1	1,087.3	1,261.7	1,372.9
2. Depósitos de Exigibilidad Inmediata ^{2/}	1,544.7	1,719.1	1,948.5	2,261.5	2,606.6	2,891.1
En Moneda Nacional	1,378.9	1,527.6	1,710.0	1,922.7	2,126.2	2,333.3
En Moneda Extranjera	165.8	191.5	238.4	338.8	480.4	557.8
3. M1=(1+2)	2,278.2	2,511.4	2,876.5	3,348.7	3,868.3	4,264.0
4. Captación a Plazo en Bancos ^{3/}	1,154.4	1,225.8	1,248.7	1,384.2	1,529.6	1,699.3
En Moneda Nacional	1,108.5	1,183.5	1,182.2	1,302.1	1,389.6	1,481.5
En Moneda Extranjera	45.9	42.3	66.5	82.0	140.0	217.8
5. Captación a Plazo en Otras Instituciones No Bancarias ^{4/}	79.5	96.5	104.7	114.9	130.5	143.6
6. Acciones de los Fondos de Inversión de Deuda	1,093.0	1,155.6	1,290.0	1,301.2	1,347.6	1,432.4
7. Acreedores por Reporto de Valores ^{5/}	701.7	883.1	836.3	620.6	794.0	848.4
8. M2=(3+4+5+6+7)	5,306.8	5,872.3	6,356.2	6,769.7	7,670.0	8,387.7
9. Valores Públicos en Poder de Residentes	697.8	735.7	875.5	1,008.9	918.5	1,100.9
Del Gobierno Federal	568.6	606.9	759.4	853.8	830.3	976.6
Del IPAB	129.2	128.8	116.0	155.0	88.1	124.3
10. M3=(8+9)	6,004.5	6,608.0	7,231.7	7,778.6	8,588.5	9,488.6
11. Depósitos de Exigibilidad Inmediata en Poder de No Residentes ^{6/}	43.0	60.9	50.9	30.1	42.3	33.5
12. Captación a Plazo en Poder de No Residentes ^{3/}	42.5	40.1	45.8	37.6	47.4	48.7
13. Acciones de los Fondos de Inversión de Deuda en Poder de No Residentes	10.4	12.4	18.0	4.3	7.0	6.2
14. Acreedores por Reporto de Valores en Poder de No Residentes ^{5/}	8.7	10.1	8.6	5.1	5.6	8.3
15. Valores Públicos en Poder de No Residentes	1,705.2	1,916.8	2,275.9	2,272.1	2,127.4	2,120.4
16. M4=(10+11+12+13+14+15)	7,814.3	8,648.4	9,631.0	10,127.7	10,818.1	11,705.8

Nota: Los saldos pueden no coincidir con las sumas de sus componentes debido al redondeo de las cifras.

El contenido de esta sección difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 31 de enero de 2018 el Banco de México publicó la redefinición de la estadística de los agregados monetarios.

1/ Los billetes y monedas en poder del público se obtienen excluyendo la caja de los bancos, de las entidades de ahorro y crédito popular y de las uniones de crédito, del total de billetes y monedas en circulación.

2/ Incluye cuentas de cheques y depósitos en cuenta corriente en bancos y entidades de ahorro y crédito popular (sociedades de ahorro y préstamo, sociedades financieras populares y sociedades cooperativas de ahorro y préstamo).

3/ Incluye depósitos y títulos de crédito (certificados bursátiles y bonos bancarios) emitidos por la banca con un plazo residual menor o igual a 5 años.

4/ Incluye entidades de ahorro y crédito popular y uniones de crédito.

5/ Se refiere a los recursos financieros que recibe la banca en operaciones de reporto con los sectores tenedores de dinero.

6/ Incluye cuentas de cheques y depósitos en cuenta corriente en bancos.

Cuadro A 31
Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio ^{1/}

Concepto	Total					4to. Trimestre de 2017				
	2016		2017			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/}	85.3	84.5	82.8	85.1	83.4	81.2	84.7	87.6	85.1	55.2
Fuente: ^{4/}										
De Proveedores	76.8	75.9	74.6	76.5	73.5	72.9	73.9	82.3	75.3	27.5
De la Banca Comercial	38.5	36.5	36.0	34.1	35.5	25.3	41.7	37.5	34.8	33.7
De la Banca Domiciliada en el Extranjero	5.9	5.3	5.7	5.7	5.6	2.9	7.1	8.9	4.5	0.5
De Empresas del Grupo Corporativo/Oficina Matriz	20.7	18.8	17.6	18.6	17.5	11.7	21.0	21.7	16.9	6.0
De la Banca de Desarrollo	5.6	5.1	6.2	6.3	6.3	2.2	8.8	5.8	6.8	4.3
Mediante Emisión de Deuda	0.4	1.3	2.5	2.1	2.3	0.0	3.7	3.0	2.3	0.0
Empresas que Otorgaron algún Tipo de Financiamiento: ^{3/}	80.3	80.6	78.4	81.3	81.8	80.4	82.6	89.3	82.1	50.8
Destino: ^{4/}										
A Clientes	77.7	78.1	76.3	78.9	80.3	78.9	81.2	87.3	81.2	47.6
A Proveedores	14.7	13.3	16.4	13.7	17.6	11.9	21.0	19.7	17.3	11.5
A Empresas del Grupo Corporativo	15.4	11.3	12.9	9.3	9.8	6.0	12.0	12.7	8.9	4.8
A Otros	0.4	0.4	0.2	0.4	0.4	0.0	0.6	1.0	0.0	1.1
Plazo Promedio del Financiamiento Otorgado en Días:										
A Clientes	60	58	59	61	59	46	67	54	63	50
A Proveedores	49	50	51	54	51	45	53	53	50	46
A Empresas del Grupo Corporativo	61	66	66	60	59	43	63	61	54	92
Empresas que Esperan Solicitar Financiamiento de la Banca Comercial en el Próximo Trimestre: ^{3/}	38.0	38.0	34.6	34.5	32.3	22.1	38.4	34.7	34.4	8.5

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 2017				
	2016		2017			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:	49.8	47.6	47.9	47.7	42.9	33.3	48.6	45.5	41.0	46.9
Empresas que Utilizaron Nuevos Créditos Bancarios: ^{4/}	25.9	22.6	27.0	24.0	22.5	17.0	25.8	23.8	22.0	20.8
Destino del Crédito Bancario: ^{5/}										
Capital de Trabajo	75.5	80.1	80.5	80.3	83.7	86.2	82.7	90.1	82.3	66.1
Reestructuración de Pasivos	11.3	17.7	13.9	15.0	14.1	9.8	15.8	10.5	17.4	4.8
Operaciones de Comercio Exterior	0.5	3.2	0.8	0.1	1.4	0.0	1.9	4.0	0.0	0.0
Inversión	21.8	15.6	22.1	13.3	12.8	7.0	15.1	10.3	12.9	23.1
Otros Propósitos	2.1	0.6	5.5	0.3	0.8	0.9	0.8	0.0	0.0	10.7
Percepción sobre las Condiciones de Acceso al Crédito Bancario:										
Índices de Difusión ^{6/}										
Montos Ofrecidos	53.4	52.0	47.8	57.1	51.8	48.2	53.0	51.1	52.2	56.3
Plazos Ofrecidos	44.9	53.0	53.3	59.1	50.9	48.8	51.7	49.3	51.5	72.8
Requerimientos de Colateral	42.3	44.7	44.6	49.3	43.1	38.1	44.8	43.5	42.8	44.6
Tiempos de Resolución del Crédito	40.0	43.9	44.1	46.0	46.2	60.7	42.4	48.8	44.6	37.3
Condiciones para Refinanciar Créditos	47.2	48.9	45.3	53.0	50.4	60.7	47.7	51.2	50.0	45.9
Otros Requisitos Solicitados por la Banca	45.6	43.1	41.1	45.4	41.4	47.4	39.7	45.3	38.7	45.9
Percepción sobre las Condiciones de Costo del Crédito Bancario:										
Índices de Difusión ^{7/}										
Tasas de Interés Bancarias	17.8	21.2	15.8	26.7	29.6	23.5	31.7	26.4	31.6	30.9
Comisiones y Otros Gastos	30.2	32.8	35.2	41.8	41.0	32.5	43.9	42.0	40.3	41.6
Empresas que no Utilizaron Nuevos Créditos Bancarios: ^{4/}	74.1	77.4	73.0	76.0	77.5	83.0	74.2	76.2	78.0	79.2
Lo Solicitaron y está en Proceso de Autorización	1.7	3.6	2.7	1.2	1.5	1.6	1.4	3.3	0.4	2.5
Lo Solicitaron y fue Rechazado	1.7	1.5	1.3	1.5	1.3	0.9	1.5	0.0	1.8	2.8
Lo Solicitaron, pero lo Rechazaron porque era muy Caro	0.0	0.6	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
No Solicitaron	70.8	71.7	68.7	73.1	74.7	80.5	71.2	72.8	75.8	73.8
Factores Limitantes para Solicitar o Utilizar Nuevos Créditos: ^{8/}										
Situación Económica General	49.8	51.6	50.2	44.3	42.1	48.9	37.6	40.1	42.7	45.7
Acceso a Apoyo Público	36.3	43.8	42.3	37.8	31.8	38.0	27.6	33.5	29.9	38.8
Ventas y Rentabilidad de su Empresa	40.6	43.4	39.9	35.8	33.7	41.8	28.3	34.2	32.5	40.2
Capitalización de su Empresa	39.1	43.2	39.2	32.1	27.6	34.9	22.9	29.7	25.7	33.9
Historia Crediticia de su Empresa	26.2	29.4	23.9	21.2	23.2	29.1	19.3	20.0	23.7	31.1
Disposición de los Bancos a Otorgar Créditos	42.4	43.5	38.3	35.2	34.2	39.7	30.5	33.5	34.2	36.5
Dificultades para el Pago del Servicio de la Deuda Bancaria Vig.	35.9	36.5	29.4	25.5	22.6	32.3	16.2	18.6	24.0	28.1
Tasas de Interés del Mercado de Crédito Bancario	53.0	54.8	51.7	44.3	41.1	50.4	34.8	39.6	40.8	48.3
Condiciones de Acceso al Crédito Bancario	47.6	46.5	45.5	38.9	34.7	40.7	30.6	34.5	33.9	40.9
Montos Exigidos como Colateral para Acceder al Financ. Banc.	46.4	48.5	49.3	35.1	35.6	41.0	32.0	36.2	34.8	38.9
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	19.6	16.2	17.5	16.7	15.6	18.3	13.9	18.0	14.0	17.7
Menor Limitante	27.1	30.4	31.5	29.9	30.8	33.1	29.4	28.9	30.7	38.6
Ninguna Limitante	53.3	53.3	51.0	53.4	53.7	48.5	56.7	53.1	55.4	43.7

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. El porcentaje señalado para 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/
2014									
Mar	5,805,584	472,520	951,872	2,595,977	218,023	106,140	351,060	968,476	141,517
Jun	5,969,392	503,011	1,013,871	2,662,949	225,982	109,821	347,567	964,300	141,890
Sep	6,134,355	518,561	1,057,915	2,710,161	240,718	114,968	354,532	985,945	151,555
Dic	6,402,847	608,531	1,150,241	2,797,717	263,460	110,713	339,552	991,881	140,752
2015									
Mar	6,555,221	584,834	1,158,668	2,848,641	270,649	129,548	358,016	1,050,677	154,188
Jun	6,771,825	618,895	1,237,084	2,921,066	286,548	132,815	373,633	1,051,845	149,939
Sep	7,209,353	703,186	1,320,405	3,051,507	305,807	203,019	398,364	1,074,072	152,994
Dic	7,409,552	714,707	1,352,888	3,172,801	330,417	210,243	399,806	1,074,863	153,828
2016									
Mar	7,714,768	724,658	1,395,884	3,235,909	331,062	327,235	401,203	1,140,308	158,510
Jun	8,051,546	785,752	1,485,476	3,364,118	350,129	346,306	404,197	1,147,828	167,740
Sep	8,357,768	821,960	1,528,107	3,500,887	368,924	369,670	419,332	1,175,200	173,689
Dic	8,648,034	884,355	1,583,917	3,628,738	391,156	393,480	420,618	1,168,733	177,037
2017									
Mar	8,526,897	779,115	1,456,486	3,683,985	381,110	402,581	418,226	1,230,560	174,835
Jun	8,617,819	781,727	1,402,540	3,797,304	378,003	402,701	436,037	1,238,548	180,960
Sep	8,909,408	802,475	1,484,916	3,902,470	388,657	416,761	461,942	1,269,230	182,957
Dic	9,349,053	842,421	1,640,735	4,062,601	418,356	436,738	482,173	1,277,181	188,847

1/ Los datos de esta serie incluyen el crédito de la banca comercial externa, proveedores extranjeros de empresas nacionales y otros acreedores. En febrero de 2018, las cifras de Crédito Externo se revisaron de manera retroactiva a partir de marzo de 2004. 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 2018, las cifras de Emisión de deuda colocada en el exterior se revisaron de manera retroactiva a partir de marzo de 2004.

3/ Incluye cartera de crédito directo total (vigente y vencida) de la banca comercial y las sofomes reguladas subsidiarias de instituciones bancarias y grupo financieros (véase nota aclaratoria del comunicado de prensa de Agregados Monetarios y Actividad Financiera del 31 de agosto de 2016).

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.

Nota: Cifras sujetas a revisión. Los saldos pueden no coincidir con las sumas de sus componentes en virtud del redondeo de las cifras.

Cuadro A 34
Matriz de Flujo de Fondos del Sistema Financiero Institucional para Enero - Diciembre de 2017 ^{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)	5.7	3.5	-2.2	0.0	0.0	0.0	1.4	2.4	1.0	2.0	1.8	-0.2	-1.5	1.5	
2. Instrumentos Financieros	5.7	0.4	-5.3	0.0	0.0	0.0	0.1	2.2	2.2	-0.1	0.7	0.8	-2.3	2.3	
3. Billetes y Monedas	0.5		-0.5								0.5	0.5			
4. Instrumentos de Captación Bancaria	2.3		-2.3				0.1		-0.1		0.1	0.1	-2.3	2.3	
4.1 Empresas y Otras Instituciones ^{7/}	1.1		-1.1				0.1		-0.1		-1.1	-1.1	-2.3	2.3	
4.2 Personas Físicas	1.2		-1.2								1.2	1.2			
5. Emisión de Valores ^{8/}	2.4	0.0	-2.4	0.0	0.0	0.0		2.2	2.2	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	
6. Fondos de Pensión y Vivienda ^{9/}	0.4	0.4	0.0					0.0	0.0						
7. Financiamiento							1.1	0.3	-0.8	0.3	1.1	0.8			
7.1 Empresas y Otras Instituciones ^{10/}							1.1	0.3	-0.8	0.3	1.1	0.8			
7.2 Hogares															
8. Mercado Accionario		0.9	0.9										0.9	-0.9	
9. Otros conceptos del Sistema Financiero ^{11/}		2.1	2.1				0.2	-0.1	-0.3	1.8		-1.8			
10. Variación en Instrumentos Financieros Externos (11 + 12 + 13 + 14 + 15)	-2.7	4.3	7.0				0.0	1.0	1.0	-0.2	0.0	0.2	5.3	-2.9	
11. Inversión Extranjera Directa		2.7	2.7										2.7	-2.7	
12. Financiamiento del Exterior		2.2	2.2					1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	3.3	-3.3	
13. Activos en el Exterior	-2.7		2.7				0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	-2.7	-2.7	
14. Reserva Internacional del Banco de México											-0.2	0.2	-0.2	-0.2	
15. Errores y Omisiones (Balanza de Pagos)		-0.6	-0.6										-0.6	0.6	
16. Discrepancia Estadística^{12/}		-5.1	-5.1										-5.1	5.1	
17. Variación Total en Instrumentos Financieros (1+ 10 +16)	3.0	2.6	-0.4	0.0	0.0	0.0	1.4	3.4	2.0	1.8	1.8	0.0	-1.2	-2.9	

