



BANCO DE MÉXICO

Compilación de Informe Trimestrales
Correspondientes al año 2019

El texto completo, el resumen ejecutivo, la presentación ejecutiva y los cuadros correspondientes a los Informes Trimestrales del año 2019 se encuentran disponibles en formato PDF en:

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



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

PRESENTACIÓN

El presente documento es una compilación de los cuatro Informes Trimestrales correspondientes al año 2019, 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 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 GENERAL

Capítulo I. Informe Trimestral Enero – Marzo 2019	1
Capítulo II. Informe Trimestral Abril – Junio 2019	82
Capítulo III. Informe Trimestral Julio – Septiembre 2019	163
Capítulo VI. Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2019	246

Anexos

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México	331
Anexo 2. 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, los Informes Trimestrales y los Reportes de Estabilidad Financiera	344
Anexo 3. Relación de México con el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, el Grupo de los Veinte y otros foros internacionales	345
Anexo 4. Apéndice Estadístico	349
Anexo 5. Balance General	413

Capítulo I: Informe Trimestral Enero - Marzo 2019

CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2019	5
2.1.	Condiciones Externas	5
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	6
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	11
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior	11
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	13
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana	18
2.2.1.	Actividad Económica	18
2.2.2.	Mercado Laboral.....	32
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	38
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	38
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	41
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F).....	45
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía.....	46
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	48
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	48
2.2.5.2.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	48
2.2.5.3.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple.....	50
2.2.5.4.	Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple	50
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras.....	51
3.	Evolución Reciente de la Inflación.....	53
3.1.	La Inflación en el Primer Trimestre de 2019	53
3.1.1.	La Inflación Subyacente	56
3.1.2.	La Inflación No Subyacente.....	60
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	62
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	68
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	75
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica	75
5.2.	Previsiones para la Inflación.....	77

RECUADROS

Recuadro 1. Evolución de las Negociaciones del Proceso de Salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit)	9
Recuadro 2. Efecto de las Medidas Arancelarias Establecidas por Estados Unidos a China en la Participación de México en las Importaciones Estadounidenses	20
Recuadro 3. Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento Económico de México de Acuerdo con la Opinión de Analistas y Representantes de Empresas	28
Recuadro 4. Consideraciones sobre la Reforma Laboral de 2019.....	35
Recuadro 5. Inflación de Servicios y los Aumentos en Costos de Producción en el Primer Trimestre de 2019	58
Recuadro 6. Influencia de la Competencia en los Márgenes de Venta de las Gasolineras y los Precios al Consumidor	63

Capítulo I. Informe Trimestral Enero – Marzo 2019

1. Introducción

El Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno complejo para la inflación, en el que desde 2017 diversos choques de magnitud considerable la han mantenido en niveles superiores a la meta de 3%. Si bien en los primeros meses de 2019 la inflación general anual disminuyó, esta reducción se atribuyó, en buena medida, al comportamiento de la inflación no subyacente, toda vez que la subyacente continuó mostrando resistencia a disminuir. Además, a partir de marzo tanto la inflación general como la subyacente han vuelto a incrementarse aun controlando por efectos estacionales, si bien se prevé que esto sea transitorio. Así, la inflación se mantiene en niveles elevados, está sujeta a una marcada incertidumbre y diversos factores de riesgo pudieran afectar su trayectoria hacia la meta del Banco Central. En efecto, después de que en diciembre de 2017 la inflación general registrara el nivel más elevado desde mayo de 2001, su trayectoria descendente y convergente hacia su meta ha sido más lenta de lo originalmente previsto, resintiendo algunos choques adicionales y una mayor persistencia en la inflación subyacente. En el cuarto trimestre de 2018 los riesgos para la inflación aumentaron como consecuencia de factores internos. En particular los mercados financieros nacionales mostraron alta volatilidad, una depreciación del tipo de cambio y aumentos de las primas de riesgo. El Banco de México ha buscado tener una postura de política monetaria que preserve el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, y que sea conducente a la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico previsto. La respuesta de política monetaria oportuna y firme ha procurado reforzar la confianza en la economía nacional, alcanzar la convergencia de la inflación hacia su meta y propiciar un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y, en consecuencia, en la actividad económica.

Hacia finales de 2018 y en los primeros meses de 2019 se ha presentado un rebalanceo de los retos que enfrenta la economía mexicana. Por una parte, la perspectiva de una pausa prolongada en el ritmo de normalización monetaria en las principales

economías avanzadas ha propiciado condiciones más favorables para las economías emergentes en los mercados financieros internacionales, lo cual en adición a la perspectiva de un marco macroeconómico sólido en México, contribuyó al mejor desempeño de los mercados financieros nacionales. En línea con lo anterior, se observó cierta mejoría en las fuentes de financiamiento en la economía mexicana, especialmente a través de instrumentos de renta fija, si bien dichos flujos se mantienen en niveles moderados. Recientemente se han recrudecido las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y se han presentado episodios de flujos hacia activos de menor riesgo. Así, el entorno externo se ha tornado más incierto. Por otra parte, se enfrentan diversos retos de índole interna, tales como la incertidumbre sobre las perspectivas crediticias de Pemex y los efectos de algunos cambios en las políticas públicas en ciertos ámbitos y sectores, como el laboral y el energético, sobre la inversión, la actividad económica y la inflación. En este contexto, la economía del país enfrenta un entorno complejo en el que la inflación general se redujo en el primer trimestre del año, si bien aumentó en abril, y el componente subyacente se ubicó en abril y la primera quincena de mayo en niveles superiores a los observados a finales del año anterior.

Durante el primer trimestre del año en curso, la inflación general anual promedio disminuyó respecto al último trimestre de 2018 conforme a lo anticipado, si bien la inflación subyacente se ubicó ligeramente por encima de lo previsto. En efecto, la reducción de la inflación general anual obedeció, primordialmente, a una caída en el componente no subyacente. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en niveles superiores a 3.50%, presentó un aumento en abril y a su interior se han venido observando aumentos en las variaciones de precios de diversos servicios y en las mercancías alimenticias. En particular, entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019 la inflación general disminuyó de un promedio anual de 4.82% a uno de 4.10%, si bien aumentó en abril a 4.41% y en la primera quincena de mayo se ubicó en 4.43%. La inflación no subyacente promedio trimestral pasó de una variación anual de 8.32 a

5.84% del último trimestre de 2018 al primero de 2019. Cabe destacar que si bien la importante reducción de la inflación no subyacente estuvo asociada, principalmente, a menores variaciones de los precios de los energéticos, este comportamiento ha comenzado a revertirse desde la segunda quincena de febrero de 2019, presionando nuevamente a la inflación no subyacente anual, la cual se ubicó en un nivel de 6.08% en abril y en 6.41% en la primera quincena de mayo. Ello inclusive a pesar de que algunos combustibles revisaron precios a un ritmo menor que sus referencias internacionales. Por su parte, la inflación subyacente registró una variación anual promedio de 3.68% en el último trimestre de 2018, de 3.56% en el primero de 2019, de 3.87% en abril y de 3.77% en la primera quincena de mayo. De esta forma, la inflación subyacente ha mostrado resistencia a disminuir, al tiempo que se siguen percibiendo riesgos asociados a su comportamiento. Ello relacionado a algunos insumos, como los precios de materias primas e incrementos salariales, que podrían llegar a generar presiones de costos.

Respecto a las decisiones de política monetaria, durante el periodo que cubre este Informe, el Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En particular, en sus reuniones de febrero, marzo y mayo de 2019, la Junta de Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 8.25%. En estas decisiones la Junta de Gobierno destacó que la actividad económica en México mostró un bajo crecimiento a finales de 2018, y señaló que en el primer trimestre de 2019 se acentuó la debilidad que la economía mexicana había exhibido desde el trimestre previo, asociada tanto a factores externos como internos, algunos de ellos de carácter transitorio. Por ello, mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y mantiene un sesgo a la baja. En cuanto a los riesgos para la inflación manifestó que si bien se habían intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista. Ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya.

Profundizando en las condiciones externas que enfrentó la economía durante el periodo que cubre este Informe, la actividad económica mundial registró una moderada recuperación, después de haber mostrado una tendencia a la desaceleración durante la segunda mitad de 2018. La economía mundial ha estado afectada por el impacto negativo que han tenido las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la incertidumbre generada por diversos factores políticos, geopolíticos e idiosincrásicos en la confianza de los negocios, el comercio y la inversión. Adicionalmente, las expectativas de crecimiento para la economía mundial en 2019 y 2020, provenientes tanto de analistas, como de organismos internacionales, se revisaron nuevamente a la baja, reflejando un ritmo de actividad menor al esperado para las principales economías avanzadas y algunas emergentes. En este entorno, las presiones inflacionarias siguieron moderándose en la mayoría de los países avanzados y algunos emergentes. Todo ello ha fortalecido la expectativa de que la Reserva Federal y otros de los principales bancos centrales adoptarán una postura monetaria más acomodaticia. No obstante, los riesgos para el crecimiento de la economía global siguen sesgados a la baja, destacando entre ellos, los efectos del agravamiento reciente de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la posibilidad de que estas se extiendan a otras regiones, de que la debilidad de algunas de las principales economías se prolongue más de lo anticipado, de que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, y de que se intensifiquen algunos riesgos políticos y geopolíticos.

Por su parte, la debilidad que exhibió la economía mexicana durante el periodo que cubre este Informe fue resultado de la confluencia de factores externos e internos. En particular, las exportaciones manufactureras del país siguieron mostrando una desaceleración, en un contexto de debilitamiento del comercio mundial y la persistencia de tensiones comerciales entre distintos países y bloques regionales. Por su parte, se estima que la inversión haya continuado mostrando un débil desempeño, a pesar del importante aumento registrado en enero, toda vez que este estuvo concentrado en solo algunos rubros particulares, –tales como la reparación de ductos de gasolina y obras de

remodelación y ampliación de plataformas petroleras, así como un mayor gasto en edificación de vivienda privada en algunas regiones del país— y que indicadores oportunos apuntan a que la inversión habría vuelto a exhibir debilidad en el resto del trimestre. Asimismo, desde finales de 2018 y principios de 2019 el consumo privado ha mostrado cierta pérdida de dinamismo, resultado tanto de la debilidad en el consumo de bienes, como de cierta desaceleración del consumo de servicios, la cual se amplió a principios de año por factores temporales, entre los que destacan los problemas de distribución de gasolina, los bloqueos a las vías férreas en Michoacán y los conflictos laborales en Matamoros. En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura exhibieron un relajamiento hacia finales de 2018 y principios de 2019. No obstante, esto no se ha traducido en una menor inflación subyacente, ya que otros elementos la han presionado al alza.

Los pronósticos para la inflación general anual se ajustan ligeramente al alza por mayores previsiones en relación al Informe anterior para los precios de los energéticos derivadas de la dinámica de las referencias internacionales de estos bienes y por los aumentos recientes que ha presentado la inflación subyacente. No obstante, se prevé que el aumento que ha presentado la inflación general, si bien afecta las previsiones de menor plazo, se considera transitorio, por lo cual el pronóstico muestra una convergencia a la meta del Banco de México en el tercer trimestre de 2020. Además, se continúa esperando que la inflación subyacente se ubique en 3% desde el segundo trimestre de 2020.

Cabe señalar que el entorno actual presenta riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar la evolución de la inflación. Además, en el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza: i) la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos; ii) que se observen mayores presiones en los precios de los energéticos o en los productos agropecuarios, especialmente en aquellos en los que los precios internacionales se han visto presionados al alza; iii) que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global; iv)

que se deterioren las finanzas públicas; v) que dada la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales elevadas en diversos sectores, de hecho en algunos de ellos estas han rebasado las ganancias en productividad, lo que podría generar presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y contribuyendo a que la inflación subyacente se mantenga elevada, evitando así que la ampliación en las condiciones de holgura se traduzca en menores presiones sobre la inflación; y vi) la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente podría dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos a disminuir. Como riesgos a la baja: i) que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente y; ii) que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. De esta forma, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. Por tanto, en un entorno de marcada incertidumbre, se considera que aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno 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 esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Si bien la inflación general y la subyacente han aumentado, se considera que esto es transitorio y que la postura monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria. Tomando en cuenta los retos que se enfrentan para consolidar una inflación baja y estable, así como los riesgos a los que está sujeta la formación de precios, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento

cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas y tomará las acciones que se requieran, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria.

Cabe señalar que el entorno actual presenta importantes riesgos de mediano y largo plazos para el funcionamiento macroeconómico de la economía que pudieran repercutir tanto en la actividad económica como en el proceso de formación de precios en la economía. En este contexto, es indispensable mantener un marco macroeconómico

sólido y capaz de resistir choques a fin de contribuir a un entorno de estabilidad y propicio para el crecimiento. Por lo anterior, es particularmente importante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, es particularmente relevante que se cumplan las metas fiscales del Paquete Económico para 2019 y las anunciadas para 2020. Asimismo, es indispensable fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad.

2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Trimestre de 2019

2.1. Condiciones Externas

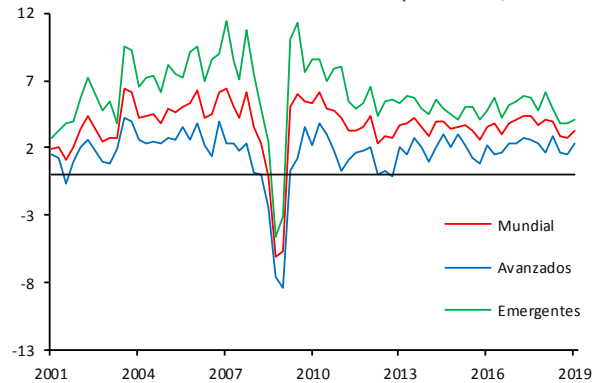
Después de haberse observado una desaceleración de la actividad económica mundial durante la segunda mitad de 2018, se registró una moderada recuperación durante el primer trimestre de 2019 en algunas de las principales economías como Estados Unidos, el Reino Unido, la zona del euro y China (Gráfica 1a). El moderado ritmo de crecimiento de la actividad económica, principalmente en las economías avanzadas, ha estado asociado sobre todo al deterioro de la inversión de negocios, la producción industrial y el comercio. Además, algunos indicadores prospectivos, tales como el componente de nuevos pedidos del sector manufacturero, apuntan a que la debilidad de este sector podría extenderse hacia el segundo trimestre de 2019 (Gráfica 1b). En este entorno, los pronósticos de crecimiento de analistas privados y de organismos internacionales para la economía mundial para 2019 y 2020 han continuado revisándose a la baja, reflejando un ritmo de actividad menor al esperado tanto para las principales economías avanzadas como para algunas emergentes (Gráfica 1c). Si bien algunos de los riesgos para el crecimiento de la economía mundial se han moderado recientemente, como resultado, entre otros factores, del fortalecimiento de la expectativa de una postura monetaria más acomodaticia por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y del anuncio de nuevas medidas fiscales y monetarias por parte de China, estos riesgos continúan sesgados a la baja. En este contexto, destacan los efectos que pudiera tener el reciente agravamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la posibilidad de que estas se extiendan a otras regiones. También sobresalen los riesgos de que la debilidad de algunas de las principales economías se prolongue más de lo anticipado; de que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales; y de que se intensifiquen algunos riesgos políticos y geopolíticos.

Gráfica 1

Actividad Económica Mundial

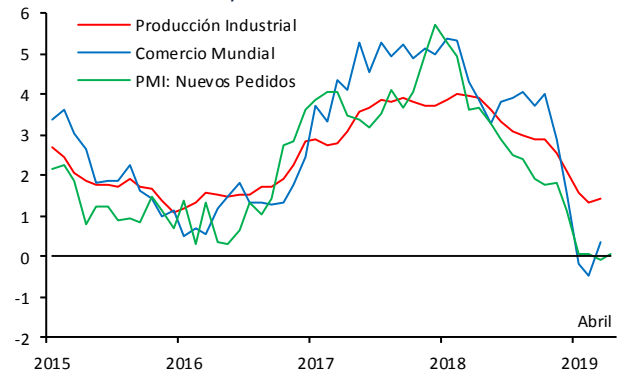
a) Crecimiento del PIB Mundial ^{1/}

Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



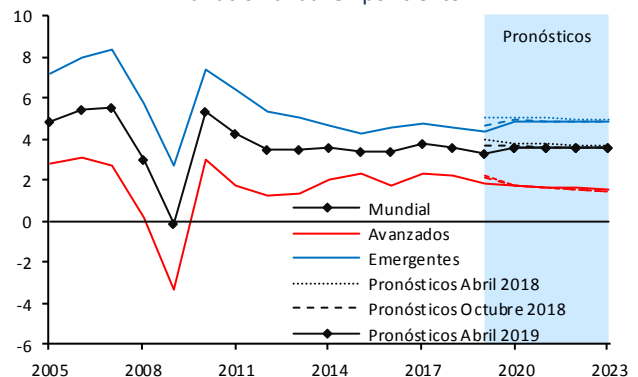
b) Indicadores de Actividad Global

Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50



c) Pronósticos de Crecimiento del PIB

Variación anual en por ciento



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

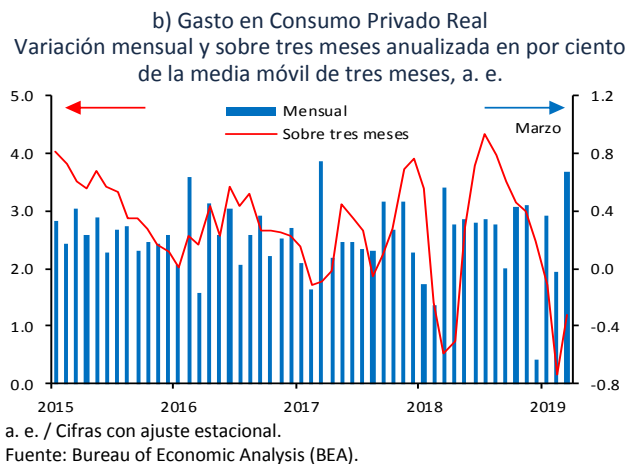
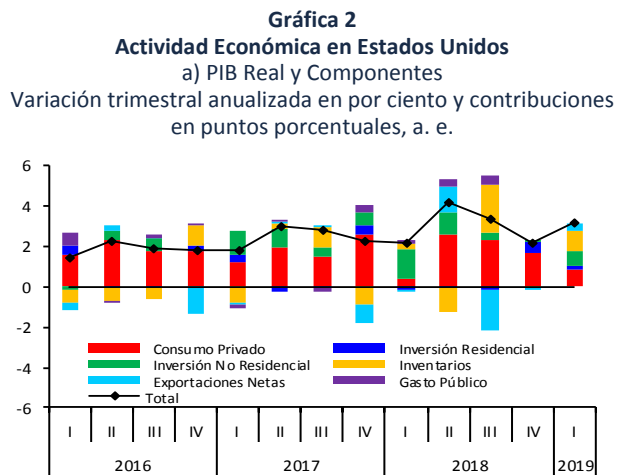
^{1/} La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.5% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional (FMI); CBP Netherlands y Markit y World Economic Outlook (WEO, FMI) de abril 2018, octubre 2018 y abril 2019.