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 éstos 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			Ponderado de Colocación	Precio		
		Ofrecido	Colocado	Demandado		Máximo	Mínimo Asignado	Mínimo
05/01/2017	364	1,000	1,000	13,050	99.86310	99.86330	99.86229	99.84268
12/01/2017	357	1,000	1,000	19,220	99.87562	99.87692	99.87547	99.86486
19/01/2017	350	1,000	1,000	24,550	99.88805	99.88810	99.88710	99.86298
26/01/2017	343	1,000	1,000	16,400	99.90205	99.90210	99.90110	99.87000
02/02/2017	336	1,000	1,000	5,370	99.90926	99.90926	99.90926	90.00000
09/02/2017	329	1,000	1,000	78,920	99.91666	99.91708	99.91577	90.00000
16/02/2017	322	1,000	1,000	6,500	99.92700	99.92700	99.92700	99.92052
23/02/2017	315	1,000	1,000	10,600	99.93511	99.93511	99.93511	99.00000
02/03/2017	308	1,000	1,000	5,500	99.93407	99.93407	99.93407	99.92072
09/03/2017	301	1,000	1,000	47,650	99.93925	99.93990	99.93895	99.93471
16/03/2017	294	1,000	1,000	78,200	99.94826	99.95018	99.94627	90.00000
23/03/2017	287	1,000	1,000	3,100	99.95099	99.95099	99.95099	99.94771
30/03/2017	280	1,000	0	1,000	0.00000	0.00000	0.00000	90.00000
06/04/2017	364	1,500	1,500	10,050	99.90359	99.90388	99.90300	98.00000
12/04/2017	358	1,500	1,500	45,551	99.88899	99.90355	99.88038	98.00000
20/04/2017	350	1,500	1,500	17,700	99.91687	99.92447	99.91570	98.00000
27/04/2017	343	1,500	1,500	1,605	99.92429	99.93057	99.92308	99.92308
04/05/2017	336	1,500	1,500	9,180	99.92467	99.92742	99.91200	98.00000
11/05/2017	329	1,500	1,500	4,050	99.92666	99.92880	99.92310	99.91911
18/05/2017	322	1,500	1,500	22,400	99.93015	99.93034	99.93008	98.50000
25/05/2017	315	1,500	1,500	2,230	99.93098	99.93274	99.92976	99.92976
01/06/2017	308	1,500	1,500	2,654	99.93075	99.93173	99.92972	98.00000
08/06/2017	301	1,500	1,500	3,700	99.93173	99.93238	99.93156	98.00000
15/06/2017	294	1,500	1,300	55,701	99.93336	99.93391	99.93319	98.00000
22/06/2017	287	1,500	1,500	4,500	99.93614	99.93776	99.93590	99.89112
29/06/2017	280	1,500	1,500	9,351	99.93595	99.93899	99.92141	99.88000
06/07/2017	364	1,500	1,500	4,900	99.91616	99.91685	99.91500	99.88400
13/07/2017	357	1,500	1,500	20,600	99.91660	99.92092	99.91300	99.88480
20/07/2017	350	1,500	1,500	6,650	99.91135	99.91573	99.90600	99.89640
27/07/2017	343	1,500	1,500	6,160	99.92363	99.92611	99.92353	99.90331
03/08/2017	336	1,500	1,500	6,600	99.92547	99.92587	99.92460	99.90524
10/08/2017	329	1,500	1,500	6,400	99.92960	99.92991	99.92955	99.90871
17/08/2017	322	1,500	1,500	5,410	99.93371	99.93484	99.93363	99.92181
24/08/2017	315	1,500	1,500	23,200	99.93342	99.93380	99.93298	99.89000
31/08/2017	308	1,500	1,500	5,700	99.93558	99.93558	99.93558	99.92926
07/09/2017	301	1,500	1,500	3,800	99.93240	99.93383	99.92660	99.91874
14/09/2017	294	1,500	1,500	2,500	99.92032	99.92841	99.91450	99.89502
21/09/2017	287	1,500	1,500	5,900	99.91246	99.91452	99.90690	99.87380
28/09/2017	280	1,500	1,500	4,950	99.92404	99.93000	99.92383	99.90229
05/10/2017	273	1,500	1,500	9,650	99.93939	99.94078	99.93812	99.91200
12/10/2017	364	1,500	1,500	8,200	99.92021	99.92021	99.92021	99.89050
19/10/2017	357	1,500	1,500	4,500	99.92128	99.92128	99.92128	99.91389
26/10/2017	350	1,500	1,500	6,500	99.92765	99.92765	99.92765	99.89743
01/11/2017	344	1,500	1,500	4,000	99.92775	99.92775	99.92775	99.91238
09/11/2017	336	1,500	1,500	5,120	99.92815	99.92860	99.92760	99.91046
16/11/2017	329	1,500	1,500	5,200	99.92950	99.92950	99.92950	99.90712
23/11/2017	322	1,500	1,500	8,000	99.93000	99.93000	99.93000	99.91310
30/11/2017	315	1,500	1,500	5,000	99.93535	99.93535	99.93535	99.93135
07/12/2017	308	1,500	1,500	7,040	99.93814	99.93842	99.93800	99.91771
14/12/2017	364	1,500	1,500	9,700	99.90658	99.91252	99.89170	99.87000
21/12/2017	357	1,500	1,500	15,900	99.91502	99.91502	99.91502	99.90892
28/12/2017	350	1,500	1,500	7,190	99.92982	99.92982	99.92982	99.91780

Continúa

Continuación

Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)
A tres años
Resultados de la subasta semanal

	Plazo en Días	Monto en Millones de Pesos			Precio			
		Ofrecido	Colocado	Demandado	Ponderado de Colocación	Máximo	Mínimo Asignado	Mínimo
05/01/2017	1,064	1,000	1,000	8,850	99.47800	99.47800	99.47800	99.43000
12/01/2017	1,057	1,000	1,000	29,720	99.49240	99.49240	99.49240	97.00000
19/01/2017	1,050	1,000	1,000	45,200	99.51690	99.51690	99.51690	99.40001
26/01/2017	1,043	1,000	1,000	20,300	99.53000	99.53000	99.53000	97.00000
02/02/2017	1,092	1,000	1,000	9,600	99.52180	99.52182	99.52159	99.48552
09/02/2017	1,085	1,000	1,000	5,668	99.53433	99.53441	99.53198	99.51790
16/02/2017	1,078	1,000	1,000	15,387	99.55383	99.55387	99.55087	90.00000
23/02/2017	1,071	1,000	1,000	6,600	99.57013	99.57116	99.56910	99.45000
02/03/2017	1,064	1,000	1,000	111,900	99.57092	99.57119	99.56847	90.00000
09/03/2017	1,057	1,000	1,000	6,500	99.58485	99.58491	99.58436	99.54420
16/03/2017	1,050	1,000	1,000	5,700	99.59966	99.59979	99.59844	99.54804
23/03/2017	1,043	1,000	1,000	16,000	99.60248	99.60248	99.60248	90.00000
30/03/2017	1,036	1,000	1,000	71,700	99.53288	99.59172	99.52634	99.47000
06/04/2017	1,092	1,500	1,500	4,950	99.51877	99.53621	99.51000	99.45182
12/04/2017	1,086	1,500	1,500	15,101	99.47600	99.47700	99.47400	98.00000
20/04/2017	1,078	1,500	1,500	13,024	99.49795	99.51033	99.49670	98.00000
27/04/2017	1,071	1,500	1,500	12,500	99.50682	99.50682	99.50682	98.00000
04/05/2017	1,064	1,500	1,500	10,100	99.52684	99.52697	99.52500	98.00000
11/05/2017	1,057	1,500	1,500	124,816	99.54297	99.54444	99.54150	99.49000
18/05/2017	1,050	1,500	1,500	59,831	99.55222	99.55364	99.54939	99.46620
25/05/2017	1,043	1,500	1,500	133,432	99.56515	99.56701	99.56328	99.47930
01/06/2017	1,092	1,500	1,500	5,300	99.54115	99.54115	99.54115	99.45238
08/06/2017	1,085	1,500	1,500	15,626	99.55155	99.55228	99.55000	98.00000
15/06/2017	1,078	1,500	1,500	8,498	99.54951	99.55126	99.54721	99.41111
22/06/2017	1,071	1,500	1,500	6,234	99.55703	99.55742	99.55520	99.47440
29/06/2017	1,064	1,500	1,500	234,798	99.57136	99.57241	99.56926	99.45178
06/07/2017	1,057	1,500	1,500	111,800	99.58706	99.58709	99.58700	99.53545
13/07/2017	1,050	1,500	1,500	23,680	99.59407	99.59494	99.59130	99.49920
20/07/2017	1,043	1,500	1,500	15,193	99.59481	99.59615	99.59300	99.50229
27/07/2017	1,036	1,500	1,500	14,813	99.60033	99.60100	99.59861	99.40000
03/08/2017	1,092	1,500	1,500	12,500	99.56361	99.56500	99.56308	99.50000
10/08/2017	1,085	1,500	1,500	22,042	99.60101	99.60176	99.59950	99.53804
17/08/2017	1,078	1,500	1,500	9,570	99.61223	99.61250	99.61200	99.54783
24/08/2017	1,071	1,500	1,500	11,400	99.61107	99.61330	99.61062	99.56780
31/08/2017	1,064	1,500	1,500	11,700	99.58857	99.59931	99.57936	99.49270
07/09/2017	1,057	1,500	1,500	7,099	99.57928	99.58726	99.57690	99.52320
14/09/2017	1,050	1,500	1,500	13,000	99.57462	99.57700	99.57130	99.55443
21/09/2017	1,043	1,500	1,500	9,500	99.56658	99.57192	99.56100	99.47570
28/09/2017	1,092	1,500	1,500	13,700	99.52803	99.55023	99.51580	99.40000
05/10/2017	1,085	1,500	1,500	114,100	99.55365	99.55714	99.55180	99.00000
12/10/2017	1,078	1,500	1,500	10,200	99.56140	99.56150	99.56007	99.20000
19/10/2017	1,071	1,500	1,500	28,300	99.56672	99.56757	99.56500	99.25000
26/10/2017	1,064	1,500	1,500	10,920	99.57980	99.58000	99.57700	99.40000
01/11/2017	1,058	1,500	1,500	13,299	99.58290	99.58294	99.58277	99.46900
09/11/2017	1,050	1,500	1,500	7,100	99.58940	99.58967	99.58836	99.57387
16/11/2017	1,043	1,500	1,500	8,200	99.59955	99.59998	99.59869	99.57931
23/11/2017	1,036	1,500	1,500	14,100	99.60800	99.60800	99.60800	99.58606
30/11/2017	1,092	1,500	1,500	10,458	99.58800	99.58800	99.58800	99.54384
07/12/2017	1,085	1,500	1,500	7,840	99.59009	99.59250	99.58900	99.24000
14/12/2017	1,078	1,500	1,500	10,200	99.59100	99.59100	99.59100	99.19296
21/12/2017	1,071	1,500	1,500	53,000	99.59652	99.59652	99.59652	99.46529
28/12/2017	1,064	1,500	1,500	9,799	99.61430	99.61430	99.61430	99.59625

Continúa

Continuación

Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)
A cinco años
Resultados de la subasta semanal

	Plazo en Días	Monto en Millones de Pesos			Ponderado de Colocación	Precio		
		Ofrecido	Colocado	Demandado		Máximo	Mínimo Asignado	Mínimo
05/01/2017	1,778	1,000	1,000	6,800	99.03428	99.03428	99.03428	98.97000
12/01/2017	1,771	1,000	1,000	165,470	99.08446	99.08446	99.08446	97.00000
19/01/2017	1,820	1,000	1,000	30,800	99.05901	99.06000	99.05705	90.00000
26/01/2017	1,813	1,000	1,000	72,000	99.08902	99.08902	99.08902	97.00000
02/02/2017	1,806	1,000	1,000	5,320	99.12930	99.13110	99.12511	99.07700
09/02/2017	1,799	1,000	1,000	15,024	99.13201	99.13274	99.13010	99.07000
16/02/2017	1,792	1,000	1,000	155,900	99.16357	99.16373	99.16340	97.00000
23/02/2017	1,785	1,000	1,000	13,500	99.17848	99.19000	99.17354	99.10000
02/03/2017	1,778	1,000	1,000	11,989	99.18295	99.18990	99.17600	99.00000
09/03/2017	1,771	1,000	1,000	5,169	99.19063	99.19213	99.19000	99.15550
16/03/2017	1,764	1,000	1,000	7,900	99.18131	99.19716	99.17682	99.16170
23/03/2017	1,820	1,000	1,000	6,100	99.15679	99.16338	99.15020	99.11522
30/03/2017	1,813	1,000	1,000	7,280	99.11465	99.15778	99.09600	90.00000
06/04/2017	1,806	1,500	1,500	9,701	99.08223	99.08434	99.08000	98.00000
12/04/2017	1,800	1,500	1,500	7,800	99.04441	99.04476	99.04300	98.00000
20/04/2017	1,792	1,500	1,500	16,000	99.05735	99.05735	99.05735	98.00000
27/04/2017	1,785	1,500	1,500	65,400	99.08995	99.09132	99.08758	98.00000
04/05/2017	1,778	1,500	1,500	9,800	99.11718	99.11718	99.11718	99.09400
11/05/2017	1,771	1,500	1,500	8,574	99.15437	99.15500	99.15395	99.00000
18/05/2017	1,820	1,500	1,500	67,309	99.14140	99.14425	99.13993	99.01271
25/05/2017	1,813	1,500	1,500	20,073	99.16395	99.16442	99.16301	99.11905
01/06/2017	1,806	1,500	1,500	156,295	99.15554	99.15760	99.15347	99.02612
08/06/2017	1,799	1,500	1,500	23,764	99.16496	99.16591	99.16091	99.15300
15/06/2017	1,792	1,500	1,500	7,096	99.17230	99.17314	99.16686	98.00000
22/06/2017	1,785	1,500	1,500	58,801	99.19847	99.19929	99.19517	99.01230
29/06/2017	1,778	1,500	1,500	112,899	99.22603	99.22630	99.22590	99.04330
06/07/2017	1,771	1,500	1,500	8,000	99.22902	99.23000	99.22791	99.18986
13/07/2017	1,764	1,500	1,500	2,200	99.25258	99.25557	99.25100	99.25100
20/07/2017	1,820	1,500	1,500	12,850	99.21537	99.21600	99.21505	99.15000
27/07/2017	1,813	1,500	1,500	25,141	99.21985	99.22054	99.21725	99.10097
03/08/2017	1,806	1,500	1,500	14,350	99.24770	99.24770	99.24770	99.10000
10/08/2017	1,799	1,500	1,500	9,811	99.30751	99.30900	99.30400	99.28400
17/08/2017	1,792	1,500	1,500	8,150	99.32131	99.32131	99.32131	99.30833
24/08/2017	1,785	1,500	1,500	7,900	99.30648	99.31650	99.29784	99.28948
31/08/2017	1,778	1,500	1,500	7,200	99.28355	99.28680	99.27110	99.23037
07/09/2017	1,771	1,500	1,500	17,499	99.23474	99.23815	99.23180	99.15940
14/09/2017	1,820	1,500	1,500	60,600	99.16000	99.16042	99.15917	99.14860
21/09/2017	1,813	1,500	1,500	8,100	99.36272	99.83555	99.12630	98.98460
28/09/2017	1,806	1,500	1,500	11,030	99.15957	99.15957	99.15957	99.11328
05/10/2017	1,799	1,500	1,500	4,900	99.20264	99.20520	99.20200	99.18145
12/10/2017	1,792	1,500	1,500	10,750	99.23021	99.23190	99.22942	99.14981
19/10/2017	1,785	1,500	1,500	9,550	99.23227	99.23520	99.23080	99.17034
26/10/2017	1,778	1,500	1,500	4,600	99.25331	99.25363	99.25015	99.20586
01/11/2017	1,772	1,500	1,500	4,400	99.25732	99.25832	99.25653	99.25625
09/11/2017	1,764	1,500	1,500	4,030	99.24561	99.24700	99.24315	99.21145
16/11/2017	1,820	1,500	1,500	7,500	99.22556	99.23345	99.22500	99.16531
23/11/2017	1,813	1,500	1,500	4,333	99.22885	99.23010	99.22720	99.21031
30/11/2017	1,806	1,500	1,500	9,177	99.23984	99.23985	99.23984	99.11370
07/12/2017	1,799	1,500	1,500	4,735	99.23239	99.23710	99.22955	99.15000
14/12/2017	1,792	1,500	1,500	8,914	99.23350	99.23350	99.23350	98.74966
21/12/2017	1,785	1,500	1,500	9,740	99.24302	99.24302	99.24302	99.15000
28/12/2017	1,778	1,500	1,500	19,648	99.25145	99.25145	99.25145	99.09000

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)
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
2016	4.15	4.34	4.50	4.61	5.47	5.73		6.18	6.70	6.77
2017	6.69	6.88	7.02	7.12	6.99	7.04		7.20	7.48	7.51
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
2016										
Ene	3.08	3.30	3.46	3.58	5.11	5.53		6.23	6.88	
Feb	3.36	3.53	3.66	3.53	5.05	5.68		6.07		6.86
Mar	3.80	3.91	4.03	4.11	5.25	5.42		6.03	6.73	6.99
Abr	3.74	3.83	3.94	4.04	5.06	5.28			6.46	6.55
May	3.81	3.94	4.00	4.47	5.00	5.50		5.91	6.80	
Jun	3.81	4.14	4.32	4.47	5.27	5.64		6.08		6.85
Jul	4.21	4.39	4.59	4.79	5.41	5.59			6.41	6.37
Ago	4.24	4.36	4.63	4.76	5.34	5.60		6.01	6.25	
Sep	4.28	4.48	4.70	4.87	5.63	5.52		5.99	6.47	6.29
Oct	4.69	4.85	5.03	5.23	5.50	5.82		6.09		6.55
Nov	5.15	5.47	5.57	5.31	6.57	5.98			6.68	7.67
Dic	5.61	5.87	6.09	6.21	6.45	7.14		7.25	7.60	
2017										
Ene	5.83	6.25	6.54	6.68	7.39	7.36		7.60		7.96
Feb	6.06	6.37	6.64	6.94	6.94	7.24			7.96	7.71
Mar	6.32	6.56	6.74	6.92	7.04	7.08		7.40	7.73	7.52
Abr	6.50	6.66	6.79	6.99	6.97	6.95		7.24	7.64	
May	6.56	6.82	6.97	7.25	7.01	7.04		7.32		7.61
Jun	6.82	7.05	7.20	7.20	6.97	7.05			7.25	7.17
Jul	6.99	7.08	7.17	7.25	6.82	6.63		6.88	7.13	
Ago	6.94	7.11	7.16	7.22	6.72	6.77		6.89	7.16	7.25
Sep	6.99	7.09	7.15	7.20	6.72	6.78		6.79		7.19
Oct	7.03	7.09	7.19	7.18	7.06	6.71			7.44	7.60
Nov	7.02	7.13	7.23	7.29	7.05	7.10		7.19	7.52	
Dic	7.17	7.31	7.41	7.33	7.17	7.75		7.53		7.62

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)
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
2016	2.30	2.97		3.64			-0.01
2017	3.08	3.32		3.72			0.06
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
2016							
Ene	2.59	3.22		3.94			0.02
Feb	1.98	3.20		3.90			-0.07
Mar	2.35	3.02		3.82			-0.03
Abr	2.09	3.07		3.69			0.04
May	2.25	3.13		3.85			0.00
Jun	2.15	3.13		3.70			-0.01
Jul	1.91	2.57		3.30			-0.02
Ago	2.04	2.62		3.30			-0.01
Sep	2.24	2.70		3.36			0.00
Oct	2.22	2.74		3.46			0.00
Nov	3.20	3.08		3.58			0.01
Dic	2.58	3.18		3.79			0.01
2017							
Ene	2.62	3.02		3.89			-0.11
Feb	2.80	3.28		3.87			-0.30
Mar	2.92	3.42		3.77			-0.05
Abr	3.23	3.46		3.86			0.17
May	3.11	3.36		3.78			0.18
Jun	3.17	3.24		3.49			0.16
Jul	3.07	3.31		3.60			0.12
Ago	3.09	3.19		3.58			0.07
Sep	3.00	3.20		3.56			0.12
Oct	3.20	3.23		3.74			0.13
Nov	3.36	3.45		3.74			0.14
Dic	3.38	3.68		3.73			0.14

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
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
2016	4.15	4.16	4.18	4.47	4.57		3.76	3.71	4.37	2.67	4.75	4.72
2017	6.68	6.71	6.73	7.06	7.12		5.81	4.11	4.45	4.25	6.72	7.34
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
2016												
Ene	3.25	3.27	3.28	3.56	3.59		3.13	3.80	4.35	2.19	4.11	3.64
Feb	3.47	3.48	3.48	3.75	3.78		3.20	4.00	4.35	2.24	4.19	3.87
Mar	3.75	3.77	3.79	4.06	4.11		3.40	3.80	4.36	2.40	4.42	4.26
Abr	3.75	3.74	3.76	4.06	4.12		3.48	3.41	4.36	2.47	4.46	4.12
May	3.75	3.77	3.80	4.08	4.14		3.54	3.41	4.36	2.53	4.49	4.17
Jun	3.77	3.80	3.83	4.10	4.21		3.59	3.43	4.36	2.57	4.59	4.30
Jul	4.25	4.24	4.27	4.56	4.66		3.75	3.46	4.36	2.67	4.77	4.71
Ago	4.25	4.27	4.29	4.59	4.69		3.88	3.62	4.36	2.75	4.86	4.80
Sep	4.28	4.30	4.33	4.61	4.72		3.94	3.75	4.36	2.82	4.87	4.86
Oct	4.75	4.75	4.77	5.11	5.19		4.15	3.89	4.39	2.98	5.17	5.33
Nov	4.98	4.98	5.00	5.34	5.59		4.32	3.98	4.41	3.11	5.33	5.64
Dic	5.52	5.57	5.57	5.84	6.02		4.69	3.94	4.41	3.28	5.71	6.92
2017												
Ene	5.75	5.77	5.77	6.13	6.28		5.08	4.07	4.41	3.60	5.97	6.63
Feb	6.11	6.12	6.14	6.44	6.57		5.20	4.24	4.28	3.72	6.21	7.04
Mar	6.27	6.29	6.31	6.63	6.78		5.41	3.96	4.28	3.93	6.41	7.20
Abr	6.50	6.55	6.57	6.87	6.93		5.60	4.10	4.48	4.07	6.57	7.27
May	6.61	6.62	6.63	6.98	7.05		5.74	4.01	4.48	4.18	6.64	7.30
Jun	6.83	6.83	6.85	7.21	7.31		5.90	3.98	4.48	4.31	6.82	7.40
Jul	7.00	7.05	7.06	7.37	7.38		6.00	4.10	4.48	4.33	6.97	7.27
Ago	7.00	7.03	7.04	7.38	7.39		6.12	4.06	4.48	4.48	6.98	7.47
Sep	7.00	7.03	7.04	7.38	7.39		6.14	4.22	4.48	4.51	6.99	7.48
Oct	7.00	7.02	7.04	7.38	7.40		6.16	4.14	4.48	4.56	6.98	7.48
Nov	7.00	7.02	7.03	7.38	7.41		6.15	4.26	4.48	4.66	6.98	7.45
Dic	7.14	7.21	7.22	7.51	7.56		6.16	4.22	4.53	4.62	7.06	8.08

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 con 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
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
2016	20.7314	18.6641	20.6320	18.6867	20.6400	18.6925
2017	19.7867	18.9265	19.6515	18.9139	19.6595	18.9202
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
2016						
Ene	18.4530	17.9780	18.1420	18.0904	18.1460	18.0956
Feb	18.1680	18.4837	18.0970	18.4759	18.1030	18.4817
Mar	17.4015	17.7383	17.2800	17.6156	17.2900	17.6207
Abr	17.3993	17.4924	17.2180	17.4773	17.2230	17.4829
May	18.4527	18.0405	18.4655	18.1565	18.4695	18.1616
Jun	18.9113	18.6471	18.2535	18.6301	18.2575	18.6351
Jul	18.8602	18.5699	18.7635	18.5876	18.7685	18.5932
Ago	18.5773	18.4760	18.8440	18.4880	18.8490	18.4930
Sep	19.5002	19.1386	19.3740	19.1761	19.3820	19.1822
Oct	18.8443	18.9480	18.9010	18.8879	18.9060	18.8940
Nov	20.5521	19.9425	20.4995	20.1302	20.5065	20.1375
Dic	20.7314	20.5137	20.6320	20.5249	20.6400	20.5326
2017						
Ene	21.0212	21.3732	20.8125	21.3918	20.8165	21.3991
Feb	19.8335	20.3812	20.0880	20.2627	20.0960	20.2695
Mar	18.8092	19.4067	18.7225	19.2814	18.7275	19.2880
Abr	19.1119	18.7584	18.8610	18.7749	18.8660	18.7799
May	18.5121	18.7862	18.6385	18.7528	18.6435	18.7599
Jun	17.8973	18.1901	18.1360	18.1369	18.1430	18.1421
Jul	17.6886	17.8513	17.8350	17.8113	17.8410	17.8171
Ago	17.8760	17.8078	17.7735	17.7893	17.7795	17.7955
Sep	18.1300	17.7991	18.1725	17.8306	18.1785	17.8366
Oct	19.1474	18.7247	19.1485	18.8261	19.1545	18.8325
Nov	18.5848	18.9770	18.6545	18.9139	18.6605	18.9200
Dic	19.7867	19.0625	19.6515	19.1952	19.6595	19.2020

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

	Metodología Anterior de Clasificación Sectorial de la BMV								Otros ^{1/}		
	Total General	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Industria de la Construcción	Sector Comercio	Comunicaciones y Transportes	Sector Servicios				
2006	3,771,498	142,574	572,818	460,721	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			
Clasificación por Sector de Actividad Económica según la Nueva Metodología de Clasificación Sectorial de la BMV ^{2/3/}											
	Total General	Energía ^{4/}	Materiales	Industrial	Servicios y Bienes de Consumo No Básico	Productos de Consumo Frecuente	Salud	Servicios Financieros	Servicios de Telecomunicaciones	FIBRAS	Tecnología de la Información ^{4/}
2010	5,603,894		890,805	553,538	308,804	1,537,221	59,004	501,174	1,753,348		
2011	5,703,430		909,660	460,721	539,049	1,758,093	57,958	438,519	1,529,373	10,057	
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	153,881	
2014	7,336,864	85,167	984,285	924,660	457,026	2,246,540	67,821	821,792	1,491,430	258,143	
2015	7,203,516	83,482	833,209	952,513	606,535	2,394,341	50,433	840,806	1,155,469	249,684	37,044
2016	7,507,510	138,568	1,303,284	949,523	475,892	2,243,169	56,385	863,498	1,199,855	240,245	
2017	8,515,921	164,012	1,340,972	1,107,722	529,897	2,643,727	57,853	912,573	1,435,731	273,999	49,434
2014											
Ene	6,745,930	66,449	1,010,350	856,099	407,281	2,106,766	71,163	762,936	1,308,901	155,984	
Feb	6,431,865	66,772	991,813	819,837	387,943	1,992,329	69,408	747,600	1,202,138	154,476	
Mar	6,647,774	77,966	1,005,022	836,382	395,267	2,088,690	68,781	782,663	1,235,441	157,562	
Abr	6,683,452	78,612	994,592	842,110	385,942	2,131,358	72,089	773,308	1,243,023	162,418	
May	6,774,676	81,705	1,039,175	865,548	368,110	2,172,098	73,005	816,567	1,195,876	162,592	
Jun	7,094,308	83,067	1,074,320	900,109	379,468	2,236,613	76,061	847,135	1,275,526	222,009	
Jul	7,332,979	86,090	1,099,026	921,602	386,292	2,229,861	77,658	850,950	1,437,428	244,072	
Ago	7,597,031	90,533	1,123,270	982,008	415,821	2,308,542	77,287	879,460	1,470,777	249,332	
Sep	7,561,524	94,584	1,093,032	1,007,846	417,146	2,242,174	74,236	865,209	1,515,218	252,079	
Oct	7,514,646	95,115	1,080,866	991,567	429,961	2,209,706	75,113	881,296	1,493,430	257,591	
Nov	7,422,661	94,111	1,063,316	960,588	454,375	2,196,287	70,161	821,496	1,498,836	263,491	
Dic	7,336,864	85,167	984,285	924,660	457,026	2,246,540	67,821	821,792	1,491,430	258,143	
2015											
Ene	7,057,264	82,143	913,489	875,864	452,639	2,142,591	62,266	813,673	1,452,554	262,044	
Feb	7,476,394	90,429	1,000,238	918,219	456,558	2,381,674	49,002	858,132	1,461,721	260,420	
Mar	7,426,036	96,061	948,921	906,372	456,274	2,444,069	47,142	851,635	1,422,709	252,853	
Abr	7,473,975	103,031	984,674	911,496	451,466	2,401,227	52,536	831,586	1,490,225	247,733	
May	7,496,304	95,172	1,000,503	885,303	439,735	2,447,346	52,092	820,165	1,507,888	248,101	
Jun	7,542,803	89,829	991,684	899,611	457,383	2,443,441	50,506	820,294	1,546,646	243,410	
Jul	7,637,495	90,810	985,777	957,664	531,760	2,498,740	48,910	826,715	1,451,341	245,778	
Ago	7,508,133	85,675	957,096	960,178	502,656	2,549,147	47,217	786,512	1,388,873	230,779	
Sep	7,451,590	79,674	910,200	975,194	550,540	2,611,782	46,506	790,611	1,250,657	236,426	
Oct	7,478,926	91,918	900,661	1,000,372	607,383	2,427,815	44,253	827,067	1,333,550	245,906	
Nov	7,323,575	83,909	860,224	994,268	615,199	2,411,820	47,360	824,882	1,238,676	247,236	
Dic	7,203,516	83,482	833,209	952,513	606,535	2,394,341	50,433	840,806	1,155,469	249,684	37,044
2016											
Ene	7,240,754	81,924	792,352	934,556	596,121	2,497,823	47,426	810,202	1,203,060	240,960	36,330
Feb	7,261,910	82,016	870,668	938,303	574,200	2,474,920	45,245	829,116	1,165,675	249,436	32,331
Mar	7,572,081	81,509	964,166	1,011,167	587,846	2,467,731	46,741	872,636	1,245,212	261,978	33,095
Abr	7,574,156	77,585	1,029,580	1,000,548	584,808	2,474,455	52,384	870,402	1,177,297	272,269	34,827
May	7,466,497	84,325	985,172	995,938	564,301	2,519,177	48,685	856,801	1,110,936	261,891	39,273
Jun	7,556,846	88,894	1,060,067	1,013,726	528,609	2,557,676	48,969	867,510	1,095,000	258,082	37,313
Jul	7,556,538	87,406	1,160,525	1,013,592	528,735	2,478,975	51,576	873,977	1,066,345	257,985	37,422
Ago	7,688,500	83,690	1,186,421	1,016,726	554,220	2,477,843	54,066	902,847	1,122,054	254,136	36,498
Sep	7,612,893	87,475	1,195,707	1,000,052	545,210	2,466,094	53,146	879,809	1,099,156	250,241	36,003
Oct	7,775,773	128,367	1,213,298	1,011,381	547,225	2,429,879	52,229	919,334	1,172,979	265,044	36,036
Nov	7,413,475	138,998	1,299,728	938,492	467,453	2,259,391	53,237	824,102	1,149,717	242,692	39,666
Dic	7,507,510	138,568	1,303,284	949,523	475,892	2,243,169	56,385	863,498	1,199,855	240,245	37,092
2017											
Ene	7,627,360	141,207	1,443,131	940,478	463,870	2,232,741	54,249	850,964	1,226,199	234,360	40,161
Feb	7,690,589	131,819	1,375,776	961,008	464,185	2,397,717	56,806	827,242	1,205,357	232,729	37,950
Mar	8,023,330	136,866	1,336,601	1,008,542	532,510	2,552,384	57,996	889,177	1,224,288	244,904	40,062
Abr	8,120,785	134,902	1,322,875	1,009,725	564,060	2,552,284	60,917	901,181	1,285,036	250,865	38,940
May	8,038,382	133,460	1,234,133	992,652	592,378	2,535,870	57,090	886,550	1,312,807	254,831	38,610
Jun	8,177,382	148,417	1,266,065	1,015,236	598,065	2,546,408	57,660	952,994	1,284,156	264,423	43,956
Jul	8,367,820	154,798	1,334,206	997,930	604,633	2,537,036	58,485	985,162	1,386,829	265,312	43,428
Ago	8,507,176	170,708	1,343,421	990,005	610,070	2,567,404	58,456	985,796	1,468,994	265,363	46,959
Sep	8,383,148	171,079	1,304,933	960,020	616,145	2,513,298	60,066	1,015,057	1,430,117	266,298	46,134
Oct	8,229,319	165,691	1,341,616	935,211	549,055	2,477,548	59,994	941,071	1,436,776	275,629	46,728
Nov	8,202,827	171,369	1,274,907	1,049,040	556,684	2,489,567	59,451	917,726	1,358,564	276,812	48,708
Dic	8,515,921	164,012	1,340,972	1,107,722	529,897	2,643,727	57,853	912,573	1,435,731	273,999	49,434

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 y 2015, la BMV añade un nuevo 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

Índices Sectoriales según la Clasificación Anterior de la BMV								
	Total General	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Industria de la Construcción	Sector Comercio	Comunicaciones y Transportes	Sector Servicios	Otros ^{1/}
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
Índices Sectoriales según la Nueva Metodología de Clasificación Sectorial de la BMV ^{2/}								
	Total General	Materiales	Industrial	Servicios y Bienes de Consumo Básico	Productos de Consumo Frecuente	Salud	Servicios Financieros	Servicios de Telecomunicaciones
2009	32,120	461	106	310	360	338	59	709
2010	38,551	635	135	329	423	477	70	720
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
2016	45,643	824	240	609	756	505	94	814
2017	49,354	861	238	807	860	487	95	949
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	588	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
2016								
Ene	43,631	529	241	691	826	399	93	789
Feb	43,715	568	240	700	830	382	90	792
Mar	45,881	629	258	722	830	394	95	843
Abr	45,785	672	256	718	831	442	95	805
May	45,459	643	255	696	845	442	93	763
Jun	45,966	694	258	659	861	445	94	752
Jul	46,661	763	258	663	846	467	95	745
Ago	47,541	776	258	671	843	457	98	774
Sep	47,246	781	253	661	838	449	95	758
Oct	48,009	787	255	665	824	470	100	801
Nov	45,286	835	237	610	759	478	89	778
Dic	45,643	824	240	609	756	505	94	814
2017								
Ene	47,001	922	238	612	758	487	92	833
Feb	46,857	877	243	626	776	479	90	841
Mar	48,542	858	256	726	827	488	97	851
Abr	49,261	849	256	820	826	512	98	886
May	48,788	792	252	884	818	482	96	902
Jun	49,857	813	258	887	824	486	99	884
Jul	51,012	856	253	902	816	492	102	949
Ago	51,210	862	251	872	830	492	102	980
Sep	50,346	837	243	891	809	505	106	954
Oct	48,626	861	234	829	800	505	98	956
Nov	47,092	818	230	845	807	500	95	901
Dic	49,354	861	238	807	860	487	95	949

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: 2012-2017
 Por ciento del PIB

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Ingresos Presupuestarios	22.2	23.3	22.8	23.0	24.1	22.7
Gasto Neto Pagado	24.8	25.7	25.9	26.4	26.6	23.8
Balance Presupuestario	-2.6	-2.3	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1
Balance de EBCPI ^{1/}	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Balance Público ^{2/}	-2.5	-2.3	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1
Balance Primario ^{3/}	-0.6	-0.4	-1.1	-1.2	-0.1	1.4
RFSP	-3.7	-3.7	-4.5	-4.0	-2.8	-1.1
Balance Operacional Devengado ^{4/}	-2.7	-0.4	-3.3	-2.0	-1.1	0.2
Deuda Económica Amplia Neta ^{5/}	32.3	33.2	37.5	40.5	43.1	41.1
Costo Financiero Presupuestario ^{6/}	1.9	1.9	2.0	2.2	2.4	2.5