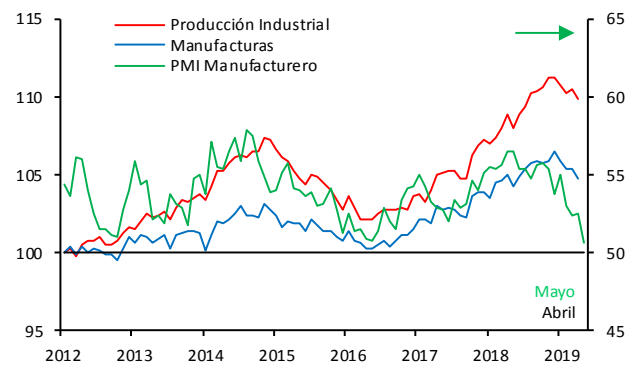
2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, la actividad económica se expandió 3.2% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad durante el primer trimestre de 2019, después de haber registrado un crecimiento de 2.2% durante el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 2a). El repunte se debió a la fuerte expansión de las exportaciones netas y de la inversión en inventarios. No obstante, el crecimiento de la demanda interna se moderó, reflejando una desaceleración del gasto en consumo privado y de la inversión fija de los negocios, aunque los indicadores más recientes apuntan a una recuperación de estos componentes en el segundo trimestre del año (Gráfica 2b). Para el mediano plazo, continúa esperándose una moderación del crecimiento de la economía a medida que se desvanezcan los efectos del estímulo fiscal implementado en diciembre de 2017.

Por su parte, la producción industrial de ese país se contrajo 1.9% durante el primer trimestre de este año a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad, después de expandirse 3.9% en el trimestre previo. Este desempeño se debió principalmente a la debilidad generalizada de la actividad manufacturera, la cual continuó mostrando los efectos de la apreciación del dólar y de la menor demanda externa. Dicha debilidad continuó en abril, al registrarse una caída en la actividad industrial y manufacturera de 0.5% a tasa mensual. La disminución en el Índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) apunta a que esta tendencia en las manufacturas pudiera extenderse en los próximos meses (Gráfica 3).



Gráfica 3
Actividad Industrial en Estados Unidos
Producción Industrial e Índice de Gerentes de Compras ^{1/}
Índice enero 2012=100 e índice de difusión, a. e.

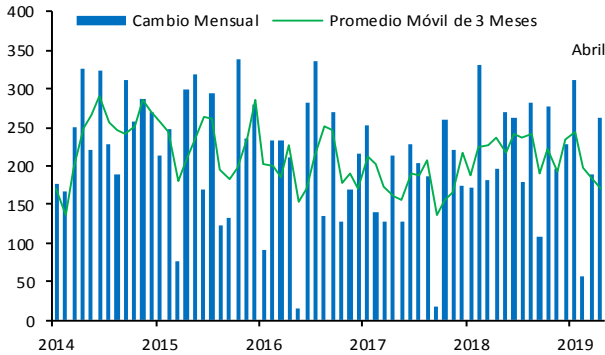


1/ Se refiere al componente de producción.
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal y Markit.

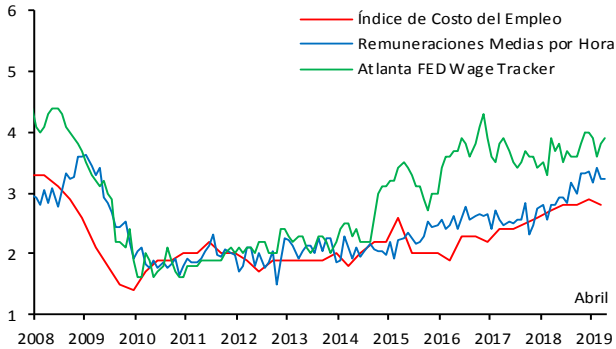
Por su parte, el mercado laboral de Estados Unidos continuó fortaleciéndose durante el periodo que cubre este Informe. En particular, en los primeros cuatro meses del año se generaron en promedio 205 mil nuevas plazas mensuales, cifra muy superior a la requerida para satisfacer el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 4a). Así, la tasa de desempleo siguió disminuyendo, al pasar de 3.9% en diciembre a 3.6% en abril, ubicándose muy por debajo del nivel considerado como de largo plazo.¹ En este contexto, los salarios mantuvieron un crecimiento gradual, al incrementarse a una tasa anual de 3.4% en promedio en el primer trimestre del año, ritmo similar al del trimestre previo (Gráfica 4b).

¹ De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso, la tasa natural de desempleo en ese país se ubica en 4.6%.

Gráfica 4
Mercado Laboral en Estados Unidos
 a) Nómina No Agrícola
 En miles de empleos, a. e.



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

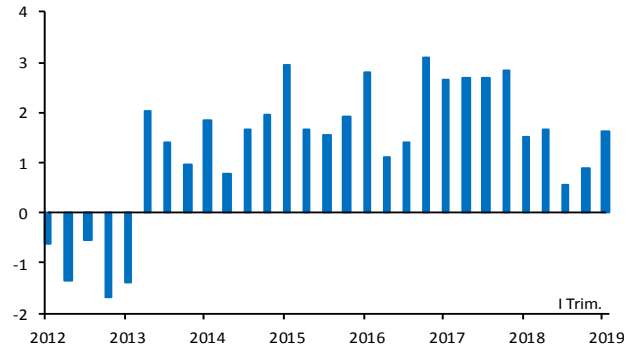


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Banco de la Reserva Federal de Atlanta y Bureau of Labor Statistics (BLS).

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se recuperó moderadamente, al pasar de una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.9% durante el cuarto trimestre de 2018 a 1.6% durante el primer trimestre de este año, reflejando una relativa fortaleza de la demanda interna, a su vez apoyada por la elevada confianza de los consumidores, por las condiciones monetarias acomodaticias y los mayores estímulos fiscales (Gráfica 5). Lo anterior contrarrestó la debilidad en la demanda externa y una mayor duración a la anticipada de los efectos negativos derivados de factores idiosincrásicos en algunas economías y sectores en la región. En particular, la producción manufacturera en Alemania continuó mostrando atonía, a la que contribuyó una nueva caída en la industria automotriz. Adicionalmente, los indicadores prospectivos, tales como el PMI del sector manufacturero y la confianza de los negocios, sugieren que la debilidad de algunas economías podría extenderse al segundo trimestre. A pesar de

ello, el mercado laboral siguió mostrando condiciones de apretamiento. En efecto, la tasa de desempleo disminuyó de 7.9% en diciembre a 7.7% en marzo.

Gráfica 5
Actividad Económica en la Zona del Euro
 PIB Real
 Variación por ciento anualizada, a. e.



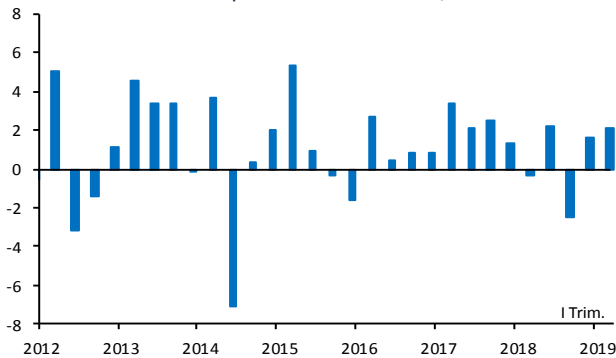
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

En Japón, el crecimiento del PIB pasó de una cifra de 1.6% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el cuarto trimestre de 2018 a 2.1% durante el primer trimestre de 2019 (Gráfica 6). El mayor crecimiento fue resultado del impulso de las exportaciones netas, reflejando la fuerte caída de las importaciones, de un repunte en la inversión pública y del cambio en la acumulación de inventarios. No obstante, el consumo privado y la inversión de negocios registraron una contracción. Por su parte, algunos indicadores prospectivos sugieren que la actividad seguirá siendo relativamente débil en el segundo trimestre. En este contexto, el mercado laboral continuó apretado, aunque la tasa de desempleo mostró un ligero aumento y los salarios moderaron marginalmente su ritmo de expansión.

En el Reino Unido, la actividad económica creció 2.0% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el primer trimestre de 2019, después de expandirse 0.9% en el último de 2018. Este repunte reflejó la fortaleza del consumo de los hogares, el cual fue impulsado por la elevada confianza sobre su situación financiera y el mayor crecimiento de sus salarios, el continuo dinamismo del gasto público, el aumento en la inversión residencial y una acumulación de inventarios mayor a la esperada por parte de las empresas ante el riesgo de que se diera una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea (ver Recuadro 1). Lo

anterior contrarrestó la elevada contribución negativa de las exportaciones netas, derivada del estancamiento de las exportaciones y del repunte de las importaciones, mientras que la inversión de los negocios se mantuvo débil, esto último debido a la mayor incertidumbre sobre el futuro de las relaciones comerciales con la Unión Europea. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 4.0% en diciembre a 3.8% en marzo, mientras que algunos indicadores provenientes de encuestas continuaron reflejando dificultades por parte de las empresas para contratar personal.

Gráfica 6
Actividad Económica en Japón
PIB Real
Variación por ciento anualizada, a. e.



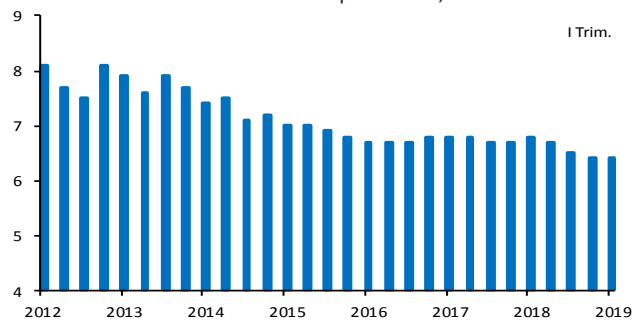
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina del Gabinete de Japón.

En las economías emergentes, la actividad económica mostró un desempeño heterogéneo durante el primer trimestre de 2019. Por una parte, el crecimiento de la economía de China se estabilizó, reflejando los efectos de las medidas de estímulo económico adoptadas desde finales de 2018, entre las que destacan los recortes a impuestos y el mayor gasto en infraestructura (Gráfica 7a y 7b). Por otra parte, algunas economías emergentes, tales como Rusia, Hungría, Rumania, India, Taiwán y Sudáfrica, continuaron moderando su ritmo de crecimiento e incluso algunas de ellas se contrajeron.

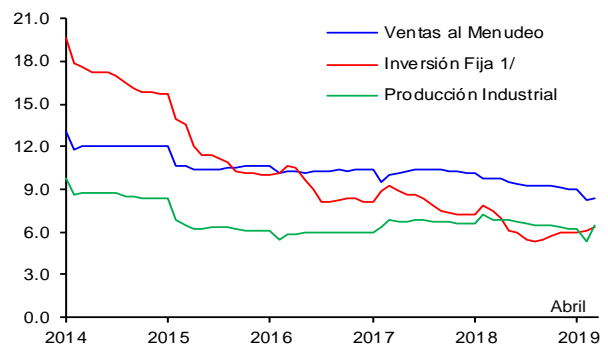
Para los próximos años, se prevé un ligero repunte del crecimiento de las economías emergentes, en respuesta al continuo proceso de recuperación de economías como Brasil e India y el desvanecimiento de los efectos de la recesión económica que Argentina y Turquía han enfrentado desde 2018. No obstante, aún persisten dudas sobre una eventual recuperación en estos últimos dos países, agravadas por incertidumbre política, lo que se ha traducido en

nuevos episodios de volatilidad en sus mercados financieros. En el caso de China, si bien se prevé que continúe desacelerándose gradualmente, las expectativas de crecimiento de esa economía para lo que resta del año han mejorado moderadamente respecto a lo que se anticipaba hace unos meses, como resultado de las medidas de estímulo implementadas por su gobierno. No obstante, el reciente incremento en las tensiones comerciales con Estados Unidos pudiera afectar el desempeño de esa economía (Gráfica 7c).

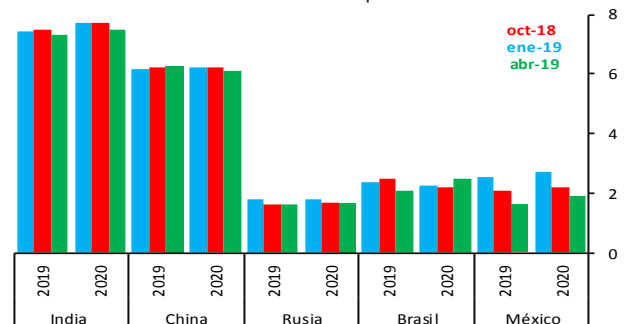
Gráfica 7
Actividad Económica en las Economías Emergentes
a) China: PIB Real
Variación anual en por ciento, a. e.



b) China: Indicadores de Actividad Económica
Variación anual y variación anual acumulada en por ciento



c) Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2019 y 2020
Variación anual en por ciento



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Corresponde a la variación anual acumulada en por ciento.
Fuente: Bloomberg y Haver Analytics; FMI, WEO de octubre 2018, enero 2019 y abril 2019.

Recuadro 1. Evolución de las Negociaciones del Proceso de Salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit)**1. Antecedentes**

El 23 de junio de 2016 en el Reino Unido se llevó a cabo un referendo en el que la mayoría de los votantes de ese país decidió abandonar la Unión Europea. Así, el 29 de marzo de 2017 se activó el Artículo 50 del Tratado de Lisboa (Art. 50) y a partir de esa fecha comenzó un plazo de dos años para formalizar el proceso de salida.¹ Desde el 19 de junio de 2017, la Primera Ministra Theresa May inició negociaciones con la Unión Europea, logrando firmar, el 25 de noviembre de 2018, una propuesta de Acuerdo de Salida y la Declaración Política sobre las Relaciones Futuras entre ambas partes, en los que se definían los puntos relevantes de dicho proceso.²

2. Propuesta sobre el Acuerdo de Salida

Los temas más importantes de dichos documentos fueron los siguientes:

- Se estableció un periodo de transición de 21 meses para la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el cual se podía extender hasta dos años bajo la aceptación de ambas partes, y durante el cual el Reino Unido estaría sujeto a la legislación de la Unión Europea.
- Se señaló que los ciudadanos británicos que actualmente viven en la Unión Europea y los ciudadanos europeos que viven en el Reino Unido mantendrían su residencia, su seguridad social, la posibilidad de obtener la ciudadanía luego de 5 años, entre otros derechos.
- Se precisó la manera de calcular las obligaciones financieras que el Reino Unido había adquirido con la Unión Europea.
- Se adoptó una salvaguarda para garantizar los compromisos previamente acordados en cuanto al tránsito de bienes y personas entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda.³ Dicha salvaguarda establece que, en caso de no lograrse un acuerdo para finales de 2020, y de no extenderse el periodo de transición, se establecería una unión aduanera con la Unión Europea. Además, se señalaba que la modificación de la misma requeriría la aprobación de la Unión Europea, lo que generó desacuerdos al interior del Parlamento Británico.
- Adicionalmente, se detallaron provisiones en aspectos relacionados con la protección de derechos de propiedad,

intercambio de información, y cooperación de justicia, entre otros.

3. Acontecimientos Recientes

El Acuerdo de Salida firmado entre la Primera Ministra Theresa May y la Unión Europea fue rechazado el 15 de enero de 2019 por el Parlamento Británico, el cual pidió al Gobierno presentar un plan alternativo. No obstante, las propuestas presentadas por Theresa May fueron rechazadas nuevamente el 12 de marzo y el 29 de marzo. Posteriormente, el 1 de abril el Parlamento Británico discutió diferentes opciones, si bien ninguna obtuvo la mayoría necesaria para su aprobación. Entre estas destacaron la creación de una unión aduanera, la revocación del Art. 50, la salida de la Unión Europea sin un acuerdo, el llamado a un segundo referendo, el establecimiento de un mercado único con la Unión Europea y una relación económica similar a la establecida entre Noruega y la Unión Europea.⁴ Ante la falta de un acuerdo, el gobierno británico se vio forzado a solicitar una extensión del proceso de salida. Así, el Consejo Europeo aprobó una extensión inicial hasta el 12 de abril, que posteriormente se extendió al 31 de octubre de 2019.⁵

El 21 de mayo, la Primera Ministra anunció su intención de llevar a cabo una cuarta votación del acuerdo de salida a principios de junio en la que se podrían votar nuevas alternativas, destacando la posibilidad de que el Parlamento tenga la posibilidad de llevar a cabo un segundo referendo sobre el Brexit, la posibilidad de concretar dos diferentes opciones de unión aduanera y una alternativa de salvaguarda para el caso de Irlanda del Norte. Además, se ofreció mantener los estándares laborales y regulaciones ambientales de la Unión Europea. No obstante, estas nuevas alternativas enfrentaron una fuerte oposición por parte de las diferentes fuerzas políticas, tanto en el Parlamento como en su gabinete, lo que finalmente derivó en la decisión de la Primer Ministra de anunciar, el 24 de mayo, su dimisión a partir del 7 de junio ante la incapacidad para llegar a un acuerdo de salida con la Unión Europea. De esta manera corresponderá a un nuevo primer ministro tratar de llegar a un acuerdo en los próximos meses.

4. Escenarios Posibles para los Próximos Meses

En este contexto, en los próximos meses se podrían presentar los siguientes escenarios:

¹ El Tratado de Lisboa se firmó en diciembre de 2009 y permite a los miembros de la Unión Europea abandonar ese bloque siguiendo un protocolo establecido en el mismo.

² Disponibles en: <https://www.gov.uk/government/publications>.

³ Luego del fuerte enfrentamiento entre ambos países, que duró de 1968 hasta la firma de un acuerdo de paz en 1998 conocido como Tratado del Viernes Santo, se establecieron compromisos en favor de Irlanda del Norte en términos de menores barreras comerciales y libre tránsito de personas.

⁴ Noruega y la Unión Europea forman parte de un mercado único, lo que permite un libre tránsito de bienes, capital, servicios y personas dentro de los países que integran el acuerdo del Área Económica Europea (EEA, por sus

siglas en inglés), la cual además comprende a Liechtenstein e Islandia. Adicionalmente, la Unión Europea y Noruega forman parte de la Asociación Europea de Libre Comercio, la cual a su vez comprende a Suiza y cuenta con tratamientos comerciales distintos a los de la Unión Europea, por lo que puede negociar tratados comerciales con otros países. Además del comercial, Noruega cuenta con otros acuerdos bilaterales con la Unión Europea.

⁵ En caso de que el Acuerdo de Salida sea aprobado antes de esta fecha, el Reino Unido dejaría de ser parte de la Unión Europea el primer día del siguiente mes.

- *Salida sin un acuerdo.* De no lograrse un acuerdo antes del 31 de octubre, la relación económica futura entre el Reino Unido y la Unión Europea no estaría regulada por ningún tratado. Ante esto, el comercio entre ambas regiones estaría regido por los principios que determina la Organización Mundial del Comercio (OMC), lo que implicaría que las exportaciones del Reino Unido a la Unión Europea estarían sujetas a mayores aranceles derivados de la aplicación del principio de la Nación Más Favorecida (MFN, por sus siglas en inglés). Adicionalmente, surgirían costos relacionados a barreras no arancelarias, como controles aduaneros y migratorios más estrictos y cambios en regulaciones. Asimismo, se perdería la autorización para proveer servicios financieros sin necesidad de contar con una subsidiaria en el Reino Unido. La salida sin un acuerdo también implicaría que se perderían las ventajas que actualmente obtiene el Reino Unido de los tratados comerciales de la Unión Europea con otras regiones y países.
- *Salida mediante un acuerdo.* En caso de que ambas partes alcancen un acuerdo antes del 31 de octubre se evitaría un escenario de salida desordenada. Si bien aún es posible que se ratifique el Acuerdo de Salida tal y como se encuentra, la probabilidad de que se modifiquen algunos de los puntos más controversiales de este y de la Declaración sobre las Relaciones Futuras ha aumentado. En particular, existe la posibilidad de que se modifique la cláusula referente a la salvaguarda irlandesa a la que se oponen los miembros más conservadores del Parlamento. Adicionalmente, podría alcanzarse algún otro tipo de acuerdo tales como los planes alternativos antes mencionados.
- *Extensión de la fecha establecida en el Art. 50.* Como se mencionó, la fecha límite de salida del 31 de octubre aún podría extenderse por 1 o 2 años. Las posibilidades de que esto suceda son altas, sobre todo si se opta por un nuevo referendo o una elección general, ya que ello requeriría de un periodo más largo para alcanzar un acuerdo.

5. Consideraciones Finales

La salida del Reino Unido de la Unión Europea y el futuro de sus relaciones comerciales en el corto y mediano plazo siguen siendo un factor de incertidumbre, sobre todo ante la posibilidad latente de una salida sin un acuerdo. La materialización de ese riesgo tendría efectos negativos

significativos en la actividad económica y en la inversión de los negocios del Reino Unido y de los países de la Unión Europea con los que tiene una mayor relación comercial y financiera, destacando los casos de Alemania, Bélgica, Francia, Irlanda, y los Países Bajos. En efecto, en el informe sobre el Panorama Económico Mundial de abril de este año del Fondo Monetario Internacional (FMI) se estima que un escenario sin acuerdo reduciría el nivel del producto del Reino Unido en el largo plazo en casi 3.0%, el de la Unión Europea en 0.3% y el de la economía mundial en 0.1%.⁶ Esto con respecto al escenario central del FMI, que supone que el Reino Unido alcanza un acuerdo de libre comercio con la Unión Europea, que contempla un aumento gradual en las barreras no arancelarias relacionadas al establecimiento de nuevas regulaciones y controles migratorios y aduaneros más estrictos, y que mantiene las ventajas de los acuerdos comerciales de la Unión Europea con otros países. Otros estudios de organismos internacionales, autoridades nacionales y analistas privados, tales como la *Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico* (OCDE), el Gobierno del Reino Unido, el *National Institute of Economic and Social Research* (NIESR), el *Centre for Economic Performance de la London School of Economics and Political Science* (LSE), *Oxford Economics* y *PricewaterhouseCoopers* (PwC), que comparan los efectos de la salida del Reino Unido con respecto a un escenario en el que este país permanece dentro de la Unión Europea, estiman un impacto negativo de largo plazo sobre el nivel del producto del Reino Unido de entre 3% y 10%.

Finalmente, un escenario de salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea podría tener repercusiones para México al reducirse el crecimiento en Europa, conduciendo a una menor demanda externa y a una menor expansión del comercio mundial. Asimismo, podría generarse mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, afectando el apetito por riesgo de los inversionistas, y aumentaría la incertidumbre ante los posibles ajustes en el sistema financiero internacional derivados de una salida sin acuerdo.

⁶ Este escenario alternativo asume la reducción unilateral por parte del Reino Unido de los aranceles de la mayoría de sus importaciones a niveles de la Cláusula de Nación Más Favorecida de la OMC, un aumento moderado en las barreras arancelarias y mayores aumentos en las no arancelarias que enfrenta ese país, mayores restricciones a la migración, la cancelación de los

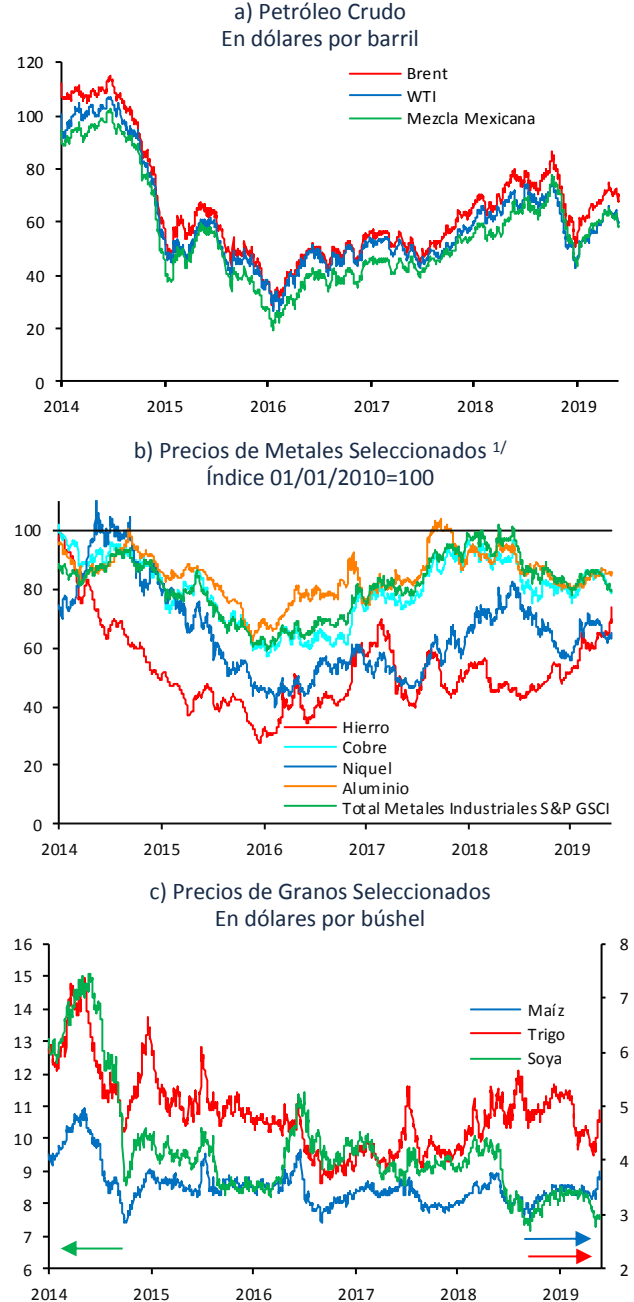
acuerdos comerciales vigentes y la firma de nuevos acuerdos en el 2021. Además, el escenario considera retrasos en los procesos aduaneros a pesar de las medidas de contingencia y un apretamiento en las condiciones financieras que se extiende hasta la segunda mitad de 2020.

2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, una tendencia al alza durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del crudo repuntaron significativamente durante los primeros meses del año, revirtiendo parcialmente la disminución observada durante la segunda mitad de 2018 (Gráfica 8a). Esto debido fundamentalmente a la caída en la oferta de petróleo, la cual respondió al mejor cumplimiento de los recortes acordados en las cuotas de producción entre los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la caída en la producción de Irán, Libia y Venezuela por el agravamiento de los conflictos internos y externos de esos países y el anuncio de Estados Unidos de la eliminación de las exenciones a las sanciones a las compras de crudo producido por Irán a partir de mayo. No obstante, recientemente el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China contribuyó a un fuerte ajuste a la baja de los precios del crudo. En este contexto, a pesar de que ante el menor crecimiento pudiese esperarse una demanda más moderada, persiste una elevada incertidumbre sobre la trayectoria futura de los precios del petróleo. Las políticas de producción que adopten los países miembros de la OPEP, en particular Arabia Saudita, los riesgos geopolíticos en diversas regiones productoras y la evolución de la producción de crudo proveniente de lutas en Estados Unidos, junto con el comportamiento de la demanda mundial de petróleo, pudieran tener un impacto significativo en el balance entre la oferta y la demanda de petróleo en los próximos meses. Hasta ahora, estos riesgos se han reflejado en una caída en los futuros del precio del petróleo (tal como el denominado WTI, por sus siglas en inglés), los cuales pasaron de cerca de 61 dólares por barril al cierre de 2019 a alrededor de 54 dólares al cierre de 2022. Por su parte, los precios de los metales industriales aumentaron a principios del año, debido al anuncio de nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario en China para evitar una marcada desaceleración en ese país, así como a los avances que se habían alcanzado en las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos (Gráfica 8b). Por último, los precios de los granos disminuyeron, durante el trimestre, debido al aumento en su oferta mundial por las

condiciones climatológicas favorables para su cultivo (Gráfica 8c).

Gráfica 8
Precios Internacionales de las Materias Primas

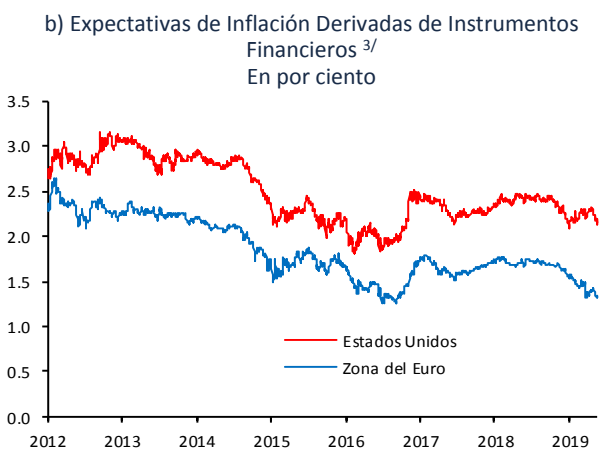
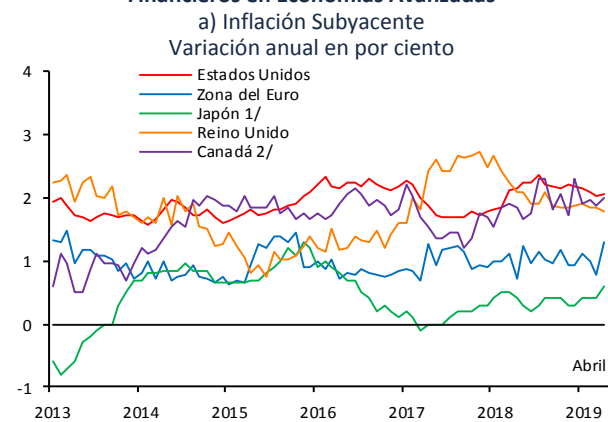


1/ En el caso del hierro se consideró como base el 22 de diciembre de 2011. El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.
Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación general en las principales economías avanzadas registró una ligera alza durante el periodo que cubre este Informe debido al aumento en los precios de la energía, aunque en la mayoría de los casos esta siguió ubicándose por debajo de la meta de sus bancos centrales. Además, en la mayoría de las economías avanzadas tanto la inflación subyacente, como las expectativas de inflación derivadas de instrumentos de mercado, se mantuvieron bajas, e incluso en varios casos disminuyeron, lo que sugiere que las presiones inflacionarias siguen estando contenidas (Gráfica 9a y 9b).

Gráfica 9
Inflación Subyacente y Expectativas Derivadas de Instrumentos Financieros en Economías Avanzadas



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

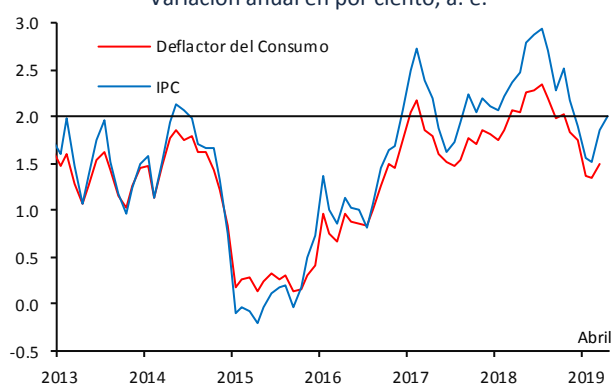
2/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET).

3/ Inflación que se espera dentro de 5 años para los siguientes 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: BEA, Eurostat, Oficina de Estadísticas de Japón, Oficina Nacional de Estadísticas del Reino Unido, Banco de Canadá y J.P. Morgan.

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el Índice de Precios al Consumidor, se ubicó cerca de 2% en abril debido al repunte en los precios de la gasolina, al tiempo que el componente subyacente se moderó, al pasar de 2.2% anual en diciembre a 2.1% en abril. Por su parte, el deflactor del gasto en consumo personal y su componente subyacente disminuyeron entre diciembre y marzo, al pasar de una variación anual de 1.8 a 1.5% y de 2 a 1.6%, respectivamente, ubicándose por debajo de la meta de la Reserva Federal (Gráfica 10). Dicha disminución estuvo asociada, en parte, a factores transitorios y cambios metodológicos que afectaron rubros importantes, tales como vestimenta y ciertos servicios financieros. En este contexto, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros se mantienen relativamente bajas.

Gráfica 10
Inflación al Consumidor en Estados Unidos
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

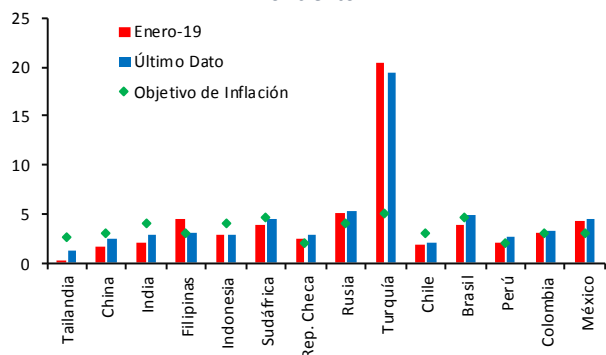
Fuente: BEA, BLS y Banco de la Reserva Federal de Cleveland.