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 2016 y 2017

Concepto	2016		2017		2017		Crecimiento % Real 2017-2016
	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	4,845.5	24.1	4,360.9	21.5	4,947.2	22.7	-3.7
Gobierno Federal	3,571.3	17.8	3,263.8	16.1	3,837.6	17.6	1.3
Tributarios	2,716.2	13.5	2,739.4	13.5	2,849.3	13.1	-1.1
ISR-IETU-IDE	1,420.7	7.1	1,422.7	7.0	1,565.7	7.2	3.9
ISR	1,426.0	7.1	1,425.8	7.0	1,568.2	7.2	3.7
ISR	1,425.8	7.1	1,425.8	7.0	1,573.7	7.2	4.1
ISR Contratistas y Asignatarios	0.2	0.0	0.0	0.0	-5.5	0.0	n.a.
IETU	-4.0	0.0	n.d.	n.a.	-1.7	0.0	n.a.
IDE	-1.3	0.0	n.d.	n.a.	-0.7	0.0	n.a.
IVA	791.7	3.9	797.7	3.9	816.0	3.7	-2.8
IEPS	411.4	2.0	433.9	2.1	367.8	1.7	-15.7
Importación	50.6	0.3	45.8	0.2	52.3	0.2	-2.4
Otros	41.9	0.2	39.3	0.2	47.4	0.2	6.8
No Tributarios	855.1	4.3	524.4	2.6	988.3	4.5	9.0
Organismos y Empresas	1,274.2	6.3	1,097.2	5.4	1,109.6	5.1	-17.9
Pemex	481.0	2.4	400.4	2.0	389.9	1.8	-23.6
Resto	793.2	3.9	696.7	3.4	719.7	3.3	-14.4
Gasto Neto Pagado	5,347.8	26.6	4,855.8	23.9	5,177.6	23.8	-8.7
Programable Pagado	4,159.3	20.7	3,517.3	17.3	3,852.3	17.7	-12.7
Diferimiento de Pagos	n.d.	n.a.	-33.1	-0.2	n.d.	n.a.	n.a.
Programable Devengado	n.d.	n.a.	3,550.4	17.5	n.d.	n.a.	n.a.
Gasto Corriente	2,977.3	14.8	2,963.0	14.6	3,059.5	14.1	-3.1
Servicios Personales	1,110.0	5.5	1,163.9	5.7	1,146.8	5.3	-2.6
Otros de Operación	1,867.4	9.3	1,799.1	8.9	1,912.7	8.8	-3.4
Gasto de Capital	1,182.0	5.9	587.4	2.9	792.8	3.6	-36.7
Inversión Física	728.4	3.6	570.1	2.8	569.3	2.6	-26.3
Inversión Financiera y Otros ^{2/}	453.6	2.3	17.4	0.1	223.6	1.0	-53.5
No Programable	1,188.4	5.9	1,338.5	6.6	1,325.3	6.1	5.2
Costo Financiero	473.0	2.4	572.6	2.8	533.4	2.5	6.3
Gobierno Federal	370.1	1.8	452.2	2.2	409.9	1.9	4.4
Intereses	349.6	1.7	416.3	2.1	373.9	1.7	0.9
Saneamiento Financiero	20.6	0.1	35.8	0.2	36.0	0.2	65.0
Organismos y Empresas	102.9	0.5	120.4	0.6	123.5	0.6	13.1
Participaciones a Edos. y Munic.	693.8	3.5	742.6	3.7	772.1	3.5	5.0
Adefas y Otros ^{3/}	21.6	0.1	23.4	0.1	19.8	0.1	-13.7
Balance Presupuestario	-502.2	-2.5	-494.9	-2.4	-230.4	-1.1	n.a.
Balance de EBCPI	-1.6	0.0	0.0	0.0	-8.0	0.0	n.a.
Balance No Presupuestario	4.0	0.0	n.d.	n.a.	7.0	0.0	n.a.
Diferencia con Ftes. de Financiamiento ^{4/}	-5.6	0.0	n.d.	n.a.	-15.1	-0.1	n.a.
Balance Público	-503.8	-2.5	-494.9	-2.4	-238.5	-1.1	n.a.
Balance Primario ^{5/}	-25.0	-0.1	78.2	0.4	310.2	1.4	n.a.
RFSP	-559.4	-2.8	-596.7	-2.9	-233.7	-1.1	n.a.

1/ Se utilizó el PIB programado en los Criterios Generales de Política Económica para 2017.

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.d. No disponible.

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: 2012-2017
 Por ciento del PIB

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Ingresos Presupuestarios	22.2	23.3	22.8	23.0	24.1	22.7
Gobierno Federal	15.5	16.6	16.5	17.2	17.8	17.6
Tributarios	8.3	9.6	10.3	12.8	13.5	13.1
No Tributarios	7.2	7.0	6.2	4.4	4.3	4.5
Organismos y Empresas	6.7	6.7	6.3	5.9	6.3	5.1
Pemex	2.9	3.0	2.5	2.3	2.4	1.8
Resto	3.8	3.8	3.7	3.5	3.9	3.3
Gasto Neto Pagado	24.8	25.7	25.9	26.4	26.6	23.8
Programable	19.6	20.4	20.5	20.6	20.7	17.7
Gasto Corriente	14.9	15.0	15.4	15.6	14.8	14.1
Gasto de Capital	4.7	5.4	5.1	5.0	5.9	3.6
No Programable	5.2	5.3	5.4	5.8	5.9	6.1
Costo Financiero	1.9	1.9	2.0	2.2	2.4	2.5
Participaciones a Edos. y Munic.	3.1	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5
Adefas y Otros ^{1/}	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
Balance Presupuestario	-2.6	-2.3	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1
Balance de EBCPI ^{2/}	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
Balance Público	-2.5	-2.3	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1
Balance Primario ^{3/}	-0.6	-0.4	-1.1	-1.2	-0.1	1.4
RFSP	-3.7	-3.7	-4.5	-4.0	-2.8	-1.1

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: 2012-2017
 Por ciento del PIB

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Ingresos Presupuestarios	22.2	23.3	22.8	23.0	24.1	22.7
Clasificación I						
Gobierno Federal	15.5	16.6	16.5	17.2	17.8	17.6
Tributarios	8.3	9.6	10.3	12.8	13.5	13.1
ISR-IETU-IDE	5.1	5.8	5.5	6.6	7.1	7.2
ISR	4.8	5.6	5.6	6.7	7.1	7.2
ISR	4.8	5.6	5.6	6.6	7.1	7.2
ISR Contratistas y Asignatarios	n.a.	n.a.	n.a.	0.0	0.0	0.0
IETU	0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0
IDE	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
IVA	3.7	3.4	3.8	3.8	3.9	3.7
IEPS	-0.8	0.0	0.6	1.9	2.0	1.7
Importación	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
Otros	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
No Tributarios	7.2	7.0	6.2	4.4	4.3	4.5
Derechos	6.1	5.6	4.7	0.3	0.3	0.3
Productos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aprovechamientos	1.0	1.4	1.4	1.9	2.4	2.2
Transferencias del FMPED ^{1/}	n.a.	n.a.	n.a.	2.2	1.5	2.0
Organismos y Empresas	6.7	6.7	6.3	5.9	6.3	5.1
Pemex	2.9	3.0	2.5	2.3	2.4	1.8
Resto	3.8	3.8	3.7	3.5	3.9	3.3
Clasificación II						
Petroleros	8.8	8.3	7.0	4.6	3.9	3.8
Pemex	2.9	3.0	2.5	2.3	2.4	1.8
Ventas Externas	1.9	1.5	1.1	0.1	-0.3	-0.4
Ventas Internas	5.5	5.7	5.5	4.1	3.2	4.0
Otros	1.4	1.1	0.5	0.5	1.1	0.2
(-) Impuestos ^{2/}	5.9	5.4	4.5	2.3	1.6	2.1
Gobierno Federal ^{3/}	5.8	5.3	4.5	2.2	1.5	2.0
No Petroleros	13.5	15.1	15.8	18.5	20.2	18.9
Gobierno Federal	9.7	11.3	12.1	14.9	16.2	15.6
Tributarios	8.3	9.6	10.3	12.7	13.5	13.1
ISR	4.8	5.6	5.6	6.6	7.1	7.2
IETU	0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.0	0.0
IDE	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
IVA	3.7	3.4	3.8	3.8	3.9	3.7
IEPS	-0.8	0.0	0.6	1.9	2.0	1.7
Otros	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
No Tributarios	1.4	1.7	1.7	2.2	2.7	2.5
Derechos	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Productos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aprovechamientos	1.0	1.4	1.4	1.9	2.4	2.2
Organismos y Empresas	3.8	3.8	3.7	3.5	3.9	3.3

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.

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 45
Gastos del Sector Público Presupuestario: 2012-2017
 Por ciento del PIB

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Gasto Neto Pagado	24.8	25.7	25.9	26.4	26.6	23.8
Programable	19.6	20.4	20.5	20.6	20.7	17.7
Gasto Corriente	14.9	15.0	15.4	15.6	14.8	14.1
Servicios Personales	5.9	5.9	5.8	5.8	5.5	5.3
Directos	3.3	3.4	3.4	3.3	3.1	3.0
Indirectos ^{1/}	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3
Materiales y Suministros	1.7	1.7	1.4	1.2	1.2	1.4
Otras Erogaciones ^{2/}	4.1	4.0	4.4	4.7	4.5	4.3
Subsidios, Ayudas y Transferencias ^{3/}	3.3	3.5	3.8	3.8	3.6	3.1
Gasto de Capital	4.7	5.4	5.1	5.0	5.9	3.6
Inversión Física	4.3	4.5	4.7	4.2	3.6	2.6
Directa	2.9	2.8	3.0	2.5	2.3	1.5
Indirecta ^{4/}	1.4	1.7	1.7	1.7	1.4	1.1
Inversión Financiera y Otros ^{5/}	0.4	0.9	0.4	0.9	2.3	1.0
No Programable	5.2	5.3	5.4	5.8	5.9	6.1
Costo Financiero	1.9	1.9	2.0	2.2	2.4	2.5
Gobierno Federal	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9
Intereses	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
Saneamiento Financiero	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Organismos y Empresas	0.3	0.3	0.3	0.5	0.5	0.6
Participaciones a Edos. y Munic.	3.1	3.3	3.3	3.4	3.5	3.5
Adefas y Otros ^{6/}	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1

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 Ampla ^{1/}					Deuda Consolidada con Banco de México ^{2/}				
	Interna	Externa		Total	Porcentaje del PIB	Interna	Externa		Total	Porcentaje del PIB
	Miles de Millones de Pesos	Millones de Dólares	Miles de Millones de Pesos	Miles de Millones de Pesos		Miles de Millones de Pesos	Millones de Dólares	Miles de Millones de Pesos	Miles de Millones de Pesos	
2012	3,200.3	121,800.1	1,579.2	4,779.5	30.2	5,340.4	-38,744.7	-502.4	4,838.0	30.6
2013	3,610.3	124,602.5	1,630.3	5,240.6	32.2	5,976.5	-42,609.6	-557.5	5,419.0	33.3
2014	4,008.8	130,380.0	1,922.0	5,930.8	33.9	6,635.1	-39,741.5	-585.8	6,049.3	34.6
2015	4,553.4	147,642.5	2,546.6	7,100.0	38.3	7,209.2	-24,546.5	-423.4	6,785.8	36.6
2016	Enero	4,869.4	163,899.8	2,981.9	7,851.3	7,343.1	-9,177.6	-167.0	7,176.1	
	Febrero	4,818.1	167,400.4	3,030.3	7,848.4	7,306.5	-7,171.5	-129.8	7,176.7	
	Marzo	4,806.2	175,339.8	3,022.3	7,828.5	7,305.4	-5,685.9	-98.0	7,207.4	38.2
	Abril	4,774.5	175,531.8	3,015.1	7,789.6	7,340.6	-5,414.2	-93.0	7,247.6	
	Mayo	4,756.7	165,551.6	3,048.1	7,804.8	7,356.9	-4,709.0	-86.7	7,270.2	
	Junio	4,751.3	167,236.6	3,088.0	7,839.3	7,369.2	-3,502.3	-64.7	7,304.5	38.0
	Julio	4,747.4	166,459.5	3,126.7	7,874.1	7,380.7	-2,602.3	-48.9	7,331.8	
	Agosto	4,765.6	167,621.4	3,161.5	7,927.1	7,406.8	-1,523.3	-28.7	7,378.1	
	Septiembre	4,784.0	165,148.5	3,200.2	7,984.2	7,436.8	-888.3	-17.2	7,419.6	37.9
	Octubre	4,798.8	170,166.7	3,214.2	8,013.0	7,455.5	-501.6	-9.5	7,446.0	
	Noviembre	4,802.1	158,371.8	3,249.1	8,051.2	7,462.1	-186.1	-3.8	7,458.3	
	Diciembre	4,815.8	159,386.3	3,286.5	8,102.3	7,483.1	196.8	4.1	7,487.2	37.3
2017 ^{p/}	Enero	5,075.7	181,002.9	3,763.2	8,838.9	7,786.4	7,455.1	155.0	7,941.4	
	Febrero	5,057.2	186,394.0	3,727.1	8,784.3	7,800.5	7,858.8	157.1	7,957.6	
	Marzo	4,970.7	193,847.4	3,643.5	8,614.2	7,827.1	8,699.9	163.5	7,990.6	38.7
	Abril	4,933.8	189,905.5	3,600.5	8,534.3	7,837.3	8,851.8	167.8	8,005.1	
	Mayo	4,912.3	190,941.4	3,568.9	8,481.2	7,843.0	9,437.5	176.4	8,019.4	
	Junio	4,930.2	195,677.6	3,534.4	8,464.6	7,877.6	10,469.7	189.1	8,066.7	38.3
	Julio	4,941.3	196,247.9	3,505.9	8,447.2	7,899.9	11,166.7	199.5	8,099.4	
	Agosto	4,952.6	195,650.7	3,485.4	8,438.0	7,918.3	11,823.0	210.6	8,128.9	
	Septiembre	4,968.4	191,698.3	3,481.0	8,449.4	7,940.8	12,328.0	223.9	8,164.7	38.1
	Octubre	4,975.8	182,629.2	3,496.9	8,472.7	7,958.3	12,213.5	233.9	8,192.2	
	Noviembre	4,986.9	187,825.5	3,497.9	8,484.8	7,974.3	12,999.4	242.1	8,216.4	
	Diciembre	5,003.3	178,988.4	3,519.4	8,522.7	7,995.2	12,844.8	252.6	8,247.8	37.9

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	
2012	3,516.6	122,463.4	1,587.8	5,104.4	32.3	5,743.4	-40,918.7	-530.5	5,212.9	33.0	
2013	3,673.4	132,360.6	1,731.8	5,405.2	33.2	6,159.0	-44,152.1	-577.7	5,581.3	34.3	
2014	4,389.9	146,503.1	2,159.7	6,549.6	37.5	7,089.3	-45,765.3	-674.6	6,414.7	36.7	
2015	4,717.4	161,700.5	2,789.1	7,506.5	40.5	7,220.4	-12,665.7	-218.5	7,001.9	37.8	
2016	Enero	4,869.4	163,899.8	2,981.9	7,851.3		7,343.1	-9,177.6	-167.0	7,176.1	
	Febrero	4,766.8	170,072.6	3,078.7	7,845.5		7,269.9	-5,118.9	-92.7	7,177.2	
	Marzo	4,782.4	174,417.4	3,006.4	7,788.8	41.3	7,303.2	-1,994.9	-34.4	7,268.8	38.6
	Abril	4,679.3	174,261.0	2,993.2	7,672.5		7,446.2	-4,539.2	-78.0	7,368.2	
	Mayo	4,685.4	172,731.1	3,180.3	7,865.7		7,422.2	-3,341.0	-61.5	7,360.7	
	Junio	4,724.3	178,028.3	3,287.2	8,011.5	41.7	7,430.7	2,464.1	45.5	7,476.2	38.9
	Julio	4,724.1	178,843.0	3,359.3	8,083.4		7,449.5	2,440.8	45.8	7,495.3	
	Agosto	4,893.0	180,536.9	3,405.1	8,298.1		7,590.0	5,954.8	112.3	7,702.3	
	Septiembre	4,931.0	181,107.9	3,509.4	8,440.4	43.1	7,676.1	3,867.0	74.9	7,751.0	39.6
	Octubre	4,932.9	176,859.9	3,340.7	8,273.6		7,624.1	3,185.6	60.2	7,684.3	
	Noviembre	4,835.1	175,357.9	3,597.6	8,432.7		7,528.5	2,570.8	52.7	7,581.2	
	Diciembre	4,966.3	179,324.4	3,697.6	8,663.9	43.1	7,714.1	4,398.9	90.7	7,804.8	38.8
2017 ^{p/}	Enero	5,075.7	181,002.9	3,763.2	8,838.9		7,786.4	7,455.1	155.0	7,941.4	
	Febrero	5,038.6	184,587.7	3,691.0	8,729.6		7,814.7	7,966.1	159.3	7,974.0	
	Marzo	4,797.7	184,949.7	3,476.2	8,273.9	40.1	7,880.3	9,378.6	176.3	8,056.6	39.0
	Abril	4,823.2	183,107.1	3,471.6	8,294.8		7,867.9	9,532.9	180.7	8,048.6	
	Mayo	4,826.4	184,172.6	3,442.4	8,268.8		7,865.8	11,271.6	210.7	8,076.5	
	Junio	5,019.7	186,149.7	3,362.3	8,382.0	39.8	8,050.3	13,989.4	252.7	8,303.0	39.4
	Julio	5,007.9	186,656.9	3,334.6	8,342.5		8,033.9	14,652.7	261.8	8,295.7	
	Agosto	5,031.9	187,606.9	3,342.1	8,374.0		8,047.5	16,197.5	288.6	8,336.1	
	Septiembre	5,094.7	189,773.0	3,446.1	8,540.8	39.9	8,120.3	18,161.7	329.8	8,450.1	39.5
	Octubre	5,042.5	190,102.2	3,640.0	8,682.5		8,116.2	16,913.2	323.9	8,440.1	
	Noviembre	5,097.3	188,313.0	3,506.9	8,604.2		8,134.3	17,415.7	324.3	8,458.6	
	Diciembre	5,183.9	191,058.3	3,756.8	8,940.7	41.1	8,225.1	18,706.8	367.8	8,592.9	39.5