En la zona del euro y Japón, la inflación subyacente y sus expectativas continuaron situándose muy por debajo de las metas de sus bancos centrales. Si bien en la zona del euro la inflación subyacente aumentó de una tasa anual de 0.9% en diciembre a 1.3% en abril, esto se debió, en gran parte, al efecto del cambio de mes de la Semana Santa entre 2018 y 2019 en los precios de paquetes turísticos en Alemania. A su vez, las expectativas de inflación provenientes de instrumentos financieros continuaron ubicándose significativamente por debajo del objetivo del banco central. Por su parte, en Japón, el indicador preferido por su banco central para la inflación subyacente al consumidor, que excluye alimentos frescos y energía, aumentó de 0.3 a 0.6% anual entre diciembre y abril,

como resultado de una mayor inflación en ciertos rubros particulares, destacando los seguros de autos de lujo, los servicios de alojamiento y los aparatos electrodomésticos. Otras medidas de inflación, al igual que las expectativas derivadas de instrumentos financieros, continuaron muy por debajo de la meta de ese banco central.

En las economías emergentes, si bien la inflación general mostró un ligero repunte hacia el final del periodo que cubre este Informe como resultado de los mayores precios de los alimentos y los energéticos, esta siguió ubicándose en muchos casos por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales (Gráfica 11).

Gráfica 11
Inflación en las Economías Emergentes
Inflación General Anual
Por ciento



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo.

Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno de creciente incertidumbre, de menores perspectivas de crecimiento y de aún moderadas presiones inflacionarias, los bancos centrales de las principales economías determinaron establecer una pausa en el proceso de normalización de su postura de política monetaria, al tiempo que se han fortalecido las expectativas de condiciones monetarias más laxas hacia adelante. Este cambio en la postura de la política monetaria ha intensificado el debate sobre la capacidad de los bancos centrales para implementar políticas monetarias más acomodaticias, en un contexto de bajas tasas de interés y elevados niveles de activos en sus hojas de balance.

En sus últimas reuniones, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales, destacando que ante los riesgos aún presentes en el entorno internacional, aunados a las perspectivas de continuo crecimiento de la economía, al sólido mercado laboral y a la debilidad de la inflación, se sigue requiriendo una postura cautelosa en su política monetaria. Ante la evidencia de que la economía se estaba desacelerando con respecto al sólido crecimiento observado en 2018 y que la inflación se mantenía, hasta ese momento, cerca de su meta de mediano plazo, en su reunión de marzo la Reserva Federal ajustó a la baja sus perspectivas de crecimiento e inflación y reiteró su mensaje de que será paciente para realizar cambios en el rango de su tasa objetivo. Mientras tanto, la trayectoria para la tasa de fondos federales implícita en la mediana de los pronósticos de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) pasó de dos incrementos a ninguno para 2019, al tiempo que se mantuvo la expectativa de un alza de 25 puntos base para 2020. En la reunión de mayo, la Reserva Federal señaló que si bien el crecimiento del PIB del primer trimestre fue mayor a lo anticipado, el gasto en consumo privado y la inversión fija bruta se desaceleraron. En las minutas de esa reunión, se reafirmó que la Reserva Federal se mantendrá paciente aun cuando las condiciones económicas y financieras continúen mejorando, particularmente en un entorno de crecimiento económico moderado y bajas presiones de inflación. Por otra parte, aunque recientemente muchos de sus miembros han externado su preocupación por la baja inflación, el Presidente de esa Institución caracterizó la reciente disminución de este indicador como aparentemente transitoria, por lo que consideró que la postura de política monetaria actual continúa siendo apropiada. Aunado a lo anterior, durante el periodo que se reporta, la Reserva Federal anunció una disminución en el ritmo de reducción de su tenencia de bonos a partir de mayo y la conclusión de dicho proceso en septiembre de 2019.

Durante el periodo que cubre este Informe, el Banco Central Europeo (BCE), mantuvo sin cambio sus tasas de referencia en 0% y la tasa de depósitos y préstamos en -0.4 y 0.25%, respectivamente. No obstante, modificó su guía futura, indicando que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles

actuales por lo menos hasta finales de 2019. Además, en su reunión de marzo anunció un nuevo programa de operaciones de financiamiento a largo plazo con la finalidad de garantizar condiciones de crédito favorables y una mejor transmisión de su política monetaria. Adicionalmente, esa Institución confirmó sus planes de reinvertir los vencimientos de los activos de su balance por un largo periodo y hasta después de que haya iniciado el proceso de alza en sus tasas de referencia.

Cabe destacar que esta pausa en el proceso de normalización de la política monetaria del BCE está teniendo lugar en una etapa temprana de dicho proceso. Lo anterior ha generado incertidumbre sobre el margen de maniobra para implementar estímulos monetarios adicionales en un entorno de mayor debilidad económica y una inflación que se ha mantenido persistentemente por debajo de su objetivo. A esta dificultad en la conducción de la política monetaria en la zona del euro se suman las preocupaciones sobre los efectos de un periodo prolongado de tasas de interés bajas o incluso negativas en la estabilidad financiera y la rentabilidad bancaria. En este entorno, el BCE ha reiterado que cuenta con suficientes instrumentos para alcanzar sus objetivos, al tiempo que ha señalado que se analizará la necesidad de medidas para mitigar los efectos adversos que las tasas de interés negativas pudieran tener en la intermediación bancaria.

Por su parte, en sus últimas reuniones, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%, y reafirmó que mantendrá una política altamente acomodaticia. En su reunión de abril, ese Banco Central modificó su guía futura de tasa de interés, señalando que no alcanzará su meta de inflación de 2.0% al menos hasta marzo de 2022 y que mantendrá las tasas de interés de corto y largo plazo en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% en sus últimas reuniones. En su reunión de abril, esa Institución destacó que la actividad económica se ha debilitado más de lo que había anticipado en enero. Esto como consecuencia del impacto de la caída en los precios del petróleo observada en 2018, del efecto de la incertidumbre en

torno a la política comercial en sus exportaciones y en la inversión, del debilitamiento del sector inmobiliario y de los ajustes fiscales en ciertas provincias. El Banco de Canadá modificó su lenguaje respecto de la trayectoria esperada de la tasa de referencia, al señalar que las condiciones actuales apuntan a que la tasa objetivo se mantendrá por debajo de su nivel neutral, cuya estimación revisó a la baja en 25 puntos base respecto a sus proyecciones previas. Finalmente, destacó que se mantendrá vigilante de la evolución del gasto de los hogares, el mercado petrolero y las políticas comerciales a nivel global.

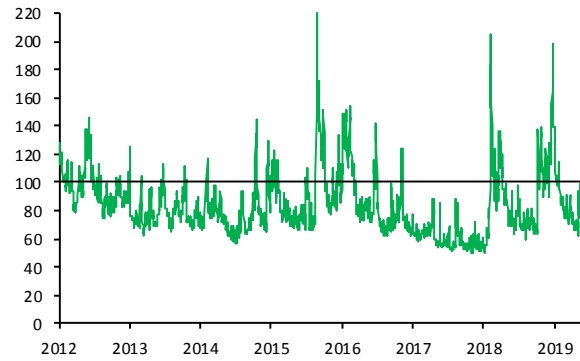
El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% en sus últimas reuniones. El Comité de Política Monetaria indicó que el desempeño de la actividad económica en el primer trimestre ha sido mejor al que esa Institución había anticipado. Esto ha sido resultado de la fortaleza del consumo y la mayor acumulación de inventarios, lo que parece haber contrarrestado la debilidad de la inversión fija derivada de la mayor incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea. En su último reporte de inflación, esa Institución elevó sus proyecciones de crecimiento para 2019, de 1.2 a 1.5%; para 2020, de 1.5 a 1.6%; y para 2021, de 1.9 a 2.0%, debido, en gran parte, a la expectativa de condiciones financieras menos restrictivas. Respecto a su política monetaria, dicho Instituto Central reiteró que, aunque la postura más apropiada sigue siendo la de un alza gradual y limitada en la tasa de interés de referencia, esta se ajustará en la dirección que se requiera. En particular, destacó que ello dependerá de las condiciones de salida del Reino Unido de la Unión Europea y de su impacto en la oferta y demanda agregada, así como en el tipo de cambio. En este sentido, estimó que la tasa de interés avanzaría gradualmente hacia un nivel de 1% en el segundo trimestre de 2022, reflejando un ritmo de apretamiento más lento que lo proyectado en febrero, en congruencia con su estimación de una mayor holgura en la utilización de recursos y de un menor crecimiento global.

En un escenario en el que la inflación en la mayoría de las economías emergentes siguió ubicándose cerca o por debajo del objetivo de sus bancos centrales, la mayoría de estos se abstuvieron de modificar su postura de política monetaria, aunque

con ciertas excepciones. En el caso de China, su Banco Central adoptó medidas para relajar las condiciones financieras, reduciendo los requerimientos de reservas a las instituciones bancarias e inyectando liquidez a través de operaciones de mercado abierto. Por otro lado, los bancos centrales de India y Malasia relajaron su política monetaria, mientras que los de República Checa y Chile adoptaron una postura más restrictiva.

Ante este contexto, las condiciones financieras globales mejoraron y la demanda por activos aumentó durante la mayor parte del periodo que se reporta. Lo anterior fue influido por el fortalecimiento de la expectativa de una política monetaria en las principales economías avanzadas más acomodaticia, por el optimismo que prevalecía sobre un posible acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, y por la moderación de algunos otros factores de riesgo que habían estado generando volatilidad en los mercados financieros. En particular, las medidas fiscales y monetarias anunciadas por parte de las autoridades de China y sus efectos sobre la producción industrial, las ventas al menudeo y la inversión fija de dicha economía, disminuyeron las preocupaciones respecto de una desaceleración pronunciada de esa economía. Además, la postergación de la fecha de salida del Reino Unido de la Unión Europea redujo el temor sobre un deterioro económico de ambas regiones en el corto plazo, si bien persisten riesgos. Así, algunas medidas sobre el nivel de incertidumbre entre los inversionistas, tales como el índice VIX, regresaron a su promedio de largo plazo luego de haber repuntado significativamente al inicio del año (Gráfica 12).

Gráfica 12
Mercados Financieros Internacionales
 Índice VIX ^{1/}
 Índice 01/01/2007=100

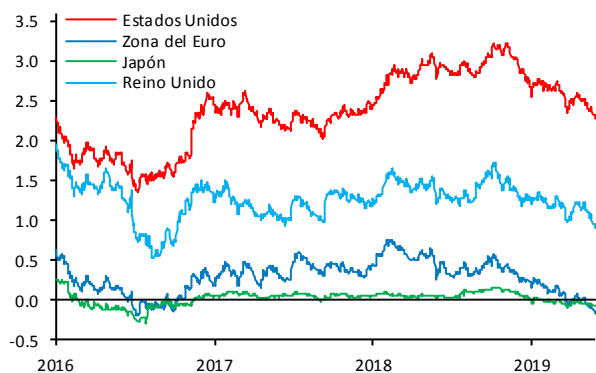


1/ El índice VIX es un indicador ponderado que mide la volatilidad implícita en el mercado de opciones para el S&P 500.
 Fuente: Bloomberg.

En este contexto, la mayoría de los índices accionarios aumentaron durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, revirtiendo buena parte de las pérdidas experimentadas durante el cuarto trimestre del año pasado (Gráfica 13a). En particular, algunos índices de Estados Unidos registraron niveles históricamente elevados. No obstante, el agravamiento en las tensiones comerciales observado en mayo contribuyó a una reducción en los referidos mercados accionarios. Por su parte, el dólar registró una apreciación moderada, las tasas de interés de los bonos gubernamentales disminuyeron, los diferenciales de los bonos corporativos se estrecharon y las medidas de volatilidad disminuyeron (Gráfica 13b).

Gráfica 13
Mercados Financieros en Economías Avanzadas
 a) Mercados Accionarios
 Índice 01/01/2015=100



b) Rendimiento de los Bonos a 10 años
Por ciento

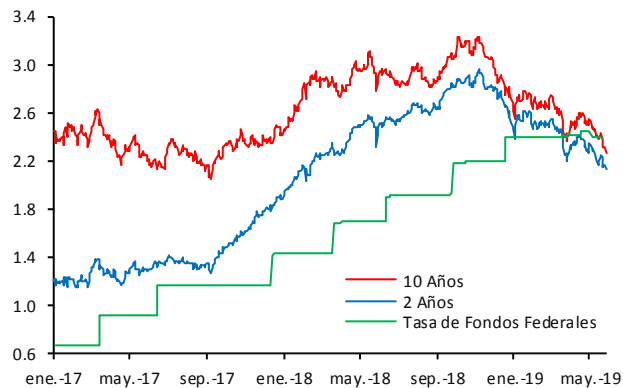
Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, entre enero y marzo las tasas de interés disminuyeron y la curva de rendimientos se invirtió ante la postura acomodaticia de la Reserva Federal y el temor de un debilitamiento de la economía mayor al anticipado (Gráfica 14). Si bien dicho fenómeno se revirtió en abril ante la publicación de datos económicos relativamente más favorables, esta volvió a invertirse en mayo a medida que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se vieron reflejadas nuevamente en un deterioro en las perspectivas económicas. En el pasado, la inversión de la curva de rendimiento ha sido utilizada como un indicador de posibles periodos recesivos en ese país en la medida en que reflejaba la expectativa de una reducción importante de las tasas de interés de corto plazo en el futuro. Es decir, si bien la curva de rendimientos proporciona información sobre la actividad económica futura, la señal asociada con una reducción de las tasas de interés de mayor plazo que, a su vez, conduzca a una inversión de dicha curva, es influida por el nivel de la prima por plazo y por las expectativas para la tasa de interés de corto plazo.² Así, mientras más elevada sea la prima referida, se requerirían de mayores reducciones en las expectativas de la tasa de interés de corto plazo para que la pendiente de la curva de rendimientos se torne negativa, lo que en efecto sugeriría el riesgo de una recesión. Sin embargo, en un contexto como el actual en Estados Unidos, en el que la prima por plazo se ubica en niveles históricamente bajos, la curva de rendimientos puede invertirse con un ajuste menor

² Las tasas de interés de largo plazo pueden descomponerse en la expectativa para la tasa de interés de corto plazo y en una prima por plazo.

³ Varios miembros de la Reserva Federal han señalado que la baja prima por plazo incorporada en las tasas de interés de largo plazo, en parte

en las tasas de interés de corto plazo esperadas, por lo que una pendiente negativa podría sugerir una desaceleración económica y no necesariamente una recesión.³

Gráfica 14
Tasas de Interés en Estados Unidos
Por ciento

Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis (FRED).

En este escenario, en el que se habían mitigado algunos de los riesgos para la economía global, durante el primer trimestre de 2019 los inversionistas mostraron un mayor apetito por riesgo respecto al trimestre previo (Gráfica 15). Ello se tradujo en un aumento en los flujos de capital hacia las economías emergentes, así como en un repunte casi generalizado en el precio de sus activos financieros entre enero y abril, tendencia que se revirtió parcialmente en mayo (Gráficas 16 y 17). Los activos financieros de países como Argentina y Turquía registraron, nuevamente, fuertes caídas debido al incremento en la incertidumbre económica y política.

Los mercados financieros internacionales volvieron a registrar volatilidad y un menor apetito por riesgo en mayo, al intensificarse nuevamente las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. En particular, el gobierno de Estados Unidos anunció que incrementaría a partir del 10 de mayo los aranceles de 10 a 25% sobre 200 mil millones de dólares de importaciones provenientes de China y que impondría en el corto plazo un arancel de 25% al resto de las importaciones de ese país. En respuesta, China anunció que a partir de junio elevará los

atribuible a las compras de activos por parte de dicho Instituto Central, ha generado que la inversión de la curva de rendimientos sea menos confiable como indicador de actividad económica futura.

aranceles de un rango de entre 5 y 10% a uno de entre 5 y 25% sobre 60 mil millones de dólares de importaciones provenientes de Estados Unidos. Lo anterior se reflejó en caídas en la mayoría de los índices accionarios, en un fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las divisas avanzadas y emergentes y en un repunte en la prima por riesgo de las economías emergentes.

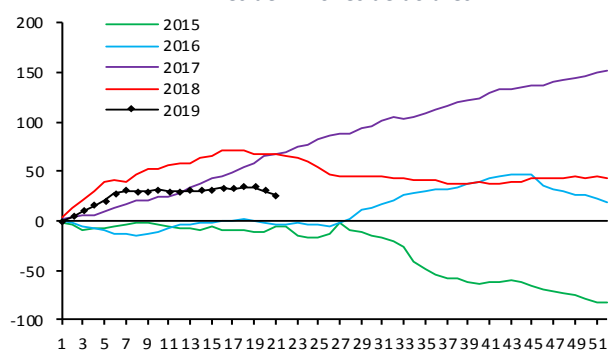
Gráfica 15
Índice de Apetito por Riesgo
Índice



Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros, tales como los bonos gubernamentales de Estados Unidos, zona del euro y Japón, tienden a presentar rendimientos negativos. Mientras tanto, en periodos de bajo apetito por riesgo sucede lo contrario. En este contexto, el valor del índice se refiere al coeficiente de una regresión del rendimiento diario de 64 activos en función de su volatilidad.

Fuente: Credit Suisse.

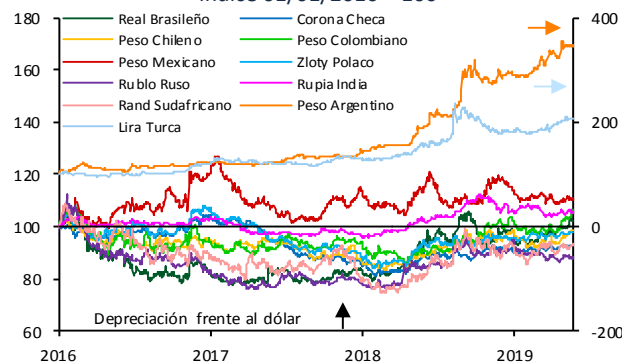
Gráfica 16
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año
En miles de millones de dólares



Nota: 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, así como variaciones en el tipo de cambio.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

Gráfica 17
Tipo de Cambio
Índice 01/01/2016 = 100



Fuente: Bloomberg.

En virtud de lo anterior, si bien algunos de los riesgos para el panorama mundial han disminuido durante el periodo que cubre este Informe, estos continúan sesgados a la baja, destacando:

- i. Un escenario en el que se agraven las disputas comerciales entre Estados Unidos y China o que estas se extiendan a otras regiones. En particular, que la reciente imposición de medidas arancelarias adicionales por parte de Estados Unidos y China provoque un mayor deterioro en la confianza de los negocios, así como una caída más marcada de la inversión y del comercio mundial.
- ii. Un menor crecimiento de algunas de las principales economías con respecto a lo esperado, como podría ser el caso de Estados Unidos, la zona del euro y China, al expirar algunos de los estímulos fiscales o prolongarse algunos de los factores transitorios que han afectado a algunos de estos países.
- iii. Un deterioro adicional en los balances macroeconómicos de algunas economías, en particular en aquellas con altos niveles de endeudamiento público y privado, lo que pudiera acentuarse ante el entorno de menor crecimiento global. Lo anterior, además de plantear retos para la estabilidad del sistema financiero global, representa un riesgo para el crecimiento de diversas economías al reducir su espacio fiscal para implementar medidas contracíclicas.
- iv. La implementación de políticas que pongan en riesgo la estabilidad macroeconómica y el

crecimiento a largo plazo de diversos países, por ejemplo, mediante el impulso de medidas fiscales insostenibles o un relajamiento excesivo en las condiciones de financiamiento.

- v. Un escalamiento de factores de riesgo geopolíticos e idiosincrásicos que pudiera generar nuevos episodios de volatilidad financiera. En particular, persiste la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, un deterioro en las relaciones de Estados Unidos con países como Irán, y un recrudecimiento de los conflictos geopolíticos en el Medio Oriente, Asia del Este y algunos países de América Latina.

Ante la intensificación de algunos de estos factores de riesgo, un mayor deterioro en la confianza de los inversionistas podría generar nuevos episodios de apretamiento de las condiciones financieras globales, agravando aún más los elevados niveles de endeudamiento público y privado de economías avanzadas y emergentes.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

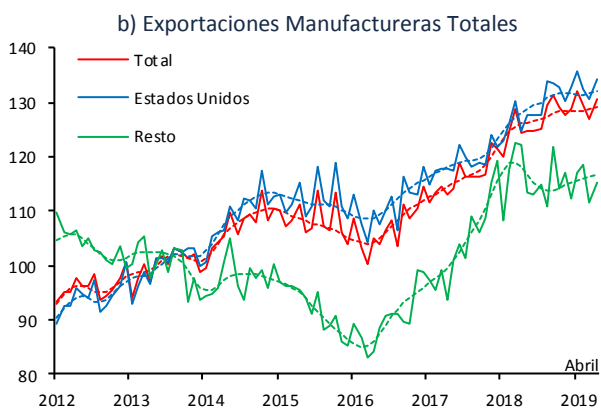
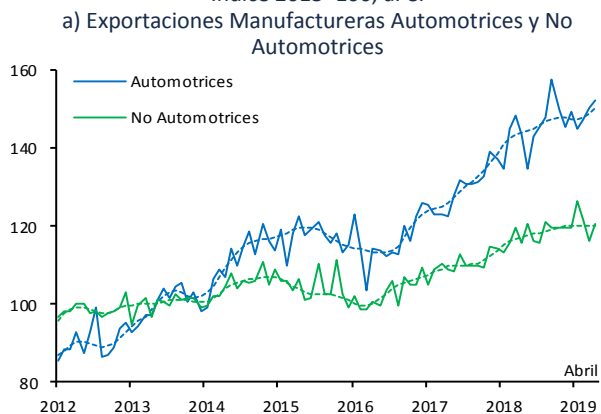
En el primer trimestre de 2019, la actividad económica en México mostró una contracción respecto del trimestre previo, acentuándose así la debilidad observada a finales de 2018. Dicho comportamiento se puede atribuir tanto a la moderación del crecimiento de la economía global, como a una mayor debilidad de la demanda interna, amplificada esta última por algunos factores de carácter transitorio que se presentaron en diversos momentos del periodo que se reporta, tales como los problemas de distribución de gasolinas, los bloqueos a las vías férreas en Michoacán y los conflictos laborales en Matamoros. En particular, las exportaciones manufactureras siguieron registrando una desaceleración en el primer trimestre del año en curso, al tiempo que, no obstante el repunte que la inversión presentó en enero de 2019 como resultado únicamente del desempeño de algunos componentes, se espera que en general en el resto del trimestre esta haya continuado exhibiendo atonía. Asimismo, desde finales de 2018 e inicios de 2019 el consumo privado ha mostrado un menor ritmo de crecimiento, reflejando tanto la

desaceleración del consumo de servicios, como la debilidad del consumo de bienes.

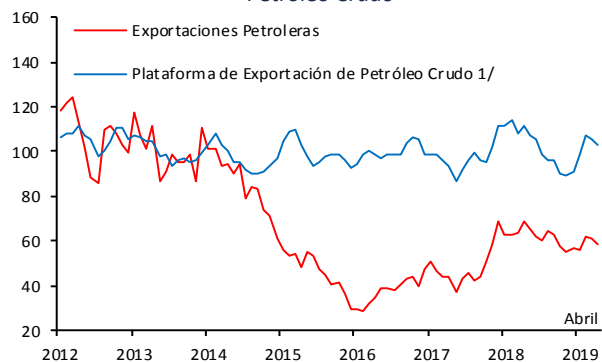
Profundizando en el desempeño de la demanda externa, en un entorno de pérdida de dinamismo del comercio mundial y de persistencia de tensiones comerciales, en el periodo enero - marzo de 2019 las exportaciones manufactureras del país continuaron exhibiendo una desaceleración. En particular, este comportamiento se debió a un nuevo retroceso trimestral en los envíos automotrices, así como al estancamiento que siguieron presentando el resto de las exportaciones manufactureras (Gráfica 18a). Por destino de las exportaciones, tanto las dirigidas a Estados Unidos, como las canalizadas al resto del mundo, siguieron registrando atonía (Gráfica 18b). En este contexto, en el Recuadro 2 se muestra que, si bien las disputas comerciales entre China y Estados Unidos parecen haber influido en una mayor participación de México en las importaciones de Estados Unidos, el avance reciente no solo se explica por los mayores aranceles que China enfrenta en el mercado de Estados Unidos, sino que también es atribuible a una tendencia previa al alza en esta participación, posiblemente asociada a la depreciación del tipo de cambio real que se ha observado, independientemente de los mayores aranceles que enfrentó ese país a partir del año pasado.

Por su parte, en el primer trimestre del año en curso las exportaciones petroleras mostraron un avance respecto del trimestre previo. Ello reflejó una recuperación en la plataforma de crudo de exportación, toda vez que el precio promedio de la mezcla mexicana se redujo con relación al trimestre anterior (Gráfica 18c).

Gráfica 18
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.



c) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

1/ Índice con base en el 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 2. Efecto de las Medidas Arancelarias Establecidas por Estados Unidos a China en la Participación de México en las Importaciones Estadounidenses

1. Introducción

En un entorno caracterizado por un menor dinamismo de la actividad económica mundial, el escalamiento de las tensiones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y diversos países ha tenido repercusiones sobre los patrones de comercio internacional. La disputa comercial entre EE. UU. y China ha sido la más activa y la de mayor potencial para afectar los patrones comerciales actuales.¹ Al respecto, dado que México y China compiten de manera importante en el mercado estadounidense en una amplia gama de bienes, podría cuestionarse si, como resultado de la desviación del comercio ocasionada por los mayores aranceles a China, México pudiera llegar a ser uno de los países que aumentasen su participación en las importaciones de EE. UU.

Este Recuadro analiza la evolución reciente de la participación de México en las importaciones de EE. UU. y muestra, por una parte, que su mayor participación en meses recientes hasta ahora se puede explicar, en cierto grado, a partir de tendencias que preceden la imposición de aranceles por parte de EE. UU. a China. En particular, la menor disponibilidad de recursos financieros externos y el deterioro de la balanza comercial petrolera en México requirió una considerable depreciación del tipo de cambio real, la cual indujo un ajuste en las cuentas externas del país e impulsó las exportaciones manufactureras mexicanas, induciendo un aumento en su participación en los mercados de exportación. En este contexto, es posible que no toda la ganancia de participación que ha tenido México en el mercado de EE. UU. debiese ser atribuida a las tensiones comerciales e imposición de mayores aranceles a China. En efecto, en este Recuadro se presentan diversos ejercicios que sugieren que la ganancia en participación de México está asociada en parte con mayores participaciones en productos en los que, independientemente de los aranceles adicionales, China no tiene presencia en el mercado estadounidense. Así, si bien la imposición de aranceles más elevados a China por parte de EE. UU. explica, en parte, la mayor participación de México, la ganancia total no es completamente atribuible a dicha medida comercial. Cabe señalar que, hacia delante, la persistencia de las medidas arancelarias o la imposición de nuevas medidas podrían dar lugar a que se presente un efecto más notorio sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU.

¹ Además de los aranceles impuestos a China, durante 2018 Estados Unidos estableció aranceles adicionales de entre 10 y 50 puntos porcentuales a diversos productos importados de diferentes países, entre los que se incluyen lavadoras, paneles solares, aluminio y acero, que, considerando los aranceles adicionales a China, afectaron aproximadamente 303 mil millones de dólares de las importaciones de Estados Unidos, de acuerdo con cifras calculadas por Fajgelbaum et al. (2019). Si bien México también enfrentó aranceles adicionales por parte de EE. UU. para ciertos productos, y adoptó medidas compensatorias equivalentes, la dimensión de esta disputa en términos del valor comercializado y del número de productos afectados es reducida en comparación con el caso de la disputa entre EE.UU. y China (Ver P. D. Fajgelbaum, P.K. Goldberg, P.J. Kennedy & A.K.

2. Efecto de las Medidas Arancelarias sobre las Participaciones de Distintos Países en las Importaciones de Estados Unidos

Entre julio y septiembre de 2018, EE. UU. estableció aranceles adicionales a la importación de bienes provenientes de China como parte de las acciones que emprendió tras alegar, mediante una investigación realizada por la Oficina del Representante de Comercio de los Estados Unidos (USTR, por sus siglas en inglés), que las políticas del gobierno de China relacionadas con la transferencia de tecnología, propiedad intelectual e innovación constituían prácticas comerciales desleales que restringían el comercio de EE. UU. Los aranceles adicionales para productos chinos se implementaron en tres listas, con un aumento de 25 puntos porcentuales (p.p.) superiores a los que prevalecían en 2017 para los bienes de las dos primeras listas y de 10 p.p. para los de la tercera lista (Cuadro 1).^{2,3}

Cuadro 1
Medidas Arancelarias Adicionales de EE. UU. a China

Número de lista	Inicio de las medidas arancelarias	Número de Fracciones	Δ de las tarifas en p.p.	Miles de millones de dólares ^{1/}
Lista 1	6 de julio de 2018	818	25	34
Lista 2	23 de agosto de 2018	279	25	16
Lista 3	24 de septiembre de 2018	5,745	10	200

^{1/} Se refiere a un valor anual comercial calculado por la Oficina del Representante de Comercio de EE. UU. para 2018 (USTR).

Fuente: Banco de México con información del USTR.

El Cuadro 2 y las Gráficas 1 y 2 proporcionan información sobre el cambio en las participaciones dentro de las importaciones de EE. UU. a nivel agregado para China, México y el resto del mundo a partir de la imposición de mayores aranceles a China. Si bien México se encuentra entre los países que individualmente más han incrementado su participación en el agregado después de la entrada en vigor de dichas medidas, hay que señalar que desde hace varios años la participación de México ha ido en ascenso y que, además, la ganancia que México ha tenido en los últimos meses (respecto del mismo periodo del año anterior) ha sido sustancialmente menor a la pérdida observada en la participación de China.⁴ En efecto, la participación de China ha disminuido en más de tres p.p., en tanto que el aumento de la de México ha sido menor a 0.7 p.p.

Khandelwal (2019). "The Return to Protectionism", NBER Working Papers 25638, National Bureau of Economic Research).

² Cabe notar que China respondió en represalia imponiendo aranceles a diversos productos estadounidenses, incluidos la soya y los automóviles.

³ El 10 de mayo de 2019 entró en vigor un aumento adicional de 15 p.p. para los bienes de la tercera lista, al cual China respondió con incrementos arancelarios que entrarían en efecto a partir de junio de 2019 de entre 5 y 25 p.p. a importaciones de Estados Unidos que comprenden alrededor de 60 mil millones de dólares.

⁴ Con cifras originales, las cuales están sujetas a un alto grado de estacionalidad, en marzo de 2019 la participación de México en las importaciones de EE. UU. superó

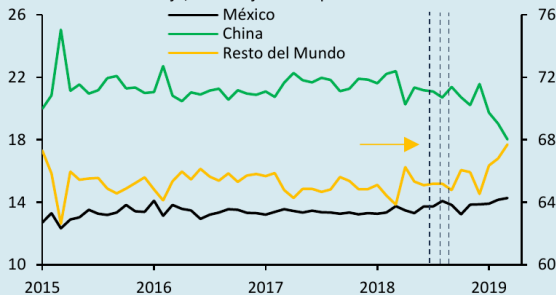
y el del resto del mundo, distribuida entre diversos países, ha sido cercana a 2.5 p.p.

Cuadro 2
Participación de México y China en las Importaciones Totales de EE. UU.
Porcentaje, series ajustadas por estacionalidad

	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Mar	
						2018	2019
México	12.55	13.18	13.44	13.36	13.63	13.46	14.11
China	19.87	21.54	21.09	21.60	21.22	22.08	18.93
Resto del Mundo	67.58	65.28	65.47	65.04	65.15	64.47	66.96

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 1
Participación en las Importaciones Totales de EE. UU.*
Porcentaje, series ajustadas por estacionalidad



*Las líneas punteadas indican los meses en los que comenzaron las medidas arancelarias por parte de EE. UU. hacia China: julio, agosto y septiembre de 2018 para las Listas 1, 2 y 3, respectivamente.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 2
Cambio en la Participación dentro de las Importaciones Totales de EE. UU.
Enero – Marzo 2019 vs. Enero – Marzo 2018
Puntos porcentuales, series ajustadas por estacionalidad



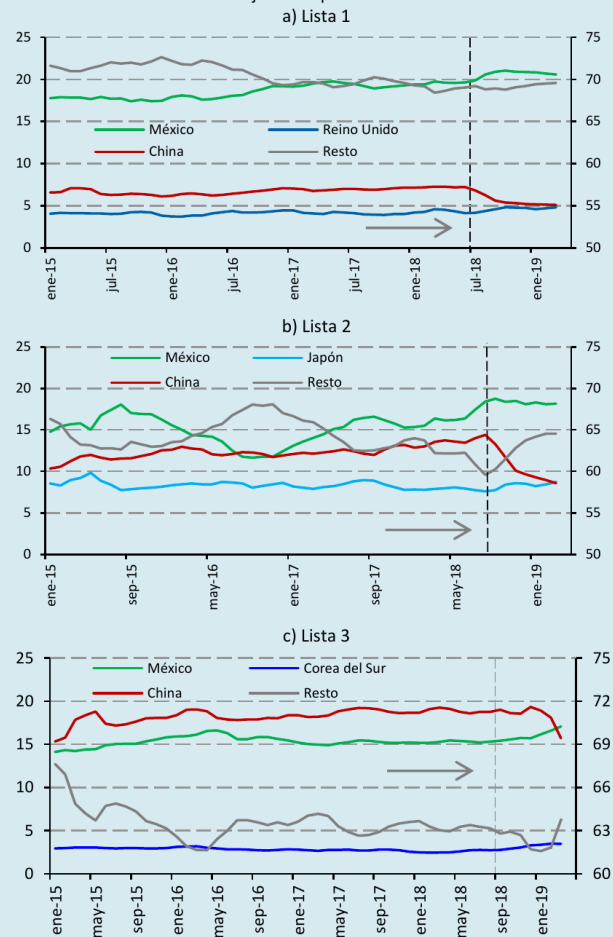
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

En el caso de los bienes en los que China está sujeta a mayores aranceles, se podría esperar una recomposición de la participación de los diferentes países que ofrecen esos bienes. En efecto, en los bienes de las tres listas se han registrado descensos en la participación de China (Gráfica 3). En el caso de los bienes incluidos en la lista 1, México ha mostrado únicamente un incremento marginal en su participación, además de que ya venía mostrando una tendencia al alza desde tiempo atrás. De forma similar, la participación de México en

a la de China. Sin embargo, las cifras ajustadas por estacionalidad que se reportan en este Recuadro indican que la participación de México continúa siendo inferior a la de China.

los bienes de la lista 2 venía en aumento cuando menos desde finales de 2017 y, por el contrario, si bien ha mantenido un nivel relativamente elevado, no ha mostrado mayor participación desde la entrada en vigor de los mayores aranceles a China. En contraste, la participación de México en los bienes de la lista 3 se ha incrementado a partir de la imposición de aranceles adicionales a China en estos bienes, aunque su crecimiento ha sido menor que la pérdida de participación mostrada por China.