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 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	
2012	3,701.2	115,918.6	1,503.0	5,204.2	32.9	
2013	3,947.2	125,414.2	1,641.0	5,588.2	34.3	
2014	4,740.5	137,981.6	2,034.0	6,774.5	38.8	
2015	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	39.6
	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	40.0
	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	41.3
	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	5,084.3	152,836.3	2,636.2	7,720.6	41.7
2016	Enero	5,238.1	155,359.4	2,826.5	8,064.6	
	Febrero	5,139.1	161,136.1	2,916.9	8,056.0	
	Marzo	5,137.9	165,861.8	2,859.0	7,996.8	42.4
	Abril	5,009.4	165,973.3	2,850.9	7,860.3	
	Mayo	5,013.5	165,138.1	3,040.5	8,054.0	
	Junio	5,095.1	169,767.7	3,134.7	8,229.8	42.8
	Julio	5,086.5	171,142.2	3,214.7	8,301.2	
	Agosto	5,262.5	172,482.3	3,253.2	8,515.7	
	Septiembre	5,313.3	172,877.1	3,349.9	8,663.2	44.2
	Octubre	5,322.8	168,507.0	3,182.9	8,505.7	
	Noviembre	5,241.1	167,589.4	3,438.2	8,679.3	
	Diciembre	5,411.6	170,257.0	3,510.6	8,922.2	44.4
2017 ^{b/}	Enero	5,487.5	173,373.5	3,604.6	9,092.1	
	Febrero	5,429.6	176,519.6	3,529.6	8,959.2	
	Marzo	5,170.2	176,581.6	3,318.9	8,489.2	41.1
	Abril	5,179.6	175,768.8	3,332.5	8,512.0	
	Mayo	5,180.8	176,525.6	3,299.4	8,480.3	
	Junio	5,364.6	178,420.9	3,222.7	8,587.3	40.8
	Julio	5,363.7	179,485.7	3,206.4	8,570.2	
	Agosto	5,404.6	180,481.7	3,215.2	8,619.8	
	Septiembre	5,440.5	183,286.7	3,328.3	8,768.8	40.9
	Octubre	5,384.5	183,504.1	3,513.7	8,898.2	
	Noviembre	5,457.4	182,700.8	3,402.4	8,859.8	
	Diciembre	5,563.3	182,938.0	3,597.1	9,160.4	42.1

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	
	2016	2017 ^{p/}	2016	2017 ^{p/}	Diferencia	2017 - 2016	2016	2017 ^{p/}
Deuda Total del Sector Público (a+b) ^{2/}	9,936.9	10,267.0	49.4	47.2	-2.3	-3.2	100.0	100.0
a. Deuda Económica Amplia Neta	8,663.9	8,940.6	43.1	41.1	-2.0	-3.4	87.2	87.1
1. Externa	3,697.6	3,756.8	18.4	17.3	-1.1	-4.8	37.2	36.6
2. Interna	4,966.3	5,183.9	24.7	23.8	-0.9	-2.2	50.0	50.5
b. Pasivos Adicionales	1,273.0	1,326.4	6.3	6.1	-0.2	-2.4	12.8	12.9
1. IPAB ^{3/}	858.4	887.4	4.3	4.1	-0.2	-3.2	8.6	8.6
2. FARAC ^{4/}	215.3	243.8	1.1	1.1	0.0	6.1	2.2	2.4
3. Programas de Reestructuras en UDIs ^{5/}	45.4	35.9	0.2	0.2	-0.1	-25.9	0.5	0.3
4. Pidiregas Directos ^{6/}	153.9	159.3	0.8	0.7	0.0	-3.1	1.5	1.6
5. Programas de Apoyo a Deudores ^{7/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.s.	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 2017.

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.

n.s./ No significativo.

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	
	2016	2017 ^{p/}	2016	2017 ^{p/}	Diferencia	2017 - 2016	2016 ^{p/}	2017 ^{p/}
Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México (a+b) ^{2/}	9,077.8	9,919.3	45.2	45.6	0.4	2.3	100.0	100.0
a. Deuda Neta Consolidada con Banco de México	7,804.8	8,592.9	38.8	39.5	0.6	3.1	86.0	86.6
1. Externa	90.7	367.8	0.5	1.7	1.2	279.8	1.0	3.7
2. Interna	7,714.1	8,225.1	38.4	37.8	-0.6	-0.1	85.0	82.9
b. Pasivos Adicionales	1,273.0	1,326.4	6.3	6.1	-0.2	-2.4	14.0	13.4
1. IPAB ^{3/}	858.4	887.4	4.3	4.1	-0.2	-3.2	9.5	8.9
2. FARAC ^{4/}	215.3	243.8	1.1	1.1	0.0	6.1	2.4	2.5
3. Programas de Reestructuras en UDIs ^{5/}	45.4	35.9	0.2	0.2	-0.1	-25.9	0.5	0.4
4. Pidiregas Directos ^{6/}	153.9	159.3	0.8	0.7	0.0	-3.1	1.7	1.6
5. Programas de Apoyo a Deudores ^{7/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.s.	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 2017.

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.

n.s./ No significativo.

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
2012	4,663.1	811.9	0.0	887.1	2,057.5	906.5
2013	5,150.5	952.1	0.0	940.1	2,195.7	1,062.6
2014	5,935.7	1,010.6	0.0	1,128.0	2,638.7	1,158.3
2015						
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
2016						
Enero	6,255.4	826.6	0.0	1,273.2	2,944.3	1,211.4
Febrero	6,309.6	816.3	0.0	1,294.3	2,972.4	1,226.7
Marzo	6,297.4	714.3	0.0	1,329.7	3,045.6	1,207.8
Abril	6,354.4	679.7	0.0	1,362.6	3,113.6	1,198.6
Mayo	6,220.4	675.5	0.0	1,313.2	3,056.8	1,174.9
Junio	6,034.4	733.2	0.0	1,222.5	2,936.9	1,141.8
Julio	6,133.2	764.6	0.0	1,265.4	2,959.1	1,144.2
Agosto	6,273.9	774.9	0.0	1,270.6	3,021.6	1,206.7
Septiembre	6,279.0	764.1	0.0	1,293.5	3,043.3	1,178.1
Octubre	6,192.8	730.9	0.0	1,288.7	3,017.3	1,156.0
Noviembre	6,136.8	746.7	0.0	1,277.5	2,939.2	1,173.4
Diciembre	5,977.9	762.4	0.0	1,290.9	2,766.8	1,157.9
2017 ^{p/}						
Enero	6,083.9	776.4	0.0	1,311.3	2,822.9	1,173.3
Febrero	6,147.9	780.8	0.0	1,335.5	2,869.3	1,162.3
Marzo	6,327.3	793.4	0.0	1,373.4	2,968.0	1,192.4
Abril	6,440.8	856.3	0.0	1,413.3	2,993.7	1,177.6
Mayo	6,453.8	810.0	0.0	1,429.0	3,009.3	1,205.5
Junio	6,476.6	878.6	0.0	1,449.7	2,949.2	1,199.1
Julio	6,529.1	880.1	0.0	1,465.1	2,968.1	1,215.8
Agosto	6,644.9	896.9	0.0	1,492.4	3,025.2	1,230.5
Septiembre	6,728.8	887.5	0.0	1,531.1	3,053.9	1,256.2
Octubre	6,684.5	903.3	0.0	1,514.6	3,028.2	1,238.4
Noviembre	6,726.4	886.8	0.0	1,547.8	3,024.4	1,267.6
Diciembre	6,443.8	884.6	0.0	1,458.8	2,839.4	1,261.1

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
2012		4,663.1	3,408.8	126.2	237.7	890.3
2013		5,150.5	3,744.8	121.8	295.5	988.4
2014		5,935.7	4,518.8	128.1	365.2	923.6
2015	Enero	6,098.6	4,677.6	121.7	351.2	948.2
	Febrero	6,108.1	4,661.9	124.9	342.8	978.4
	Marzo	6,150.3	4,589.7	123.4	336.1	1,101.1
	Abril	6,193.5	4,645.3	121.8	341.0	1,085.4
	Mayo	6,287.4	4,693.3	134.7	342.1	1,117.3
	Junio	6,165.5	4,651.0	118.7	341.4	1,054.4
	Julio	6,229.1	4,750.5	117.2	353.2	1,008.3
	Agosto	6,276.8	4,756.8	118.7	349.6	1,051.7
	Septiembre	6,297.6	4,702.3	118.5	348.8	1,128.0
	Octubre	6,288.7	4,702.4	113.5	331.9	1,141.0
	Noviembre	6,293.2	4,730.9	118.9	332.1	1,111.3
	Diciembre	6,199.0	4,690.6	123.6	342.4	1,042.5
2016	Enero	6,255.4	4,799.6	114.5	320.7	1,020.7
	Febrero	6,309.6	4,795.1	133.4	322.3	1,058.9
	Marzo	6,297.4	4,756.8	143.1	335.8	1,061.7
	Abril	6,354.4	4,799.5	142.0	347.0	1,065.9
	Mayo	6,220.4	4,687.7	137.5	364.5	1,030.7
	Junio	6,034.4	4,598.0	140.5	362.2	933.7
	Julio	6,133.2	4,703.7	133.8	368.3	927.5
	Agosto	6,273.9	4,776.8	144.8	403.0	949.3
	Septiembre	6,279.0	4,883.8	115.9	405.4	874.0
	Octubre	6,192.8	4,752.1	119.7	405.9	915.1
	Noviembre	6,136.8	4,636.0	135.6	447.4	917.9
	Diciembre	5,977.9	4,577.9	143.7	428.2	828.1
2017 ^{p/}	Enero	6,083.9	4,636.7	153.5	424.8	868.9
	Febrero	6,147.9	4,696.9	157.4	402.3	891.2
	Marzo	6,327.3	4,875.1	156.3	388.4	907.5
	Abril	6,440.8	4,907.5	159.6	388.3	985.5
	Mayo	6,453.8	4,870.4	163.1	400.1	1,020.2
	Junio	6,476.6	4,956.0	148.8	393.7	978.1
	Julio	6,529.1	5,044.1	159.1	430.7	895.3
	Agosto	6,644.9	5,073.6	167.6	440.1	963.5
	Septiembre	6,728.8	5,161.9	158.9	444.9	963.1
	Octubre	6,684.5	5,080.7	171.4	441.0	991.6
	Noviembre	6,726.4	5,141.1	165.0	444.4	976.0
	Diciembre	6,443.8	4,941.2	142.2	439.5	920.9

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

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Balanza de Pagos	Miles de millones de dólares							
Cuenta Corriente	-5.0	-12.4	-18.4	-30.9	-23.7	-29.3	-22.8	-18.8
Balanza Comercial	-3.0	-1.4	0.0	-1.2	-3.1	-14.7	-13.1	-10.9
Cuenta de Capital	-0.2	-0.3	-0.1	2.3	0.0	-0.1	0.0	0.1
Cuenta Financiera	-26.6	-26.6	-24.3	-42.1	-42.4	-42.9	-31.6	-26.3
Inversión Directa	-12.9	-11.9	1.2	-33.8	-23.3	-24.2	-28.2	-24.6
Cuenta Financiera sin Activos de Reserva	-47.2	-54.7	-41.9	-59.9	-58.7	-27.3	-31.5	-21.5
	Porcentajes del PIB							
Cuenta Corriente	-0.5	-1.0	-1.5	-2.4	-1.8	-2.5	-2.1	-1.6
Cuenta Financiera	-2.5	-2.3	-2.0	-3.3	-3.2	-3.7	-2.9	-2.3
Comercio Exterior	Variaciones porcentuales anuales							
Exportaciones	29.9	17.1	6.1	2.5	4.4	-4.1	-1.7	9.5
Petroleras	35.2	35.4	-6.2	-6.6	-14.4	-45.5	-18.5	25.5
No Petroleras	29.1	14.1	8.5	4.0	7.3	0.8	-0.7	8.7
Manufacturas	29.5	13.4	8.4	4.2	7.2	0.8	-1.1	8.5
Resto	20.3	30.3	10.1	0.9	8.1	1.3	9.0	12.4
Importaciones	28.6	16.4	5.7	2.8	4.9	-1.2	-2.1	8.6
Bienes de Consumo	26.2	25.0	4.8	5.6	1.7	-3.5	-7.7	10.4
Bienes Intermedios	34.5	14.9	5.3	2.5	6.0	-1.6	-0.8	9.0
Bienes de Capital	-1.3	15.8	10.1	1.3	1.5	5.2	-3.8	3.2
Pasivos de Deuda y Débito por Intereses	Porcentajes de los créditos en Cuenta Corriente							
Pasivos de Deuda Totales ^{2/}	104.3	102.0	122.3	132.1	136.3	140.8	136.6	129.7
Sector Público ^{3/}	48.3	49.0	62.4	66.2	67.6	69.6	66.3	64.1
Sector Privado	56.0	53.0	59.9	65.9	68.7	71.2	70.4	65.5
Débito por Intereses ^{4/}	3.5	3.6	4.1	4.4	4.5	4.6	4.6	4.5
	Porcentajes del PIB							
Pasivos de Deuda Totales ^{2/}	34.1	34.5	42.7	44.8	47.1	52.6	55.3	53.7
Sector Público ^{3/}	15.8	16.6	21.8	22.4	23.3	26.0	26.8	26.6
Sector Privado	18.3	17.9	20.9	22.4	23.7	26.6	28.5	27.1
Débito por Intereses ^{4/}	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9

1/ El formato del presente cuadro difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 25 de mayo de 2017 el Banco de México comenzó a publicar la estadística de la Balanza de Pagos conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (MBP6).

2/ No incluye pasivos de derivados financieros.

3/ Incluye al Banco de México.

4/ Incluye a los sectores público y privado.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

Cuadro A 54
Balanza de Pagos ^{1/}
Millones de dólares

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Cuenta corriente (I - II)	-16,761	-7,657	-5,023	-12,357	-18,432	-30,869	-23,717	-29,327	-22,828	-18,831
I. Crédito (A + B + C + D)	344,601	272,707	345,719	399,244	420,289	432,275	453,523	436,740	434,972	477,493
A. Bienes	291,886	229,975	298,860	350,004	371,442	380,729	397,650	380,976	374,296	409,868
Exportaciones de mercancías	291,343	229,704	298,473	349,433	370,770	380,015	396,912	380,550	373,939	409,494
Bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	544	271	387	571	672	714	738	426	357	374
B. Servicios	17,973	15,110	15,489	15,823	16,393	18,094	21,182	22,903	24,597	27,071
Transporte	1,767	1,338	1,040	1,037	961	801	867	1,428	1,598	1,903
Viajes	13,370	11,513	11,992	11,869	12,739	13,949	16,208	17,734	19,650	21,333
Servicios de seguros y pensiones	2,010	1,594	1,831	2,262	2,015	2,793	3,554	3,171	2,880	3,300
Servicios financieros	191	192	153	145	135	125	127	138	154	262
Otros	634	473	474	510	542	425	426	432	315	275
C. Ingreso primario	9,280	6,081	9,850	10,376	9,815	10,932	10,809	7,825	8,822	11,498
Utilidades y dividendos	1,505	2,027	6,567	6,904	6,779	8,069	7,464	3,511	3,229	4,923
Utilidades	385	128	3,918	2,831	4,161	5,023	4,717	2,060	2,175	3,826
Dividendos	1,121	1,898	2,648	4,074	2,618	3,046	2,747	1,452	1,054	1,097
Intereses	6,875	3,280	2,503	2,826	2,262	1,975	2,188	2,862	3,891	4,724
Otros	900	774	781	646	774	888	1,157	1,462	1,702	1,851
D. Ingreso secundario	25,462	21,541	21,520	23,040	22,639	22,520	23,882	25,036	27,257	29,056
Remesas	25,145	21,306	21,304	22,803	22,438	22,303	23,647	24,785	26,993	28,771
Otros	317	235	216	237	201	217	235	251	263	285
II. Débito (A + B + C + D)	361,362	280,364	350,742	411,600	438,721	463,144	477,240	466,068	457,800	496,324
A. Bienes	309,501	234,901	301,803	351,209	371,151	381,638	400,440	395,573	387,369	420,765
Importaciones de mercancías	308,603	234,385	301,482	350,843	370,752	381,210	399,977	395,232	387,065	420,369
Bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	898	516	321	366	399	428	462	341	304	395
B. Servicios	26,633	25,081	26,892	31,425	31,309	32,150	34,466	32,557	33,549	36,888
Transporte	11,865	9,303	10,569	12,139	12,084	12,704	14,676	12,814	13,203	14,855
Viajes	8,568	7,207	7,255	7,832	8,449	9,122	9,606	10,098	10,303	10,828
Servicios de seguros y pensiones	2,732	3,199	2,626	4,086	3,848	4,835	4,220	4,339	4,256	4,479
Servicios financieros	1,491	1,835	1,821	1,801	1,576	1,352	1,436	1,364	1,879	2,115
Otros	1,977	3,536	4,622	5,566	5,353	4,137	4,528	4,043	3,908	4,591
C. Ingreso primario	25,099	20,322	21,961	28,788	36,052	48,360	41,224	36,932	36,152	37,371
Utilidades y dividendos	12,249	9,193	9,967	14,313	19,016	29,479	20,737	17,040	15,956	16,133
Utilidades	9,304	5,339	5,229	10,618	10,287	17,537	16,318	11,630	9,386	6,639
Dividendos	2,945	3,854	4,738	3,695	8,729	11,942	4,419	5,410	6,570	6,494
Intereses	12,848	11,127	11,993	14,472	17,035	18,880	20,486	19,889	20,190	21,587
Sector público	7,845	6,191	7,032	8,980	11,177	12,731	13,345	13,008	12,843	13,151
Sector privado	5,003	4,936	4,960	5,493	5,857	6,149	7,141	6,881	7,347	8,436
Otros	2	2	2	3	1	1	1	3	5	11
D. Ingreso secundario	128	60	86	178	209	995	1,111	905	730	961
Remesas	0	0	0	0	0	867	1,002	811	654	761
Otros	128	60	86	178	209	128	109	95	77	200
Cuenta de capital (I - II)	-361	-1,364	-167	-289	-106	2,303	27	-87	39	150
I. Crédito	97	55	48	52	71	2,512	264	207	323	450
II. Débito	458	1,419	216	340	177	209	237	294	284	300
Cuenta financiera (I + II + III + IV + V) [Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)]	-26,873	-7,061	-26,559	-26,568	-24,347	-42,117	-42,376	-42,928	-31,601	-26,261
I. Inversión directa (A - B)	-28,982	-8,304	-12,947	-11,948	1,167	-33,762	-23,269	-24,190	-28,151	-24,612
A. Adquisición neta de activos financieros	3,194	11,164	8,039	12,331	18,701	13,458	6,965	12,255	6,596	6,457
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	919	8,745	12,783	8,218	9,934	10,407	8,661	7,845	8,131	7,847
Instrumentos de deuda	2,275	2,419	-4,744	4,113	8,767	3,051	-1,696	4,410	-1,535	-1,391
B. Pasivos netos incurridos	32,176	19,468	20,986	24,280	17,534	47,220	30,234	36,445	34,747	31,069
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	22,300	16,689	21,118	20,151	14,976	39,985	22,323	25,286	20,413	21,068
Instrumentos de deuda	9,876	2,779	-132	4,129	2,558	7,235	7,911	11,160	14,334	10,001
II. Inversión de cartera (A - B)	-20,076	23,337	-28,575	-46,091	-58,027	-42,717	-48,566	-24,997	-31,224	-7,920
A. Adquisición neta de activos financieros	-15,076	39,149	9,819	-5,489	17,736	6,849	677	-4,514	-1,553	16,069
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	-1,056	4,916	3,301	1,691	9,817	5,440	219	-4,209	-2,133	9,873
Títulos de deuda	-14,020	34,233	6,518	-7,180	7,919	1,409	458	-305	581	6,196
B. Pasivos netos incurridos	5,199	15,812	38,394	40,602	75,763	49,566	49,243	20,483	29,671	23,989
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	-3,492	4,155	373	-6,566	5,770	-2,431	4,834	3,601	9,477	10,320
Títulos de deuda	8,691	11,657	38,021	47,168	69,992	51,997	44,410	16,882	20,194	13,668
Banco de México	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca comercial	134	370	208	-134	1,138	1,095	998	4	14	-29
Banca de desarrollo	0	-400	0	0	0	0	0	1,500	700	222
Sector público no financiero	1,257	9,714	28,096	36,975	56,869	33,156	36,019	15,423	20,724	5,537
Valores emitidos en el exterior	-4,696	6,236	4,970	5,326	10,226	11,184	12,956	14,163	22,202	5,846
Valores gubernamentales emitidos en México	5,953	3,479	23,126	31,650	46,643	21,973	23,063	1,260	-1,477	-310
Sector privado no bancario	-2,509	1,972	9,177	10,327	11,985	17,745	7,393	-45	-1,245	7,939
PdÍregas	9,810	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III. Derivados financieros (transacciones netas)	1,522	-4,268	696	725	-117	772	798	-4,708	-346	3,684
IV Otra inversión (A - B)	12,784	-22,354	-6,348	2,566	15,105	15,801	12,333	26,634	28,256	7,351
A. Adquisición neta de activos financieros	17,609	-16,237	9,648	6,451	5,386	17,599	16,607	26,356	24,759	4,710
B. Pasivos netos incurridos	4,825	6,117	15,996	3,885	-9,719	1,798	4,274	-2,778	-3,497	-2,641
Depósitos	287	2,921	-411	712	-1,360	1,079	-809	-1,592	751	-382
Banco de México	-6	3,118	-3,316	61	-13	-33	-14	-11	-1	-13
Banca comercial	293	-197	2,905	651	-1,346	1,112	-795	-1,581	752	-369
Resto	4,537	3,196	16,407	3,173	-8,360	719	5,082	1,314	-4,248	-2,260
Banco de México	0	4,015	-13	15	-13	14	-3	-3	4	-4
Banca comercial	-2,362	-1,142	9,378	3,475	-1,678	2,598	-2,732	7	-2,815	-3,547
Banca de desarrollo	-496	1,194	648	-283	398	426	870	-651	-155	617
Sector público no financiero	1,265	3,402	8,051	585	-1,830	-2,980	2,263	971	-2,435	1,602
Sector privado no bancario	3,087	-4,274	-1,657	-619	-5,236	661	4,684	990	1,154	-927
PdÍregas	3,044	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Activos de reserva	8,078	4,528	20,615	28,180	17,524	17,789	16,329	-15,667	-136	-4,765
Variación total de la reserva internacional bruta	8,091	4,591	20,695	28,621	17,841	13,150	15,482	-18,085	428	-2,575
Ajustes por valoración	12	63	79	441	317	-4,639	-847	-2,418	564	2,190
Errores y omisiones	-9,751	1,960	-21,368	-13,923	-5,808	-13,551	-18,686	-13,513	-8,812	-7,580

1/ El formato del presente cuadro difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 25 de mayo de 2017 el Banco de México comenzó a publicar la estadística de la Balanza de Pagos conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (MBP6).

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 ^{1/}
Millones de dólares

	2016		2017			
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual
Cuenta corriente	-22,828	-10,203	-249	-5,173	-3,207	-18,831
Cuenta de capital	39	-26	-11	-18	205	150
Cuenta financiera	-31,601	605	-3,878	-10,374	-12,614	-26,261
Inversión directa	-28,151	-10,315	-3,040	-8,819	-2,438	-24,612
Adquisición neta de activos financieros	6,596	2,698	3,351	-2,635	3,043	6,457
Pasivos netos incurridos	34,747	13,013	6,391	6,183	5,481	31,069
Inversión de cartera	-31,224	-5,610	2,258	-2,151	-2,417	-7,920
Adquisición neta de activos financieros	-1,553	5,430	2,118	6,571	1,949	16,069
Pasivos netos incurridos	29,671	11,040	-140	8,722	4,366	23,989
Derivados financieros	-346	628	1,513	2,138	-595	3,684
Otra inversión	28,256	15,774	-624	-349	-7,449	7,351
Adquisición neta de activos financieros	24,759	14,525	1,503	-2,802	-8,517	4,710
Pasivos netos incurridos	-3,497	-1,249	2,127	-2,453	-1,067	-2,641
Activos de reserva	-136	128	-3,986	-1,193	286	-4,765
Variación total de la reserva internacional bruta	428	679	-3,308	-507	561	-2,575
Ajustes por valoración	564	551	678	686	275	2,190
Errores y omisiones	-8,812	10,834	-3,618	-5,184	-9,612	-7,580
Memo: Cuenta financiera sin activos de reserva	-31,466	478	107	-9,181	-12,900	-21,496

1/ El formato del presente cuadro difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 25 de mayo de 2017 el Banco de México comenzó a publicar la estadística de la Balanza de Pagos conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (MBP6).

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 56
Cuenta Corriente ^{1/}
Millones de dólares

	2016		2017			
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual
Cuenta corriente	-22,828	-10,203	-249	-5,173	-3,207	-18,831
Balanza de bienes y servicios	-22,025	-4,878	-2,377	-9,556	-3,882	-20,693
Balanza de bienes	-13,073	-2,744	-133	-6,170	-1,851	-10,897
Balanza de mercancías petroleras	-12,748	-4,376	-3,824	-5,115	-5,087	-18,402
Balanza de mercancías no petroleras	-377	1,601	3,689	-1,027	3,264	7,527
Balanza de bienes adquiridos en puertos	52	31	2	-28	-27	-22
Balanza de servicios	-8,952	-2,134	-2,244	-3,387	-2,031	-9,796
Balanza de viajes	9,347	3,524	2,768	1,980	2,233	10,504
Balanza de otros servicios	-18,299	-5,658	-5,012	-5,367	-4,264	-20,301
Balanza de ingreso primario	-27,330	-11,815	-5,065	-2,767	-6,587	-26,233
Balanza de intereses	-16,299	-3,097	-5,133	-3,713	-4,919	-16,863
Balanza de utilidades y dividendos	-12,727	-9,099	-385	452	-2,178	-11,210
Balanza de otros rubros	1,697	381	453	494	511	1,839
Balanza de ingreso secundario	26,527	6,490	7,193	7,150	7,262	28,095
Balanza de remesas	26,340	6,482	7,143	7,082	7,304	28,010
Balanza de otros rubros	187	8	50	69	-42	85

1/ El formato del presente cuadro difiere del presentado en la "Compilación de Informes Trimestrales Correspondientes al Año 2016" debido a que el 25 de mayo de 2017 el Banco de México comenzó a publicar la estadística de la Balanza de Pagos conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional (MBP6).

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Exportaciones	271,875.3	291,342.6	229,703.6	298,473.1	349,433.4	370,769.9	380,015.1	396,911.7	380,549.8	373,939.2	409,494.2
Petroleras	43,013.8	50,635.4	30,831.3	41,693.3	56,443.4	52,955.5	49,481.5	42,369.4	23,099.7	18,817.6	23,608.4
Petróleo Crudo ^{1/}	37,937.2	43,341.5	25,614.0	35,918.5	49,380.6	46,852.4	42,711.7	35,638.5	18,451.2	15,574.8	19,930.5
Otras	5,076.7	7,293.8	5,217.2	5,774.8	7,062.8	6,103.2	6,769.8	6,730.9	4,648.5	3,242.8	3,677.9
No Petroleras	228,861.5	240,707.2	198,872.3	256,779.9	292,990.0	317,814.3	330,533.6	354,542.3	357,450.1	355,121.6	385,885.8
Agropecuarias	7,415.0	7,894.6	7,725.9	8,610.4	10,309.5	10,914.2	11,245.8	12,181.3	12,970.6	14,672.3	15,973.6
Extractivas	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	4,368.3	5,427.0
Manufacturas	219,709.4	230,881.6	189,698.5	245,745.4	278,617.1	301,993.6	314,573.4	337,297.0	339,974.9	336,081.0	364,485.1
Importaciones	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	387,064.5	420,369.2
Petroleras	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	31,565.7	42,010.1
No Petroleras	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	355,498.8	378,359.0
Bienes de Consumo	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	51,950.3	57,333.0
Petroleras	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	11,576.7	15,026.3
No Petroleras	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	40,373.6	42,306.7
Bienes Intermedios	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	294,994.4	321,621.7
Petroleras	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	19,989.0	26,983.8
No Petroleras	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	275,005.4	294,637.9
Bienes de Capital	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	40,119.8	41,414.4
Balanza Comercial	-10,073.7	-17,260.7	-4,681.4	-3,008.7	-1,409.5	18.3	-1,195.1	-3,065.5	-14,682.6	-13,125.3	-10,875.0
Balanza Comercial Petrolera	17,544.6	14,978.4	10,368.8	11,482.1	13,739.3	11,817.0	8,613.6	879.7	-10,188.0	-12,748.1	-18,401.7
Balanza Comercial No Petrolera	-27,618.4	-32,239.1	-15,050.2	-14,490.8	-15,148.8	-11,798.7	-9,808.8	-3,945.3	-4,494.6	-377.2	7,526.8

^{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	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Total	298,473.1	349,433.4	370,769.9	380,015.1	396,911.7	380,549.8	373,939.2	409,494.2
I. Agricultura y Silvicultura	7,325.5	8,652.9	9,225.7	9,764.9	10,345.5	11,046.2	13,049.7	14,170.1
II. Ganadería, Apicultura y Pesca	1,284.9	1,656.6	1,688.5	1,480.9	1,835.8	1,924.4	1,622.6	1,803.5
III. Industrias Extractivas	44,117.3	60,506.8	57,862.0	54,195.9	47,433.4	27,604.2	23,185.9	29,035.4
Petróleo Crudo ^{1/}	35,918.5	49,380.6	46,852.4	42,711.7	35,638.5	18,451.2	15,574.8	19,930.5
Resto	8,198.8	11,126.2	11,009.6	11,484.2	11,794.9	9,153.0	7,611.1	9,104.9
IV. Industrias Manufactureras	245,745.4	278,617.1	301,993.6	314,573.4	337,297.0	339,974.9	336,081.0	364,485.1
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	9,552.1	11,528.9	11,697.1	12,902.4	13,202.2	13,514.4	14,069.1	16,399.6
B. Textiles, Artículos de Vestir e Industria del Cuero	7,151.0	7,856.4	8,036.5	8,305.3	8,468.5	8,251.6	7,718.0	7,707.6
C. Industria de la Madera	492.9	530.6	583.7	727.9	721.0	783.2	807.0	909.1
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	1,959.7	2,119.1	1,962.8	1,884.4	1,971.0	1,958.8	1,876.5	2,038.8
E. Química	8,521.5	9,910.2	10,945.6	11,103.1	10,909.9	10,299.3	9,497.3	9,688.3
F. Productos Plásticos y de Caucho	6,870.4	8,094.6	9,265.3	9,770.3	10,433.4	10,307.0	10,130.2	10,728.6
G. Fabricación de Otros Productos hechos a base de Minerales No Metálicos	2,951.6	3,094.9	3,407.7	3,657.7	3,790.2	3,819.8	3,748.5	3,718.5
H. Siderurgia	6,542.5	7,913.0	7,743.6	8,446.3	8,549.0	6,813.7	6,132.6	7,124.4
I. Minerometalurgia	12,333.8	17,397.8	17,020.4	12,982.2	11,275.8	10,084.5	11,360.4	10,886.9
J. Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo	182,696.7	202,353.1	222,030.5	234,643.7	256,325.3	261,293.1	257,835.9	281,781.1
1. Para la Agricultura y Ganadería	558.5	691.2	807.8	910.5	868.4	788.7	664.8	681.8
2. Para Otros Transportes y Comunicaciones Industria Automotriz	66,489.4	81,655.5	91,566.9	101,673.4	114,788.3	119,667.3	117,923.3	130,672.8
3. Maquinaria y Equipos Especiales para Ind. Diversas	64,947.9	79,176.5	88,377.2	97,780.9	109,395.1	114,493.4	113,316.0	126,670.9
4. Productos Metálicos de Uso Doméstico	33,560.7	38,514.2	43,732.0	43,078.9	48,676.6	47,028.7	49,370.5	53,788.6
5. Equipo Profesional y Científico	4,715.6	5,152.9	5,252.7	5,639.8	5,774.5	6,070.0	6,044.2	6,264.0
6. Equipos y Aparatos Eléctricos y Electrónicos	9,808.2	10,602.0	11,459.6	12,528.4	14,102.4	14,902.7	15,914.9	17,083.6
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	67,089.2	65,325.9	68,818.0	70,415.0	71,710.1	72,428.9	67,467.5	72,786.6
K. Otras Industrias	475.2	411.4	393.4	397.6	404.9	406.9	450.7	503.7
	6,673.2	7,818.6	9,300.4	10,150.3	11,650.8	12,849.6	12,905.6	13,502.4

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: Elaboración de Banco de México con información de 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	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
TOTAL	301,481.8	350,842.9	370,751.6	381,210.2	399,977.2	395,232.4	387,064.5	420,369.2
I. Agricultura y Silvicultura	9,416.7	12,632.3	12,695.6	11,704.4	11,578.6	10,629.0	10,804.9	11,524.0
II. Ganadería, Apicultura y Pesca	428.4	508.7	535.8	647.6	797.1	612.0	663.3	754.1
III. Industrias Extractivas	31,414.9	44,355.3	42,751.6	42,239.0	42,770.4	34,345.0	32,667.2	43,327.7
IV. Industrias Manufactureras	260,221.8	293,346.6	314,768.6	326,619.2	344,831.1	349,646.5	342,929.1	364,763.3
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	11,231.0	13,333.7	13,912.4	14,357.7	15,075.0	13,842.9	13,658.0	14,206.1
B. Textiles, Artículos de Vestir e Industria del Cuero	9,336.7	10,979.2	11,642.8	12,246.2	13,167.5	13,480.1	13,106.9	13,016.4
C. Industria de la Madera	1,308.2	1,424.2	1,541.4	1,622.0	1,725.8	1,844.7	1,751.6	1,774.9
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	6,612.3	6,898.9	6,885.4	7,048.6	7,273.9	7,194.6	6,913.8	7,303.9
E. Química	19,507.8	22,004.1	23,508.4	24,477.1	25,854.4	24,415.2	22,984.1	24,721.0
F. Productos Plásticos y de Caucho	18,375.3	19,891.8	22,072.8	22,719.3	24,298.0	24,635.4	24,162.1	25,971.3
G. Fabricación de Otros Productos hechos a Base de Minerales No Metálicos	2,174.0	2,547.8	2,686.7	2,676.2	3,034.0	3,033.6	3,009.3	3,257.1
H. Siderurgia	13,356.4	15,252.5	18,037.3	16,810.6	18,072.2	17,994.7	16,574.9	18,784.2
I. Minerometalurgia	8,198.3	10,191.0	9,513.3	8,896.0	9,539.7	9,464.4	8,982.0	10,063.2
J. Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo	158,232.0	176,808.0	191,131.1	200,774.0	209,212.8	215,114.2	212,411.9	223,084.0
1. Para la Agricultura y Ganadería	785.9	927.7	989.0	963.2	957.3	1,020.7	968.8	979.8
2. Para Otros Transportes y Comunicaciones Industria Automotriz	34,599.9	41,222.3	46,902.6	48,259.9	52,187.2	53,847.1	53,031.9	58,390.3
3. Maquinaria y Equipos Especiales para Ind. Diversas	33,283.6	38,890.7	44,143.9	45,883.7	49,136.2	50,849.9	50,418.2	55,905.0
4. Productos metálicos de uso doméstico	41,281.1	46,948.0	53,268.0	55,324.9	57,753.3	59,757.2	59,974.9	62,637.1
5. Equipo Profesional y Científico	1,007.8	1,223.4	1,221.5	1,315.2	1,367.9	1,448.5	1,435.8	1,438.4
6. Equipos y Aparatos Eléctricos y Electrónicos	9,794.7	10,789.0	11,328.3	12,034.5	12,772.1	14,638.1	14,098.4	14,743.6
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	70,070.5	74,931.6	76,625.3	82,124.7	83,409.0	83,657.7	82,158.8	84,150.6
K. Otras Industrias	692.1	766.2	796.3	751.7	766.1	745.0	743.3	744.2
	11,889.7	14,015.2	13,836.9	14,991.4	17,577.8	18,626.7	19,374.5	22,581.4