Gráfica 3
Importaciones de EE. UU. de Productos Sujetos a Mayores Aranceles a China*
Participaciones (%); promedio móvil de 3 meses de series ajustadas por estacionalidad



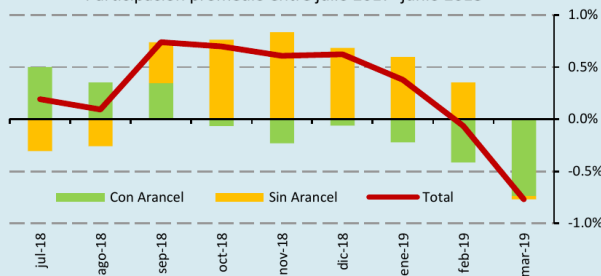
*Las líneas punteadas indican el mes en el que comenzaron las medidas arancelarias adicionales para cada una de las listas.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Profundizando en el comportamiento de la participación de China en las importaciones de EE. UU., la Gráfica 4 muestra el cambio acumulado de participación de ese país distinguiendo entre los bienes sujetos a un mayor arancel y el resto, respecto

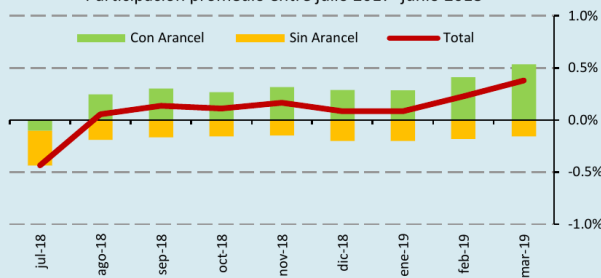
de un periodo inicial de referencia.⁵ Se aprecia que el efecto acumulado a marzo de 2019 ha sido negativo y explicado casi en su totalidad por una menor participación en aquellos bienes sujetos a mayores aranceles. La Gráfica 5 presenta el mismo ejercicio para el caso de México. En este caso, se observa un efecto neto positivo a marzo de 2019, resultado de una mayor participación en aquellos bienes en los que China enfrenta mayores aranceles, si bien de magnitud menor a la pérdida reportada para China, y de una menor participación en el resto de productos.

Gráfica 4
Cambio Acumulado de la Participación de China en las Importaciones Totales de EE. UU.
Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018



Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 5
Cambio Acumulado de la Participación de México en las Importaciones Totales de EE. UU.
Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018



Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

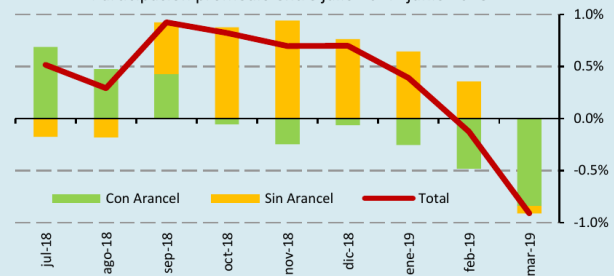
El análisis de los posibles efectos de los mayores aranceles a China sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU. debe considerar que en las listas de productos se incluyeron bienes en los cuales China tenía una participación previa nula o, como en el caso del petróleo crudo, prácticamente de cero.⁶ Algunos de estos son productos en los que, a su vez, México podría haber tenido una participación cada vez más importante independientemente de los mayores aranceles impuestos a China. Con el fin de controlar por este

⁵ Para evitar efectos estacionales, para esta comparación se utiliza la participación promedio en el periodo julio 2017–junio 2018, es decir, los doce meses previos a la implementación de la primera lista con aranceles adicionales.

⁶ La participación de China en las importaciones de petróleo crudo fue de 0.00002% en 2017.

posible efecto, la Gráfica 6 muestra el cambio de participación de México en los bienes en los que China está sujeta a mayor arancel respecto del mismo periodo inicial de referencia de los ejercicios anteriores, pero excluyendo el petróleo crudo y aquellos productos en los que ese país tuvo una participación nula en las importaciones de EE. UU. en 2017.⁷ En esta canasta, la pérdida de participación de China en los bienes en los que enfrenta mayores aranceles es de 0.8 p.p. (Gráfica 6), en tanto que la ganancia en participación de México en esos mismos bienes es de 0.27 p.p. (Gráfica 7).⁸ Así, la ganancia de participación que México ha tenido en el total se explica en buena medida por una mayor participación en bienes en los que China no tiene presencia en el mercado estadounidense, por lo que no refleja desviación de comercio en favor de México a raíz de los mayores aranceles a China.

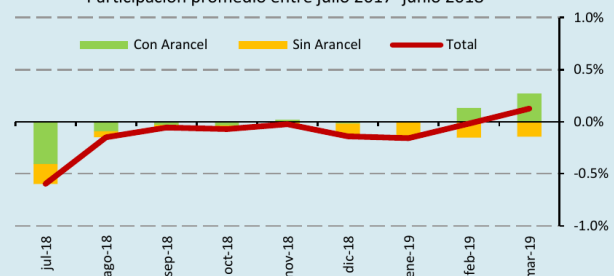
Gráfica 6
Cambio Acumulado de la Participación de China en Importaciones de EE. UU. Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*
Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018



* Se excluyen las subpartidas donde China tuvo una participación nula en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo. La participación de China en las importaciones de Petróleo Crudo de Estados Unidos en 2017 fue de 0.00002%.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 7
Cambio Acumulado de la Participación de México en Importaciones de EE. UU. Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*
Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018*



* Se excluyen las subpartidas donde China tuvo una participación nula en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo. La participación de China en las importaciones de Petróleo Crudo de Estados Unidos en 2017 fue de 0.00002%.

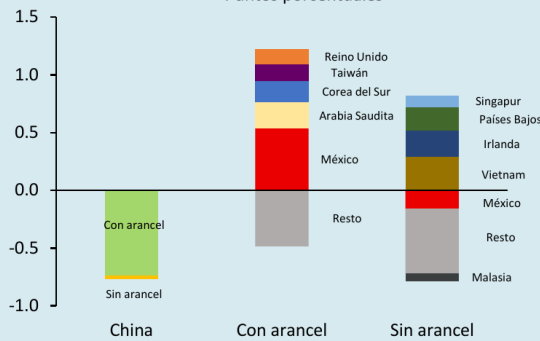
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

⁷ Es decir, se excluyen los productos en los que China no tuvo participación en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo.

⁸ Cabe señalar que bajo un criterio que además excluye aquellos bienes en los que China tuvo una participación menor a 0.05% en 2017, el incremento acumulado de la participación de México en los bienes sujetos a mayor arancel disminuye a 0.1 p.p., toda vez que quedan excluidas las varias subpartidas de vehículos ligeros.

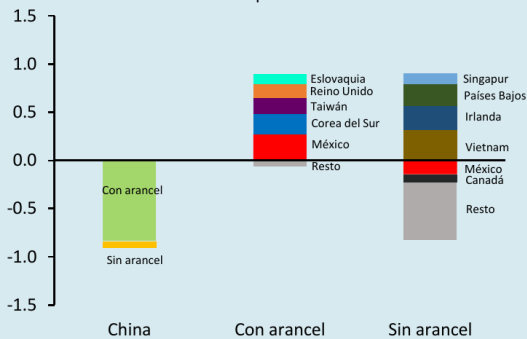
Ello, a su vez, tiene implicaciones sobre la comparación relativa de los cambios de participación de diversos países. La Gráfica 8 muestra los cambios en participación para diversos países para el total de las importaciones de EE. UU., en tanto que la Gráfica 9 presenta los cambios en participación bajo el ajuste descrito. Al considerar la totalidad de las importaciones de EE. UU., México aparece como el país con mayor incremento en su participación para el periodo analizado, por delante de las ganancias de países como Arabia Saudita y Corea del Sur. Una vez que se excluyen el petróleo crudo y los bienes en los que China no tuvo participación en 2017, si bien México se mantiene como el país con mayor aumento de participación, esta es, como ya se mencionó, más reducida, y similar a la obtenida por Corea del Sur.

Gráfica 8
Cambio en la Participación dentro de las Importaciones Totales de EE. UU.
Julio 2018 – Marzo 2019 vs. Julio 2017 – Junio 2018
Puntos porcentuales



Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 9
Cambio en la Participación dentro de las Importaciones de EE. UU.
Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*
Julio 2018 – Marzo 2019 vs. Julio 2017 – Junio 2018*
Puntos porcentuales



* Se excluyen las subpartidas donde China tuvo una participación nula en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo. La participación de China en las importaciones de Petróleo Crudo de Estados Unidos en 2017 fue de 0.00002%.
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Así, distinguir entre aquellos bienes en los que China tiene presencia en EE. UU. y en aquellos en los que no la tiene es importante para poner en un contexto más pertinente el análisis del posible efecto que los mayores aranceles a China han tenido sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU.

Un ejercicio alternativo que revisa a mayor detalle el comportamiento de las exportaciones de México para cada una de las 6,842 fracciones en las que China está sujeta a un mayor arancel, sin ninguna exclusión, arroja resultados similares. En particular, solo en un 38% de las fracciones se observó tanto una pérdida de participación de China, como una mayor participación de México. En la mitad de ellas México mostró una ganancia superior a la pérdida de China y en la otra mitad el aumento de México fue menor a la pérdida de China. Suponiendo 1) que en el primer caso la ganancia máxima por el efecto de arancel es igual a la pérdida de China y 2) que en el segundo caso toda la ganancia de México se debió al efecto del arancel, se estima que la imposición de mayores aranceles a China explicarían 0.18 p.p. de la mayor participación de México en las importaciones totales de Estados Unidos (0.13 p.p. del primer efecto y 0.05 p.p. del segundo).

3. Análisis del Comportamiento de las Importaciones Estadounidenses Provenientes de México

Para complementar los resultados anteriores, se presenta una estimación de la descomposición de los cambios en la participación de México en un efecto “competitividad”, un efecto “preferencias” y su interacción.⁹ En particular, el cambio en la participación de un país *c* dentro de las importaciones de un país *j* entre dos periodos se puede descomponer de la siguiente manera:¹⁰

$$\Delta MS_t^c = \underbrace{\sum_{k=1}^K sh_{t-1}^k * \Delta MS_t^{c,k}}_{\text{Efecto Competitividad}} + \underbrace{\sum_{k=1}^K \Delta sh_t^k * MS_{t-1}^{c,k}}_{\text{Efecto Preferencias}} + \underbrace{\sum_{k=1}^K \Delta sh_t^k * \Delta MS_t^{c,k}}_{\text{Efecto Interacción}}$$

Donde:

sh_t^k : Participación del bien *k* en las importaciones totales del país *j*.
 $MS_t^{c,k}$: Participación de un país *c* en el total de las importaciones del país *j* del bien *k*.

El efecto “competitividad” captura los cambios en la participación de mercado de un país *c* en las importaciones de un bien *k* por parte del país *j*, manteniendo la demanda por el bien *k* constante. Cabe aclarar que un efecto positivo no necesariamente indica una mayor competitividad derivada, por ejemplo, de una mayor productividad, sino que también puede reflejar los efectos de las distorsiones ocasionadas por la imposición de aranceles a un país competidor. Por su parte,

Nicholas (2018), “Decomposing Canada’s Market Shares: An Update”, Staff Analytical Notes 2018-26, Bank of Canada.

⁹ Para este ejercicio se excluyeron el petróleo crudo y aquellos productos en los que China tuvo una participación nula en 2017.

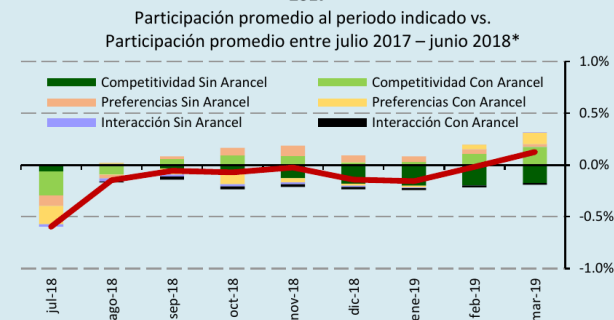
¹⁰ Ver Barnett y Charbonneau (2015), “Decomposing Movements in U.S. Non-Energy Import Market Shares,” Bank of Canada Staff Discussion Paper No. 2015-5 o Labelle

el efecto “preferencia” captura los cambios en la composición de la demanda de importaciones del país *j*, manteniendo constante la participación de los distintos países *c* al interior de cada bien *k*.¹¹

Para el caso de México, esta descomposición sugiere que el incremento acumulado que se ha observado en los productos sujetos a aranceles, excluyendo petróleo crudo y aquellos en los que China tuvo una participación nula en 2017, se originó, fundamentalmente, de una ganancia por “competitividad” en los productos con mayor arancel a China (aumento de 0.2 p.p.) y, en menor medida, por un efecto positivo de “preferencias” en productos con arancel (0.1 p.p.), los cuales fueron parcialmente contrarrestados por una pérdida de “competitividad” en los productos sin arancel (-0.2 p.p.; Gráfica 10). Así, la ganancia de México que pudiera estar más asociada con los mayores aranceles a China por parte de EE. UU. indica que esta ha sido relativamente reducida hasta ahora. Como se mencionó, hacia adelante, la persistencia de las medidas arancelarias o la imposición de nuevas medidas podrían ocasionar un efecto más evidente sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU.

Gráfica 10

Cambio Acumulado de la Participación de México en las Importaciones de EE. UU. Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*



* Se excluyen las subpartidas donde China no tuvo participación en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo. La participación de China en las importaciones de Petróleo Crudo de Estados Unidos en 2017 fue de 0.00002%.

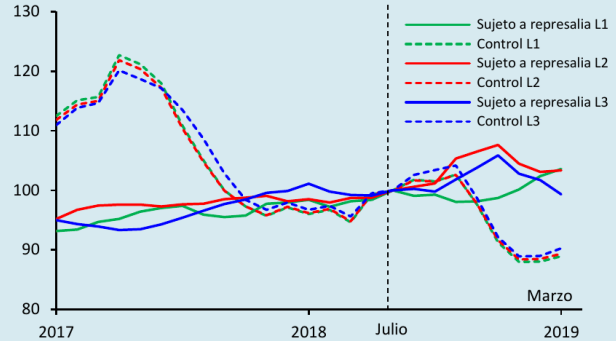
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

4. Comportamiento de los Valores Unitarios de las Exportaciones de México a EE. UU.

Los precios de las exportaciones mexicanas de los bienes en los que China está sujeta a mayores aranceles –aproximados mediante los valores unitarios de estas exportaciones– para cada una de las tres listas han sido ligeramente superiores a los registrados antes de la implementación de los mayores aranceles (Gráfica 11). En contraste, los valores unitarios de bienes similares no sujetos a mayores aranceles han presentado un descenso. De este modo, es posible que los aranceles adicionales impuestos por EE. UU. a China hayan dado como resultado una protección implícita en el mercado de EE. UU. para las exportaciones mexicanas, toda vez que los

precios de las importaciones en EE. UU. son mayores a los que prevalecerían en ausencia de las medidas arancelarias. Si bien ello permitiría a los exportadores mexicanos vender sus productos a precios más altos en el mercado de EE. UU., es posible que ello, a su vez, pudiera inducir a dichos productores a imponer mayores precios también para los consumidores en México, generando posibles presiones inflacionarias o impidiendo una desinflación más evidente.

Gráfica 11 Índice de Valor Unitario de las Exportaciones de México a EE. UU. de Productos con Mayores Aranceles Impuestos a China*



* Los índices de los productos “Sujeto a Represalia” y “Control” corresponden a una aproximación a partir de las subpartidas.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

5. Consideraciones Finales

Los resultados presentados en este Recuadro sugieren que la ganancia de participación de México en las importaciones de EE. UU. se puede asociar a diversos factores. Por un parte, la imposición de mayores aranceles de ese país a ciertos productos chinos ha impulsado las exportaciones de ciertos productos mexicanos, si bien ello no explica la ganancia en participación en su totalidad. A ello también han contribuido las tendencias previas de mayor participación en diversos productos que se venían observando tras la depreciación del tipo de cambio real. Ello es más evidente por el hecho de que parte de la ganancia se explica por mayor participación en bienes en los que China no es un proveedor para EE. UU. Si bien la disputa comercial entre EE. UU. y China pudiera impulsar a algunos sectores productivos en México, particularmente si ante la ratificación del T-MEC se mantiene o profundiza una mayor integración regional, también es necesario considerar que las tensiones comerciales ocasionan volatilidad en los mercados financieros internacionales –posiblemente reduciendo las fuentes de financiamiento externo para la economía mexicana–, generan incertidumbre –afectando la inversión–, y ponen en duda la permanencia de las cadenas globales de valor vigentes que, de desmantelarse, podrían tener un efecto negativo neto sobre la productividad y competitividad del sector exportador mexicano.

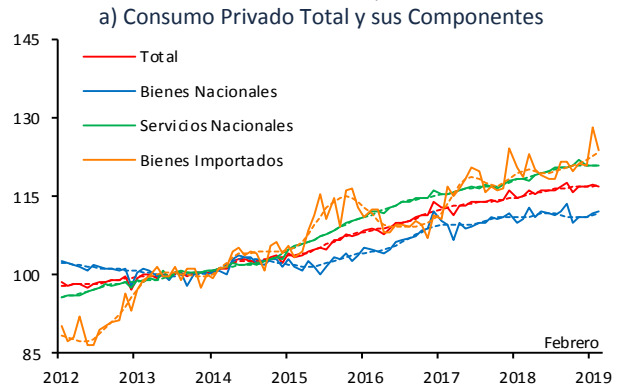
¹¹ Finalmente, el efecto la interacción captura el efecto negativo de perder (ganar) participación de mercado en un mercado en expansión (declive) o el efecto positivo de ganar (perder) participación de mercado en un mercado en expansión (declive).