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de 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				
	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Total	380,015	396,912	380,550	373,939	409,494	381,210	399,977	395,232	387,065	420,369
América	337,728	354,756	342,030	332,952	360,283	212,417	220,846	209,666	201,814	217,980
América del Norte	309,892	329,080	319,409	313,008	338,357	197,109	205,323	196,750	189,139	204,331
Estados Unidos	299,439	318,366	308,865	302,576	326,976	187,262	195,278	186,802	179,507	194,543
Canadá	10,453	10,714	10,545	10,432	11,380	9,847	10,045	9,948	9,632	9,788
Centroamérica	5,873	5,865	6,085	5,764	6,013	4,902	4,320	2,240	2,134	1,931
Costa Rica	977	996	964	915	959	3,174	2,542	550	391	375
El Salvador	639	605	637	597	689	126	127	136	115	150
Guatemala	1,735	1,790	1,818	1,714	1,723	529	490	461	488	528
Panamá	1,047	989	1,042	899	915	17	20	121	51	110
Otros Países de Centroamérica	1,476	1,485	1,624	1,640	1,726	1,056	1,141	971	1,090	768
América del Sur	19,682	17,828	14,750	12,174	13,918	9,380	9,778	9,600	9,492	10,762
Argentina	1,966	1,302	1,497	1,409	1,504	1,167	1,050	1,057	897	823
Brasil	5,386	4,740	3,799	3,056	3,681	4,421	4,473	4,622	4,733	5,440
Colombia	4,735	4,734	3,668	3,067	3,164	912	935	923	1,098	1,674
Chile	2,085	2,148	1,861	1,745	1,804	1,438	1,398	1,480	1,335	1,537
Perú	1,771	1,730	1,651	1,404	1,511	585	1,106	681	556	514
Venezuela	2,155	1,552	1,222	600	1,080	97	72	131	174	118
Otros Países de América del Sur	1,585	1,622	1,052	894	1,174	760	745	706	699	657
Antillas	2,281	1,984	1,786	2,006	1,996	1,026	1,425	1,077	1,049	956
Europa	21,658	22,391	20,517	20,571	24,528	47,108	49,210	48,085	46,596	53,443
Unión Europea	19,623	20,211	18,250	19,360	23,211	43,169	44,595	43,744	42,459	49,007
Alemania	3,797	3,558	3,509	3,951	6,952	13,461	13,762	13,975	13,878	16,421
Bélgica	1,107	1,700	1,594	1,467	2,099	991	942	1,074	1,089	1,183
Dinamarca	142	147	174	183	180	421	543	483	664	602
España	6,962	5,788	3,295	3,268	4,245	4,311	4,753	4,554	4,456	5,006
Francia	1,288	1,594	2,145	2,017	1,911	3,686	3,786	3,727	3,729	4,071
Países Bajos	1,589	2,271	1,835	1,637	1,988	4,202	3,688	3,253	2,025	2,391
Italia	1,249	1,626	1,673	1,600	1,325	5,621	5,217	5,062	5,291	6,161
Portugal	62	45	166	167	167	420	554	425	422	607
Reino Unido	1,438	1,806	1,968	3,232	2,275	2,508	2,513	2,345	2,128	2,427
Otros Países de la Unión Europea	1,988	1,679	1,891	1,839	2,071	7,548	8,836	8,847	8,777	10,138
Otros Países Europeos	2,036	2,180	2,267	1,211	1,316	3,939	4,615	4,341	4,136	4,437
Asia	18,666	17,669	16,015	18,530	22,576	119,436	127,626	135,532	136,781	146,843
China	6,469	5,964	4,873	5,411	6,713	61,321	66,256	69,988	69,521	74,145
Corea del Norte	2	1	0	1	1	14	10	14	7	6
Corea del Sur	1,525	2,027	2,816	2,507	3,429	13,493	13,772	14,619	13,612	15,756
Filipinas	105	128	83	86	163	1,593	1,936	1,993	2,234	2,362
Hong Kong	957	1,029	767	592	724	289	290	254	288	332
India	3,963	2,666	1,772	2,120	3,339	2,868	3,727	4,067	4,286	5,021
Indonesia	213	116	88	65	261	1,149	1,348	1,327	1,319	1,496
Israel	112	136	147	198	230	616	641	695	707	713
Japón	2,244	2,609	3,018	3,779	4,056	17,076	17,545	17,368	17,751	18,185
Malasia	176	195	122	448	711	5,379	6,561	7,463	8,161	7,887
Singapur	577	529	523	851	905	1,456	1,200	1,328	1,279	1,406
Tailandia	425	361	323	497	560	4,322	4,354	4,958	5,427	5,934
Taiwán	487	392	270	246	425	6,689	6,368	6,630	6,837	7,441
Otros Países de Asia	1,412	1,516	1,213	1,729	1,060	3,170	3,620	4,827	5,352	6,160
África	784	890	747	858	661	1,334	1,363	980	955	1,346
Oceanía	1,105	1,116	1,166	936	1,311	901	913	957	912	738
Australia	988	1,009	1,050	836	1,190	518	554	599	527	344
Nueva Zelanda	112	99	106	94	113	371	349	349	364	358
Otros Países de Oceanía	5	7	10	6	8	12	11	9	21	36
No identificados	75	89	76	94	136	13	20	13	7	19

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			
	2014	2015	2016	2017 ^{p/}		2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Total (Millones de dólares)	396,912	380,550	373,939	409,494		399,977	395,232	387,064	420,369
	Por ciento del Total					Por ciento del Total			
Automóviles para Personas	8.2	8.6	8.4	10.2	Partes y Accesorios de Vehículos	5.7	5.9	5.9	6.0
Partes y Accesorios de Vehículos	5.7	6.6	7.0	6.6	Circuitos y Microestructuras Electrónicas	3.5	3.7	3.9	3.9
Camiones para Transporte de Mercancías	5.4	5.7	6.3	6.0	Gasolina	3.8	3.3	2.9	3.5
Computadoras	5.2	4.8	5.5	5.7	Aparatos Eléctricos de Telefonía	3.4	3.7	3.8	3.2
Petróleo Crudo ^{1/}	9.0	4.8	4.2	4.9	Automóviles para Personas	2.1	2.4	2.6	2.7
Aparatos Eléctricos de Telefonía	4.0	4.2	4.4	4.8	Computadoras	2.2	2.4	2.6	2.2
Televisores	4.3	4.4	3.6	3.2	Gasóleo	1.5	1.1	1.0	1.6
Conductores Aislados para Electricidad	2.8	3.0	3.0	2.7	Aparatos para Corte o Conexión de Circuitos Eléctricos	1.5	1.5	1.5	1.4
Aparatos de Medicina o Veterinaria	1.5	1.7	1.8	1.7	Partes y Accesorios para Computadoras	1.4	1.4	1.5	1.4
Tractores	2.0	2.3	1.5	1.6	Conductores Aislados para Electricidad	1.4	1.4	1.4	1.2
Asientos y Partes de Asientos	1.6	1.6	1.7	1.6	Gas Natural	0.8	0.7	0.8	1.2
Refrigeradores	1.1	1.2	1.3	1.2	Partes de Plástico para Muebles, Autos, Vestido, etc.	1.0	1.1	1.1	1.1
Oro en Bruto, Semilabrado o en Polvo	1.2	1.1	1.3	1.1	Motores de diésel	1.1	1.2	1.0	1.1
Partes de Motores	1.0	1.1	1.1	1.0	Partes para Grabadoras y Emisores de Televisión	2.4	1.5	1.4	1.0
Cerveza de Malta	0.6	0.7	0.8	0.9	Partes de Motores	0.9	0.9	0.9	0.9
Motores y Generadores Eléctricos	0.7	0.8	0.8	0.9	Partes para Aparatos de Reproducción de Sonido y Grabación	0.8	0.9	0.9	0.9
Motores a Gasolina	0.9	0.9	1.1	0.9	Pantallas de Cristal Líquido	0.8	1.2	1.0	0.9
Aparatos para Corte o Conexión de Circuitos Eléctricos	0.8	0.9	0.9	0.9	Transformadores Eléctricos	0.8	0.9	0.9	0.9
Máquinas y Aparatos para Acondicionamiento de Aire	0.7	0.8	0.8	0.8	Artículos de Grifería	0.8	0.8	0.8	0.8
Aguacate	0.4	0.4	0.6	0.7	Bombas de Aire o de Vacío	0.9	0.8	0.9	0.8
Transformadores Eléctricos	0.7	0.7	0.7	0.7	Arboles de Transmisión, Cojinetes y Engranajes	0.7	0.8	0.8	0.8
Aparatos Eléctricos de Alumbrado	0.5	0.5	0.6	0.6	Dispositivos Semiconductores	0.8	0.8	0.8	0.8
Artículos de Grifería	0.6	0.6	0.6	0.6	Neumáticos Nuevos de Caucho	0.8	0.8	0.7	0.7
Instrumentos para Regulación Automática	0.6	0.6	0.6	0.6	Motores y Generadores Eléctricos	0.4	0.5	0.5	0.7
Centrifugadoras, Filtros y Purificadores	0.6	0.6	0.6	0.6	Maíz	0.6	0.6	0.7	0.7
Lámparas y Letreros Luminosos	0.5	0.5	0.6	0.6	Aparatos de Medicina o Veterinaria	0.6	0.7	0.7	0.7
Hortalizas Frescas o Refrigeradas	0.4	0.5	0.6	0.6	Barras y Ganchos de Hierro o Acero	0.7	0.7	0.7	0.7
Circuitos y Microestructuras Electrónicas	0.4	0.5	0.5	0.5	Tornillos y Pernos de Hierro o Acero	0.6	0.7	0.6	0.7
Vagones para Transporte de Mercancías	0.7	0.8	0.7	0.5	Televisores	0.8	1.0	0.7	0.6
Máquinas y Aparatos Eléctricos	0.5	0.5	0.5	0.5	Turbinas de Gas	0.5	0.5	0.6	0.6
Micrófonos y sus Soportes	0.5	0.5	0.5	0.5	Envases de Plástico	0.6	0.6	0.7	0.6
Envases de Plástico	0.5	0.5	0.5	0.5	Medicamentos para su Venta al por Menor	0.7	0.7	0.6	0.6
Plata en Bruto, Semilabrada o en Polvo	0.6	0.5	0.5	0.5	Motores de Gasolina	0.5	0.5	0.6	0.6
Bombas para Líquidos	0.5	0.5	0.5	0.5	Centrifugadoras, Filtros y Purificadores	0.5	0.6	0.5	0.6
Partes de Plástico para Muebles, Autos, Vestido, etc.	0.4	0.5	0.5	0.5	Bombas para Líquidos	0.5	0.6	0.6	0.5
Tomate Fresco o Refrigerado	0.5	0.5	0.6	0.5	Circuitos Impresos	0.5	0.5	0.6	0.5
Minerales de Cobre y sus Concentrados	0.3	0.3	0.4	0.5	Camiones para Transporte de Mercancías	0.5	0.5	0.6	0.5
Motores de diésel	0.5	0.4	0.4	0.5	Asientos y sus Partes	0.5	0.5	0.5	0.5
Radios	0.4	0.4	0.4	0.4	Poliésteres, resinas epóxicas	0.4	0.5	0.5	0.5
Trajes y Pantalones para Hombres o Niños	0.4	0.4	0.4	0.3	Placas de plástico sin refuerzo	0.4	0.5	0.5	0.5
Otros	33.1	33.7	33.3	32.2	Otros	51.1	50.6	50.7	50.8

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	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Saldo (Millones de dólares)	3,837	4,203	4,068	4,457	4,802	4,305	4,737	4,037	4,291	4,827	6,603	7,636	9,347	10,504
Receptivo														
Ingresos (Millones de dólares)	10,796	11,803	12,177	12,919	13,370	11,513	11,992	11,869	12,739	13,949	16,208	17,734	19,650	21,333
Turistas	7,783	8,502	8,955	9,737	10,152	8,827	9,443	9,448	10,199	11,312	13,580	15,035	16,926	18,202
Viajeros Fronterizos	2,591	2,848	2,764	2,684	2,734	2,232	2,020	1,942	2,100	2,279	2,210	2,300	2,330	2,655
Con Pernocta	599	644	605	630	708	604	548	558	568	542	740	791	772	980
Sin Pernocta	1,993	2,204	2,159	2,054	2,026	1,628	1,472	1,384	1,533	1,737	1,470	1,509	1,558	1,675
Visitantes en Cruceros	421	453	458	498	483	454	529	479	440	358	419	399	394	476
Número de Viajeros (Miles)	99,250	103,146	97,701	93,582	92,948	88,044	81,953	75,732	76,749	78,100	81,042	87,129	94,853	99,594
Turistas	11,553	12,534	12,608	13,041	13,425	12,501	13,327	13,237	13,665	14,562	16,000	18,307	20,664	22,489
Viajeros Fronterizos	81,204	83,905	78,577	73,599	73,031	69,842	62,578	57,205	57,885	58,983	59,257	62,707	67,495	69,186
Con Pernocta	9,065	9,381	8,745	8,565	9,505	9,845	9,962	10,166	9,738	9,589	13,346	13,786	14,416	16,808
Sin Pernocta	72,139	74,524	69,832	65,034	63,526	59,997	52,615	47,039	48,148	49,394	45,911	48,920	53,079	52,378
Visitantes en Cruceros	6,493	6,707	6,516	6,943	6,491	5,701	6,048	5,289	5,199	4,555	5,785	6,115	6,695	7,919
Gasto Medio (Dólares)	108.8	114.4	124.6	138.1	143.8	130.8	146.3	156.7	166.0	178.6	200.0	203.5	207.2	214.2
Turistas	673.7	678.4	710.3	746.7	756.2	706.1	708.5	713.8	746.3	776.8	848.8	821.3	819.1	809.4
Viajeros Fronterizos	31.9	33.9	35.2	36.5	37.4	32.0	32.3	33.9	36.3	38.6	37.3	36.7	34.5	38.4
Con Pernocta	66.1	68.6	69.2	73.5	74.5	61.3	55.0	54.9	58.3	56.5	55.5	57.4	53.6	58.3
Sin Pernocta	27.6	29.6	30.9	31.6	31.9	27.1	28.0	29.4	31.8	35.2	32.0	30.8	29.4	32.0
Visitantes en Cruceros	64.8	67.5	70.3	71.8	74.4	79.6	87.4	90.5	84.7	78.6	72.4	65.3	58.8	60.1
Egresivo														
Egresos (Millones de dólares)	6,959	7,600	8,108	8,462	8,568	7,207	7,255	7,832	8,449	9,122	9,606	10,098	10,303	10,828
Turistas	2,911	3,314	3,805	4,373	4,566	4,058	4,187	4,693	5,223	5,777	6,153	6,470	6,589	6,948
Viajeros Fronterizos	4,048	4,287	4,303	4,089	4,001	3,149	3,067	3,139	3,226	3,346	3,452	3,628	3,714	3,880
Con Pernocta	316	340	388	421	380	339	353	321	326	248	457	556	566	543
Sin Pernocta	3,732	3,947	3,915	3,668	3,622	2,811	2,715	2,818	2,900	3,097	2,995	3,072	3,147	3,337
Número de Viajeros (Miles)	128,903	128,392	122,022	109,540	107,519	98,228	91,658	88,113	87,332	90,777	90,982	94,988	97,372	94,233
Turistas	7,398	8,000	8,486	9,387	9,397	9,037	9,331	10,200	11,209	11,694	11,242	11,275	11,545	11,257
Viajeros Fronterizos	121,505	120,392	113,536	100,153	98,122	89,191	82,326	77,913	76,124	79,083	79,739	83,713	85,826	82,976
Con Pernocta	5,096	5,305	5,516	5,870	5,129	5,067	5,003	4,599	4,372	4,217	7,018	8,328	8,678	7,768
Sin Pernocta	116,409	115,087	108,020	94,283	92,992	84,124	77,323	73,314	71,752	74,866	72,721	75,385	77,149	75,208
Gasto Medio (Dólares)	54.0	59.2	66.4	77.2	79.7	73.4	79.2	88.9	96.7	100.5	105.6	106.3	105.8	114.9
Turistas	393.5	414.2	448.4	465.8	485.9	449.0	448.8	460.1	466.0	494.0	547.3	573.9	570.7	617.2
Viajeros Fronterizos	33.3	35.6	37.9	40.8	40.8	35.3	37.3	40.3	42.4	42.3	43.3	43.3	43.3	46.8
Con Pernocta	62.1	64.0	70.3	71.8	74.0	66.9	70.5	69.9	74.5	58.9	65.2	66.8	65.3	69.9
Sin Pernocta	32.1	34.3	36.2	38.9	38.9	33.4	35.1	38.4	40.4	41.4	41.2	40.7	40.8	44.4