En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, a finales de 2018 y en el periodo que se reporta el consumo privado mostró un débil desempeño. Ello se explica tanto por el menor dinamismo del consumo de bienes, como por la desaceleración del consumo de servicios respecto del crecimiento que había venido exhibiendo desde finales de 2017, la cual se amplió en enero por la afectación temporal que los problemas de abasto de gasolina ocasionaron en algunos sectores, tales como los de transporte, alojamiento y restaurantes (Gráfica 19a).

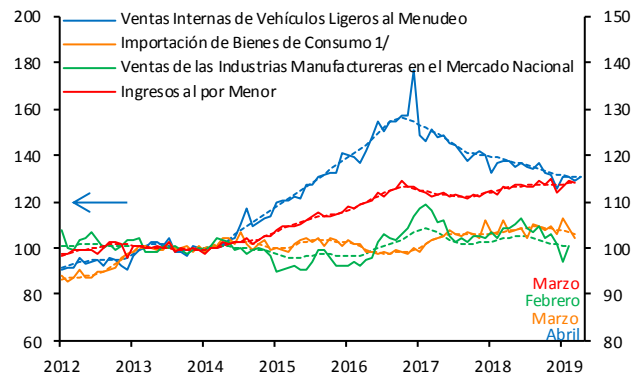
i. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, como los ingresos en empresas comerciales al por menor, las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero y las ventas de vehículos ligeros, continuaron mostrando un desempeño desfavorable (Gráfica 19b).

ii. Con relación a los determinantes del consumo privado, se espera que estos continúen apoyando la evolución de este componente de la demanda agregada. En particular, en el periodo que se reporta la masa salarial real presentó un avance respecto del trimestre previo como reflejo de avances tanto en la población ocupada remunerada, como en las remuneraciones medias reales, en un contexto de importantes revisiones al salario mínimo y sus consecuentes efectos sobre los salarios medios (Gráfica 20a). Además, si bien las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior mostraron una contracción trimestral en el periodo enero - marzo de 2019, estas se mantienen en niveles históricamente altos (Gráfica 20b). Asimismo, la confianza del consumidor permanece en niveles particularmente elevados, no obstante las reducciones registradas en marzo y abril (Gráfica 20c). Por su parte, el crédito total al consumo continuó mostrando una desaceleración (ver Sección 2.2.3).

Gráfica 19
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo, Ventas de las Industrias Manufactureras en el Mercado Nacional, Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor e Importaciones de Bienes de Consumo

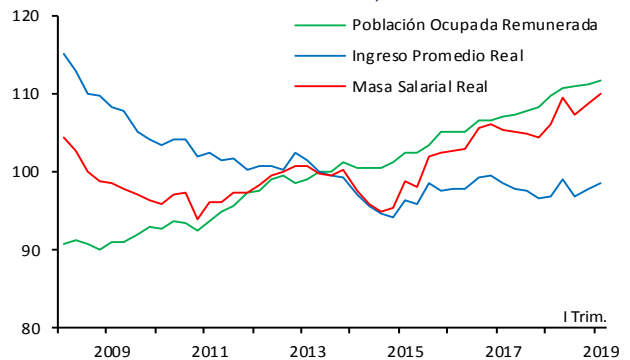


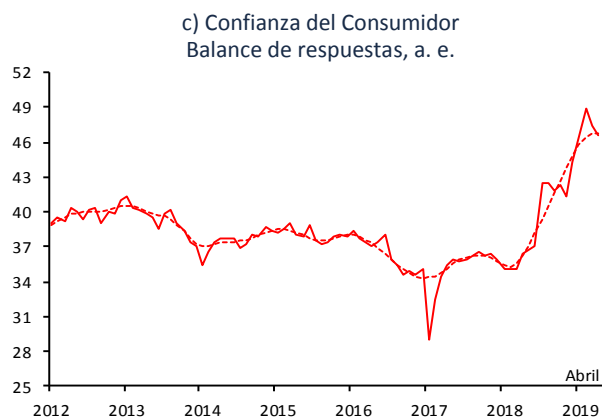
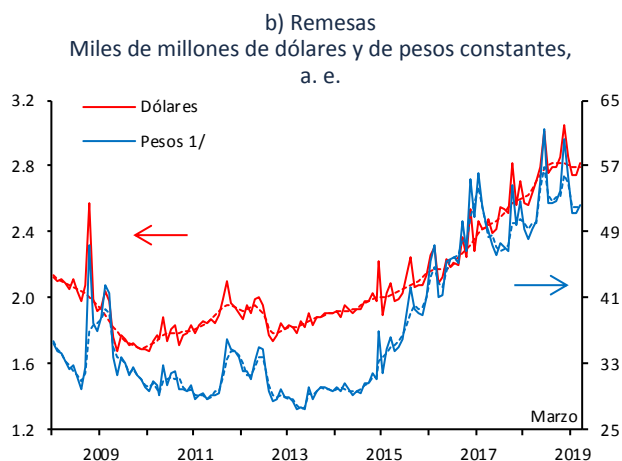
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Se refiere a las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en términos reales.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Elaboración de Banco de México con información del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM); de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI; y SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Gráfica 20
Determinantes del Consumo
a) Masa Salarial Real Total
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/ A precios de la segunda quincena de julio de 2018.

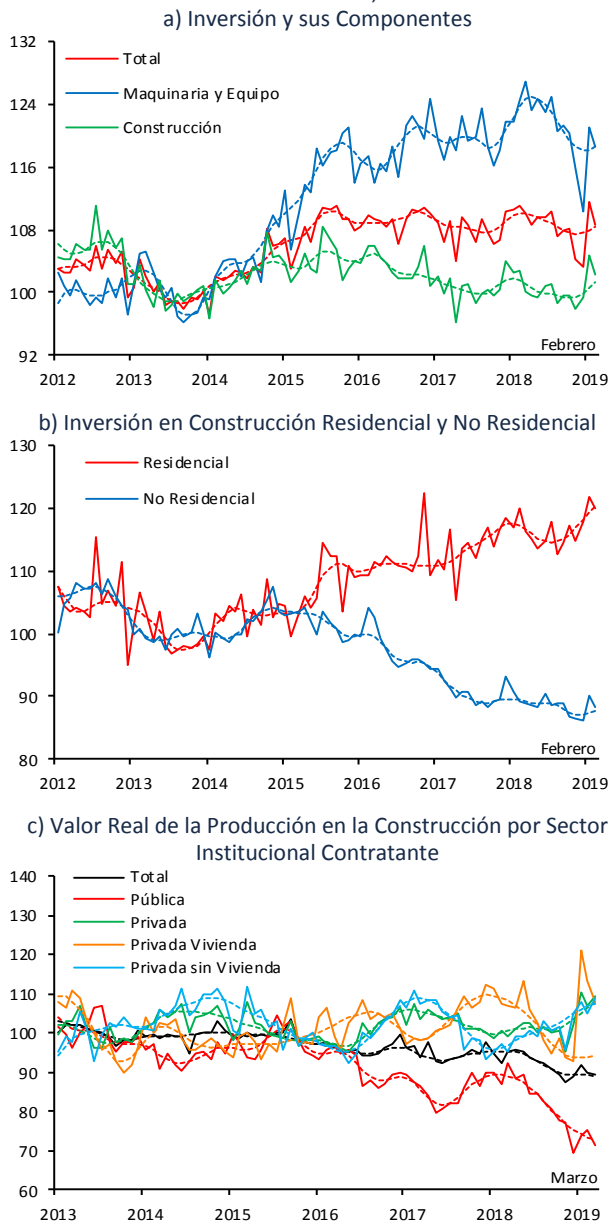
Fuente: a) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Banco de México e INEGI. c) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

En cuanto a la inversión fija bruta, esta continuó presentando un débil desempeño, no obstante el importante aumento que tanto el gasto en maquinaria y equipo, como la inversión en construcción, mostraron en enero, toda vez que este se explicó por factores particulares. Dicho comportamiento se presentó en un contexto en el que, además de estos elementos transitorios, prevaleció un ambiente de incertidumbre tanto en el entorno interno, como en el internacional (Gráfica 21a).

- i. Se estima que en el trimestre en su conjunto el gasto en construcción haya continuado mostrando atonía, ya que se espera que el repunte reportado en enero haya sido temporal y el cual estuvo concentrado en rubros específicos (Gráficas 21b y 21c). En efecto, por sector contratante, la expansión de la obra contratada por el sector público a inicios de 2019 se asocia, en buena medida, con la reanudación o ampliación de ciertas obras de infraestructura pública, entre las que destacan obras de remodelación y ampliación de plataformas petroleras, así como con la reparación de ductos de gasolina. Por su parte, el desempeño de la construcción privada reflejó, principalmente, un mayor gasto en edificación de vivienda en algunas entidades del país y, en menor medida, en edificación de naves industriales, centros comerciales y hoteles.⁴
- ii. Respecto de la inversión en maquinaria y equipo, no obstante el avance en el bimestre enero - febrero de 2019, este componente de la demanda agregada continuó presentando una desaceleración. En particular, si bien el rubro de origen nacional parecería haber frenado la tendencia negativa que había mostrado durante la mayor parte de 2018, se mantiene en niveles relativamente bajos. Además, se anticipa que el rubro de origen importado mantenga una trayectoria negativa en el primer trimestre de 2019 en su conjunto, toda vez que las importaciones de bienes de capital mostraron una contracción en el periodo febrero - marzo de 2019. En efecto, el desempeño desfavorable de las importaciones de bienes de capital observado en el cuarto trimestre de 2018 y el primero de 2019 se explicó por una debilidad relativamente generalizada entre los sectores, incluidos aquellos que se pueden asociar al rubro de generación de electricidad y al de telecomunicaciones, mismos que habían registrado un mayor dinamismo en los primeros tres trimestres de 2018.

⁴ Dentro del rubro de edificación de vivienda, destacan las obras llevadas a cabo en Baja California Sur, Nuevo León, San Luis Potosí y CDMX.

Gráfica 21
Indicadores de Inversión
Índice 2013=100, a. e.



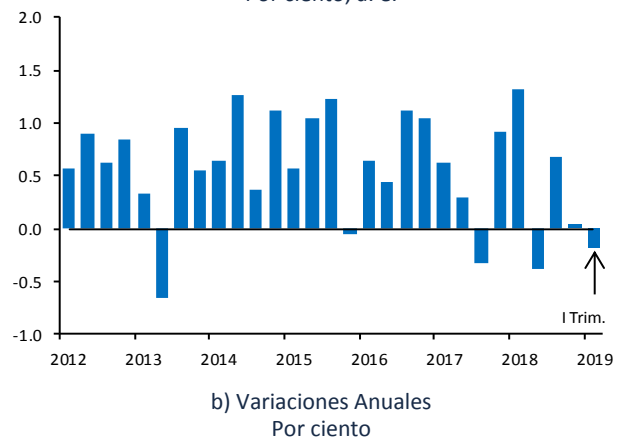
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.
c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.

La atonía que la inversión ha venido mostrando por varios años puede asociarse, en parte, a los retos que el país continúa enfrentando. Entre ellos sobresalen los obstáculos derivados de la persistencia de problemas de gobernanza y de la debilidad del estado

de derecho (ver Recuadro 3). En la medida en que se adopten acciones y políticas que permitan eliminarlos, se propiciará un entorno conducente para impulsar una recuperación de la inversión, así como mayores tasas de crecimiento que permitan generar empleos mejor remunerados de manera sostenible.

Por el lado de la producción, en el primer trimestre de 2019 el PIB de México presentó una contracción respecto del trimestre anterior, profundizándose así la desaceleración registrada el trimestre previo. En efecto, en el periodo que se reporta el PIB mostró una caída trimestral en términos desestacionalizados de 0.17% (incremento anual de 1.2% con cifras originales y de 0.1% con datos ajustados por estacionalidad), luego de la variación trimestral desestacionalizada de 0.03% reportada en el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 22).

Gráfica 22
Producto Interno Bruto
a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Recuadro 3. Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento Económico de México de Acuerdo con la Opinión de Analistas y Representantes de Empresas

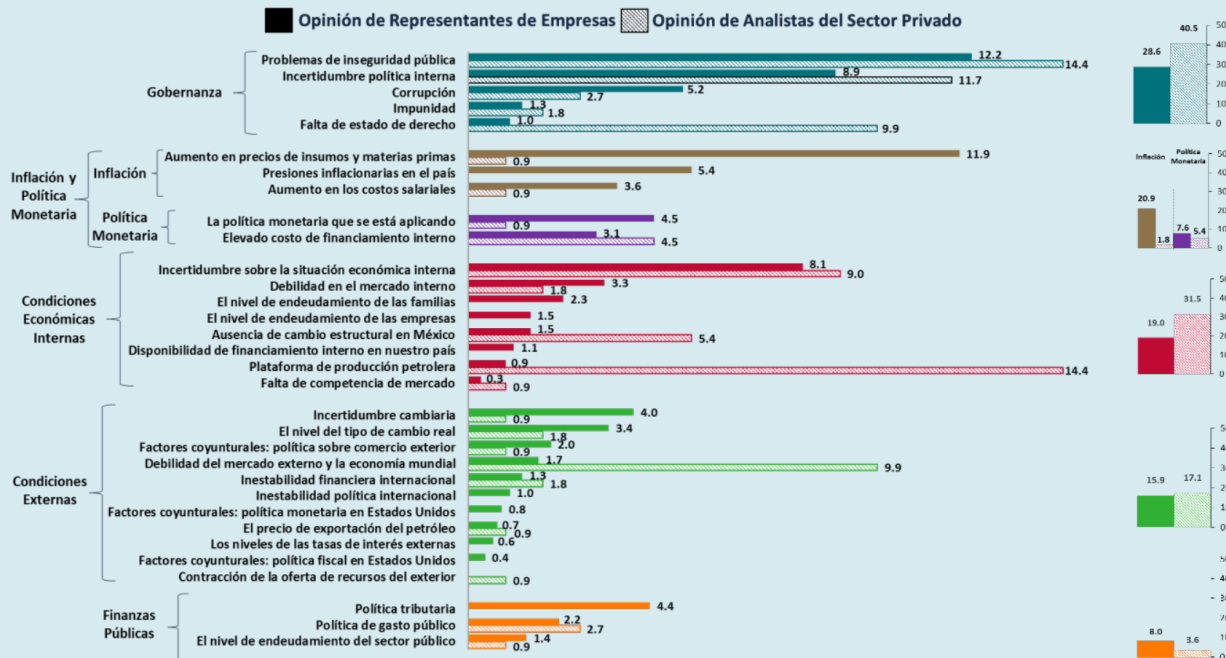
De manera recurrente, el Banco de México consulta a representantes de empresas y a analistas económicos sobre los tres principales factores que, en su opinión, podrían obstaculizar el crecimiento económico de México en los próximos seis meses. La recopilación de la información entre los representantes de empresas y los analistas se realiza, respectivamente, mediante la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional (EMAER) y la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. Los factores se clasifican en 5 grandes grupos: i) gobernanza; ii) inflación y política monetaria; iii) condiciones económicas internas; iv) condiciones externas; y v) finanzas públicas.

De acuerdo a la información de marzo de 2019, los factores que podrían limitar el crecimiento económico que recibieron un mayor porcentaje de menciones por parte de las fuentes consultadas en ambas encuestas son aquellos relacionados con la gobernanza (Gráfica 1). Al interior de este grupo, los problemas de inseguridad pública fueron mencionados con mayor frecuencia tanto entre representantes de empresas como entre analistas, seguido de la incertidumbre política

interna. Además, desde una perspectiva de mayor plazo, los problemas relacionados con la gobernanza han venido tomando mayor preponderancia tanto para analistas como empresarios, lo cual se puede corroborar en los mapas de calor que se muestran en las Gráficas 2 y 3, donde una mayor intensidad en color rojo representa un porcentaje de menciones más elevado, así como en la evolución de los porcentajes de respuesta que se presentan en las Gráficas 4a y 4b.

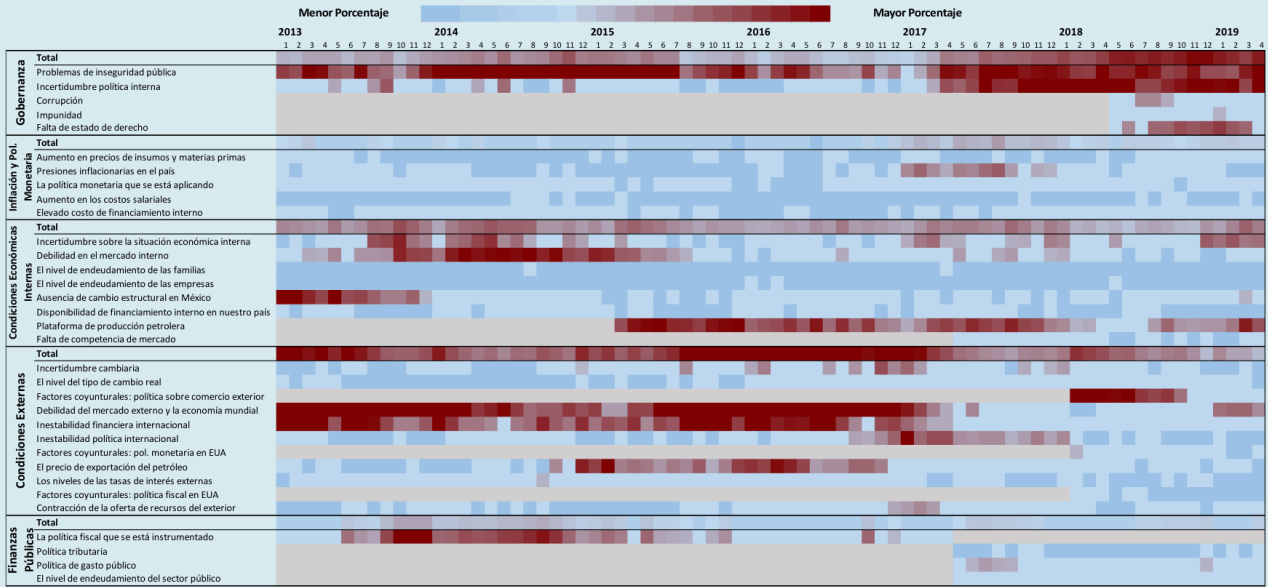
Una proporción importante de representantes de empresas señaló el aumento en precios de insumos y materias primas como uno de los principales factores que podrían obstaculizar el crecimiento, lo que influye en que el nivel del agregado del grupo de factores relacionados a la inflación sea el segundo en preocupación para este grupo de encuestados. Por su parte, los analistas económicos destacaron, en segundo lugar, los factores vinculados con las condiciones económicas internas, lo cual asociaron, con mayor frecuencia, a la plataforma de producción petrolera.