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

	2012	2013	2014	2015	2016	2017 ^{p/}
Remesas Totales (Millones de dólares)	22,438	22,303	23,647	24,785	26,993	28,771
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	195	218	267	162	159	162
Por Medios Electrónicos	21,858	21,749	22,914	24,146	26,378	28,054
En Efectivo y Especie	386	335	466	477	456	556
Número de Remesas (Miles)	71,611	76,752	80,529	84,719	91,557	93,422
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	393	422	525	303	279	270
Por Medios Electrónicos	70,351	75,498	78,870	83,146	90,061	91,754
En Efectivo y Especie	867	833	1,133	1,269	1,217	1,397
Remesa Promedio (Dólares)	313	291	294	293	295	308
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	495	517	509	534	571	599
Por Medios Electrónicos	311	288	291	290	293	306
En Efectivo y Especie	445	402	411	376	374	398

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 2016		
	Lugar Ocupado					Estructura Porcentual					País	Millones de Dólares	Como Porcentaje del PIB
	2005	2007	2013	2016	2017 ^{p/}	2005	2007	2013	2016	2017 ^{p/}			
											India	59,084	2.6
Michoacán	1	1	1	1	1	11.26	9.35	9.19	10.17	10.15	México		
Jalisco	4	4	3	2	2	7.82	7.66	7.87	9.34	9.73	2017	28,771	2.5
Guanajuato	2	2	2	3	3	8.78	9.17	9.00	8.94	8.89	2016	26,993	2.5
Estado de México	3	3	4	4	4	8.14	8.32	6.43	5.95	5.83	2015	24,785	2.1
Puebla	7	6	6	5	5	5.45	6.21	5.98	5.41	5.42	2014	23,647	1.8
Oaxaca	9	7	8	6	6	4.98	5.82	5.16	5.26	5.10			
Guerrero	8	8	7	8	7	5.42	5.72	5.40	5.08	4.95	Filipinas	23,627	7.7
Distrito Federal	6	10	5	7	8	6.05	4.06	6.25	5.22	4.57	Pakistán	19,687	7.1
Veracruz	5	5	9	9	9	6.33	6.81	4.61	4.16	4.15	Nigeria	19,445	4.8
San Luis Potosí	12	12	11	10	10	2.59	2.99	3.17	3.56	3.62	Egipto	16,590	5.0
Zacatecas	13	13	12	11	11	2.49	2.64	2.84	3.25	3.29	Bangladesh	13,519	5.9
Nuevo León	23	24	15	15	12	1.31	1.26	2.68	2.43	2.87	Indonesia	8,672	0.9
Hidalgo	10	9	13	12	13	3.76	4.19	2.83	2.83	2.73	China	8,342	0.1
Chihuahua	18	18	16	13	14	1.79	1.77	2.33	2.61	2.66	Guatemala	7,377	10.9
Baja California	24	22	14	14	15	1.18	1.28	2.78	2.59	2.62	Sri Lanka	7,242	9.0
Sinaloa	15	15	18	17	16	2.08	2.01	2.26	2.31	2.40	Marruecos	7,088	6.8
Tamaulipas	16	16	10	16	17	1.96	1.98	3.18	2.42	2.39	Libano	6,930	13.7
Durango	19	19	20	18	18	1.77	1.74	2.06	2.24	2.33	Nepal	6,367	30.1
Chiapas	11	11	19	20	19	3.53	3.53	2.25	2.14	2.15	República de Corea	5,700	0.4
Morelos	14	14	17	19	20	2.33	2.44	2.31	2.15	2.14	República Dominicana	5,261	7.3
Querétaro	17	17	21	21	21	1.87	1.82	1.85	1.95	1.97	Colombia	4,858	1.7
Nayarit	21	20	24	22	22	1.40	1.44	1.44	1.62	1.64	El Salvador	4,576	17.1
Coahuila	25	26	23	23	23	1.11	1.13	1.47	1.56	1.63	Tailandia	4,040	1.0
Sonora	22	23	22	24	24	1.36	1.28	1.53	1.53	1.50	Jordania	4,004	10.3
Aguascalientes	20	21	25	25	25	1.49	1.43	1.37	1.47	1.42	Honduras	3,847	18.0
Colima	27	27	27	26	26	0.76	0.77	0.82	0.93	0.99	Japón	3,660	0.1
Tlaxcala	26	25	26	27	27	1.02	1.16	0.97	0.86	0.83	Polonia	3,337	0.7
Yucatán	29	29	28	29	28	0.43	0.52	0.56	0.53	0.54	Rusia	3,030	0.2
Tabasco	28	28	29	28	29	0.72	0.70	0.53	0.57	0.54	Ghana	2,980	7.0
Quintana Roo	30	30	30	30	30	0.39	0.38	0.45	0.48	0.49	Serbia	2,977	7.9
Campeche	31	31	31	31	31	0.30	0.31	0.25	0.24	0.25	Perú	2,884	1.5
Baja California Sur	32	32	32	32	32	0.11	0.12	0.21	0.21	0.22	Reino Unido	2,725	0.1
Total						100.00	100.00	100.00	100.00	100.00			

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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
Posición de No Residentes en Valores Gubernamentales Ampliados
 Saldos vigentes a precio de mercado a fin de periodo
 Miles de millones de dólares

	Cetes		Bonos		Udibonos		Resto ^{1/}		Total		
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	
2009	0.9	3.5	23.0	92.2	1.0	4.1	0.0	0.2	24.9	100.0	
2010	8.0	15.5	40.9	78.7	2.2	4.2	0.8	1.6	52.0	100.0	
2011	15.4	20.7	55.4	74.2	3.2	4.3	0.6	0.8	74.7	100.0	
2012	38.0	28.8	85.7	64.9	7.9	6.0	0.4	0.3	132.0	100.0	
2013	45.4	30.8	94.2	64.0	7.1	4.8	0.4	0.3	147.1	100.0	
2014	42.2	27.3	103.0	66.6	9.3	6.0	0.2	0.1	154.8	100.0	
2015	27.0	19.6	103.2	75.0	7.3	5.3	0.2	0.1	137.7	100.0	
2016	13.9	13.4	84.3	81.5	4.9	4.7	0.3	0.3	103.3	100.0	
2017	12.2	11.3	91.7	84.8	3.9	3.6	0.3	0.3	108.2	100.0	
2014	Ene	41.4	29.0	94.7	66.3	6.3	4.4	0.5	0.3	142.9	100.0
	Feb	46.4	30.4	98.8	64.8	6.8	4.5	0.5	0.3	152.5	100.0
	Mar	45.3	29.2	102.1	65.8	7.3	4.7	0.5	0.3	155.1	100.0
	Abr	39.3	26.1	103.5	68.5	7.7	5.1	0.4	0.3	150.9	100.0
	May	43.4	26.7	111.2	68.4	7.4	4.6	0.5	0.3	162.5	100.0
	Jun	49.6	30.2	105.9	64.6	8.1	4.9	0.4	0.3	164.0	100.0
	Jul	48.8	29.3	108.3	65.0	9.0	5.4	0.4	0.2	166.5	100.0
	Ago	44.8	27.2	109.3	66.6	9.8	5.9	0.4	0.2	164.3	100.0
	Sep	43.5	27.2	106.3	66.5	9.5	6.0	0.4	0.3	159.8	100.0
	Oct	42.3	26.1	109.7	67.8	9.5	5.9	0.4	0.2	161.8	100.0
	Nov	46.0	27.5	111.4	66.6	9.8	5.8	0.2	0.1	167.4	100.0
	Dic	42.2	27.3	103.0	66.6	9.3	6.0	0.2	0.1	154.8	100.0
2015	Ene	40.4	25.2	110.7	68.9	9.4	5.9	0.2	0.1	160.7	100.0
	Feb	38.4	24.5	108.2	69.1	9.9	6.3	0.2	0.1	156.6	100.0
	Mar	35.7	23.7	104.8	69.7	9.7	6.4	0.2	0.1	150.3	100.0
	Abr	32.5	21.7	107.1	71.5	10.1	6.7	0.2	0.1	149.8	100.0
	May	30.3	20.3	108.8	72.7	10.3	6.9	0.2	0.1	149.6	100.0
	Jun	33.1	22.8	102.5	70.5	9.6	6.6	0.3	0.2	145.4	100.0
	Jul	32.2	22.4	102.8	71.5	8.6	6.0	0.2	0.2	143.8	100.0
	Ago	29.7	21.3	101.3	72.8	8.0	5.8	0.2	0.1	139.2	100.0
	Sep	28.6	20.7	102.2	73.8	7.5	5.4	0.2	0.2	138.5	100.0
	Oct	25.1	18.0	106.8	76.6	7.5	5.4	0.2	0.1	139.5	100.0
	Nov	23.2	17.0	106.1	77.7	7.0	5.1	0.3	0.2	136.6	100.0
	Dic	27.0	19.6	103.2	75.0	7.3	5.3	0.2	0.1	137.7	100.0
2016	Ene	23.2	18.3	95.5	75.5	7.7	6.0	0.2	0.2	126.6	100.0
	Feb	21.9	17.4	96.6	77.0	6.8	5.4	0.2	0.1	125.4	100.0
	Mar	18.9	14.5	103.4	79.5	7.6	5.9	0.2	0.1	130.2	100.0
	Abr	16.1	12.2	108.0	82.1	7.3	5.6	0.2	0.1	131.7	100.0
	May	12.8	10.9	97.3	83.1	6.8	5.8	0.2	0.1	117.1	100.0
	Jun	12.0	10.6	94.2	83.4	6.6	5.9	0.2	0.1	113.0	100.0
	Jul	11.6	10.4	94.0	84.3	5.7	5.1	0.2	0.2	111.5	100.0
	Ago	11.0	9.8	95.7	85.6	4.9	4.4	0.2	0.1	111.7	100.0
	Sep	15.0	13.1	93.2	81.8	5.6	4.9	0.2	0.1	113.9	100.0
	Oct	14.7	12.7	95.2	82.0	5.7	4.9	0.4	0.4	116.0	100.0
	Nov	11.9	11.6	84.8	83.2	5.2	5.1	0.1	0.1	102.0	100.0
	Dic	13.9	13.4	84.3	81.5	4.9	4.7	0.3	0.3	103.3	100.0
2017	Ene	11.8	11.3	87.9	84.3	4.5	4.3	0.1	0.1	104.3	100.0
	Feb	11.8	10.6	95.0	85.3	4.5	4.1	0.1	0.1	111.4	100.0
	Mar	13.8	11.5	101.6	84.5	4.8	4.0	0.1	0.1	120.3	100.0
	Abr	14.4	12.1	99.8	83.6	5.0	4.2	0.1	0.1	119.3	100.0
	May	15.4	12.8	99.2	82.6	5.3	4.4	0.2	0.1	120.0	100.0
	Jun	16.7	13.4	102.3	82.3	5.2	4.2	0.2	0.2	124.4	100.0
	Jul	15.7	12.6	103.9	83.5	4.6	3.7	0.2	0.1	124.4	100.0
	Ago	12.9	10.4	106.7	85.7	4.7	3.8	0.2	0.1	124.5	100.0
	Sep	13.2	10.6	106.6	85.4	4.9	3.9	0.1	0.1	124.7	100.0
	Oct	11.5	9.8	100.5	86.3	4.4	3.8	0.1	0.0	116.4	100.0
	Nov	11.8	9.9	103.1	86.2	4.6	3.9	0.1	0.1	119.6	100.0
	Dic	12.2	11.3	91.7	84.8	3.9	3.6	0.3	0.3	108.2	100.0

1/ Incluye Bonos D y Bonos IPAB.
 Fuente: Banco de México.

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		
	2016 ^{p/}	2017 ^{p/}	Diferencia	2016 ^{p/}	2017 ^{p/}	Diferencia
TOTAL (I + II + III + IV)	316,177.3	334,032.6	17,855.3	28.2	29.8	1.6
TOTAL AJUSTADA (I + II +III + IV + V)	414,577.1	437,366.8	22,789.7	37.0	39.1	2.0
SECTOR PÚBLICO (I + 3.3 + 4.2.1)	180,986.0	193,981.2	12,995.2	16.2	17.3	1.2
I. Gobierno Federal ^{2/}	88,157.0	91,072.2	2,915.2	7.9	8.1	0.3
II. Autoridad Monetaria	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
III. Sector Bancario	25,593.6	25,093.8	-499.8	2.3	2.2	0.0
3.1 Banca Comercial ^{3/}	13,827.5	11,128.6	-2,698.9	1.2	1.0	-0.2
3.2 Otras Sociedades de Depósito ^{4/}	1,624.9	2,836.2	1,211.3	0.1	0.3	0.1
3.3 Banca de Desarrollo ^{2/}	10,141.2	11,129.0	987.8	0.9	1.0	0.1
IV. Otros Sectores	202,426.7	217,866.7	15,440.0	18.1	19.5	1.4
4.1 Sociedades Financieras No Bancarias ^{5/}	32.6	31.0	-1.6	0.0	0.0	0.0
4.2 Sociedades No Financieras	202,394.1	217,835.7	15,441.6	18.1	19.5	1.4
4.2.1 Organismos y Empresas Públicas ^{2/}	82,687.8	91,780.0	9,092.2	7.4	8.2	0.8
4.2.2 Sector Privado ^{6/}	119,706.3	126,055.7	6,349.4	10.7	11.3	0.6
4.2.3 IPAB ^{7/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
V. Ajustes (5.1-5.2+5.3+5.4+5.5)	98,399.8	103,334.2	4,934.4	8.8	9.2	0.4
5.1 Deuda en Moneda Nacional en Poder de No Residentes ^{8/}	102,147.1	107,223.1	5,076.0	9.1	9.6	0.5
5.2 Deuda en Moneda Extranjera en Poder de Residentes ^{9/}	4,466.8	4,599.6	132.8	0.4	0.4	0.0
5.3 Pasivos de Residentes Mexicanos con Agencias ^{10/}	668.2	659.3	-8.9	0.1	0.1	0.0
5.4 Pemex-Pidiregas ^{11/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
5.5 Otros Pasivos con No Residentes ^{12/}	51.3	51.4	0.1	0.0	0.0	0.0

- 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.
- 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, Bondes, 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 2017 MILLONES DE PESOS

<u>ACTIVO</u>		<u>PASIVO Y CAPITAL CONTABLE</u>	
RESERVA INTERNACIONAL	\$ 3,397,785	BASE MONETARIA	\$ 1,545,934
ACTIVOS INTERNACIONALES	3,449,853	BILLETES Y MONEDAS EN CIRCULACIÓN	1,542,611
PASIVOS A DEDUCIR	(52,068)	DEPÓSITOS BANCARIOS EN CUENTA CORRIENTE	3,323
		DEPÓSITOS EN CUENTA CORRIENTE DEL GOBIERNO FEDERAL	301,644
CRÉDITO AL GOBIERNO FEDERAL	0	OTROS DEPÓSITOS DEL GOBIERNO FEDERAL	224,859
		PASIVOS DE REGULACIÓN MONETARIA	1,310,293
VALORES GUBERNAMENTALES	0	DEPÓSITOS DE REGULACIÓN MONETARIA	1,149,367
		VALORES GUBERNAMENTALES	934,374
		INSTITUCIONES BANCARIAS	214,993
		BONOS DE REGULACIÓN MONETARIA	105,085
CRÉDITO A INSTITUCIONES BANCARIAS Y DEUDORES POR REPORTO	288,959	OTROS DEPÓSITOS DE INSTITUCIONES BANCARIAS Y ACREEDORES POR REPORTO	55,841
		DEPÓSITOS DEL FONDO MEXICANO DEL PETRÓLEO PARA LA ESTABILIZACIÓN Y EL DESARROLLO	27,382
PARTICIPACIONES EN ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES	14,450	FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	0
		ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO	79,841
INMUEBLES, MOBILIARIO Y EQUIPO	4,607	OTROS PASIVOS	87,501
		SUMA PASIVO	3,577,454
OTROS ACTIVOS	25,132	CAPITAL	8,933
		RESERVAS DE CAPITAL	384,559
		PÉRDIDA DEL EJERCICIO	(240,142)
		OTROS RESULTADOS INTEGRALES	129
SUMA ACTIVO	\$ 3,730,933	SUMA CAPITAL CONTABLE	153,479
		SUMA PASIVO Y CAPITAL CONTABLE	\$ 3,730,933

CUENTAS DE ORDEN \$27,589,327

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 mexicanas, 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; 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.

LIC. ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO
GOBERNADOR

DRA. LORENZA MARTÍNEZ TRIGUEROS
DIRECTORA GENERAL DE SISTEMAS DE PAGOS
Y SERVICIOS CORPORATIVOS

L.C. VÍCTOR MOISÉS SUÁREZ PICAZO
DIRECTOR DE CONTABILIDAD, PLANEACIÓN Y
PRESUPUESTO



BANCO DE MÉXICO

Abril 2018

www.banxico.org.mx