Gráfica 1
Distribución Porcentual de Respuestas de Analistas y Representantes de Empresas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses ^{1,2/}
Cifras en por ciento a marzo de 2019



1/ Respuestas de la EMAER asociadas a la pregunta: ¿cuáles considera usted que serán los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica en su entidad federativa durante los próximos seis meses?
2/ Respuestas de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado asociadas a la pregunta: ¿durante los próximos seis meses, cuáles serían los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica?

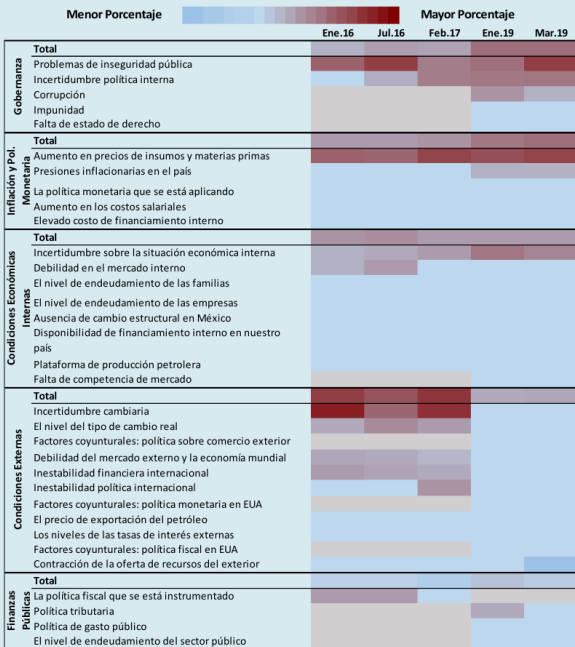
Gráfica 2¹
Distribución Porcentual de Respuestas de Analistas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses */



*/ Respuestas de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado asociadas a la pregunta: ¿durante los próximos seis meses, cuáles serían los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica?

Nota: Una celda gris indica que, para esa fecha, no se consideraba el factor correspondiente en la encuesta.

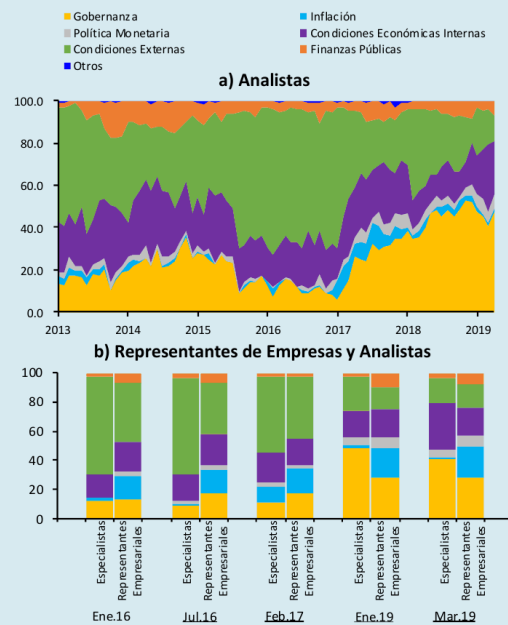
Gráfica 3¹
Distribución Porcentual de Respuestas de Representantes de Empresas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses */



*/ Respuestas de la EMAER asociadas a la pregunta: ¿cuáles considera usted que serán los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica en su entidad federativa durante los próximos seis meses?

Nota: Una celda gris indica que, para esa fecha, no se consideraba el factor correspondiente en la encuesta.

Gráfica 4
Distribución Porcentual de Respuestas de Analistas y Representantes de Empresas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses 1,2/



1/ Respuestas de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado asociadas a la pregunta: ¿durante los próximos seis meses, cuáles serían los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica?

2/ Respuestas de la EMAER asociadas a la pregunta: ¿cuáles considera usted que serán los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica en su entidad federativa durante los próximos seis meses?

¹ La escala de tonalidades representa un porcentaje de respuestas distinto para el caso de los totales agregados que para sus componentes, pues para ambos casos se utilizó el rojo más intenso para representar el percentil 95 de los porcentajes de respuestas observados de cada conjunto (factores individuales o totales), donde, por construcción, los totales capturan un número mayor de respuestas que los componentes.

Si bien es importante tomar en consideración todos los factores que podrían afectar al crecimiento del país, estos instrumentos de captación de la opinión de analistas y representantes de empresas son de utilidad para comprender, en la coyuntura, cuáles son los que consideran más apremiantes. En los levantamientos más recientes existe consenso en la preocupación por el estado de la gobernanza en

el país como obstáculo para el crecimiento. De fortalecerse el estado de derecho, de modo que se aplique la ley sin distinciones, que se garantice la certeza jurídica y el cumplimiento de contratos y que se combata la corrupción, la impunidad y la inseguridad, se estaría propiciando un entorno de mayor confianza y certidumbre que permitiría impulsar el crecimiento en beneficio de la población.

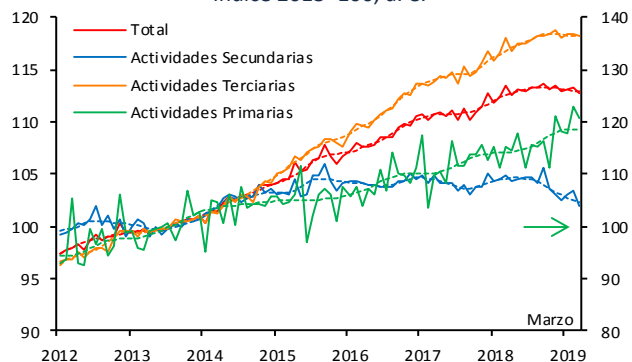
El retroceso de la actividad económica en el primer trimestre de 2019 fue reflejo de la contracción tanto de las actividades secundarias, como de las terciarias, acentuándose así el débil desempeño que la producción industrial ha venido exhibiendo por varios años e interrumpiendo el dinamismo que los servicios mostraron durante 2018. En contraste, las actividades primarias presentaron una expansión con respecto al trimestre anterior (Gráficas 23 y 24a). En particular:

- i. Al interior de las actividades secundarias, las manufacturas siguieron presentando atonía (Gráfica 24b). En efecto, tanto el rubro de equipo de transporte, como el resto de las manufacturas continuaron exhibiendo un desempeño desfavorable, lo que es congruente con la desaceleración de las exportaciones manufactureras. A la debilidad de las manufacturas sin equipo de transporte en el trimestre de referencia contribuyeron, principalmente, la industria química, la fabricación de productos metálicos y productos a base de minerales no metálicos. En contraste, se observó una recuperación en la industria de alimentos, bebidas y tabaco y en la de fabricación de equipo de computación y accesorios electrónicos.
- ii. El gasto en construcción mantuvo la tendencia negativa observada durante la mayor parte de 2018. Ello como reflejo de las trayectorias a la baja de los subsectores de obras de ingeniería civil y de trabajos especializados, así como de la atonía del rubro de edificación (Gráfica 24c).
- iii. En el periodo que se reporta, persistió la trayectoria a la baja tanto de la minería en general, como de la plataforma de producción petrolera en particular. Respecto del rubro de minerales metálicos y no metálicos, este se ubicó en niveles similares a los registrados a finales de

2018, en tanto que los servicios relacionados con la minería continuaron exhibiendo una tendencia decreciente (Gráficas 24d y 24e).

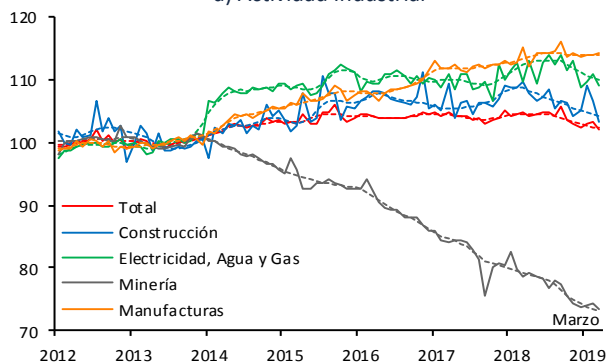
- iv. Por su parte, la desaceleración de las actividades terciarias en el primer trimestre del año en curso puede asociarse con cierta debilidad de la demanda interna, así como con los efectos de algunos factores transitorios. En particular, en el lapso enero - marzo de 2019 se registró un desempeño desfavorable en el comercio al por mayor y en diversos servicios más relacionados con el consumo –tales como los de esparcimiento; los de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; y los de transporte e información en medios masivos–, el cual podría haber estado influido por los problemas de desabasto de combustible en algunos estados del país y los bloqueos a las vías férreas en Michoacán. En contraste, los rubros de servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; de comercio al por menor; y de servicios financieros e inmobiliarios tuvieron contribuciones positivas, luego de haber registrado contracciones al cierre de 2018 (Gráfica 25).
- v. Finalmente, las actividades primarias presentaron una importante expansión en el primer trimestre de 2019 como resultado, en parte, de una mayor superficie sembrada para el ciclo otoño - invierno, de un incremento en la superficie cosechada para el ciclo primavera - verano, así como de una mayor producción de algunos cultivos como frijol, maíz en grano, chile verde, caña de azúcar, sorgo en grano y fresa.

Gráfica 23
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2013=100, a. e.

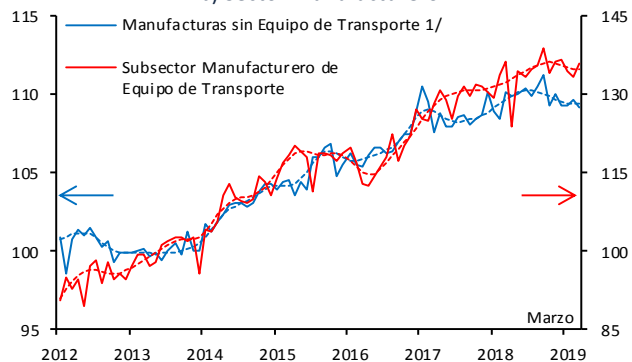


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

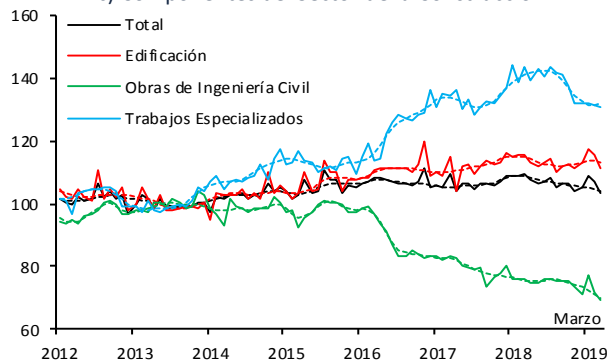
Gráfica 24
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.
a) Actividad Industrial



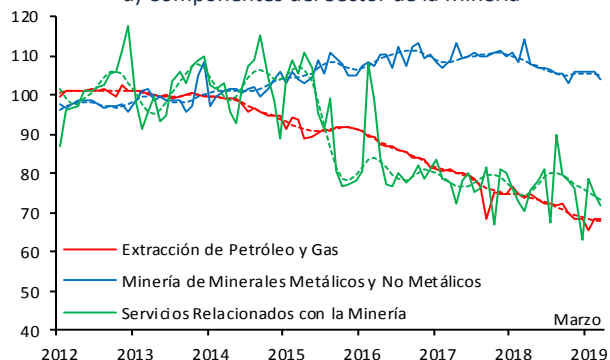
b) Sector Manufacturero



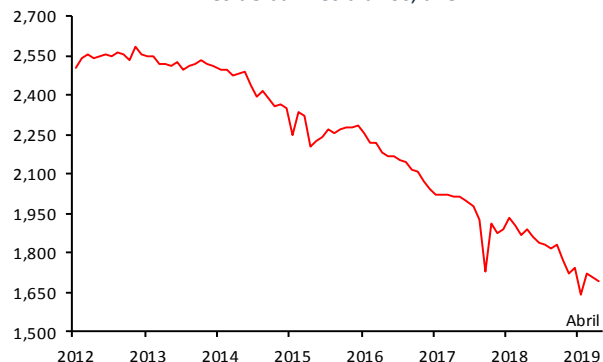
c) Componentes del Sector de la Construcción



d) Componentes del Sector de la Minería



e) Plataforma de Producción Petrolera^{2/}
Miles de barriles diarios, a. e.



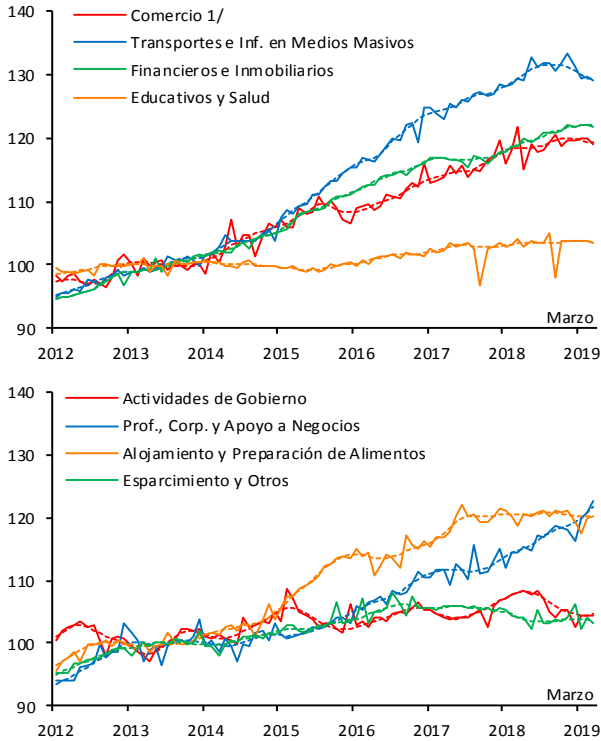
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Elaboración y desestacionalización del Banco de México.

2/ Elaboración y desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

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

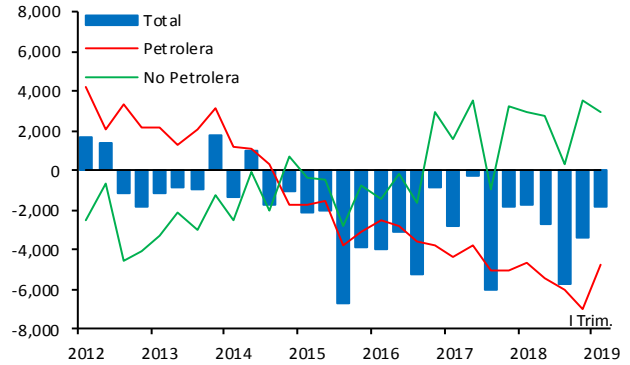
Gráfica 25
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.



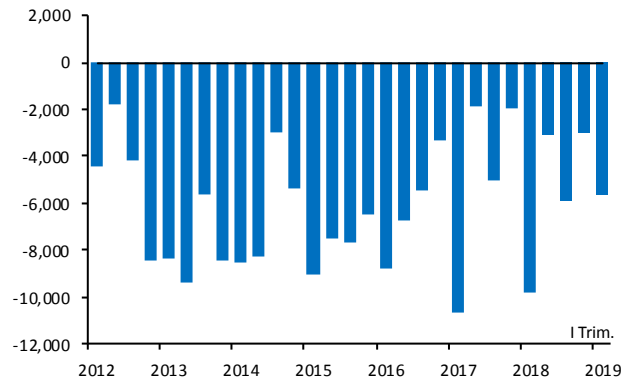
1/ Incluye comercio al por menor y al por mayor.
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con relación a las cuentas externas del país, en un entorno internacional complejo en el que persisten los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial y un escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, en el primer trimestre del año en curso el déficit de la cuenta corriente fue inferior al reportado en el mismo lapso de 2018, al pasar de 3.2 a 1.8 como porcentaje del PIB (Gráficas 26b y 26c). Esta reducción anual del déficit de la cuenta corriente en el primer trimestre de 2019 fue reflejo, principalmente, de disminuciones de los déficits de la balanza de ingreso primario y de la balanza de servicios, así como de un mayor superávit de la cuenta de ingreso secundario, esto último asociado con ingresos por remesas que continúan ubicándose en niveles históricamente altos. Por su parte, el déficit de la balanza comercial en el primer trimestre de 2019 fue similar al observado en igual periodo de 2018 (Gráfica 26a).

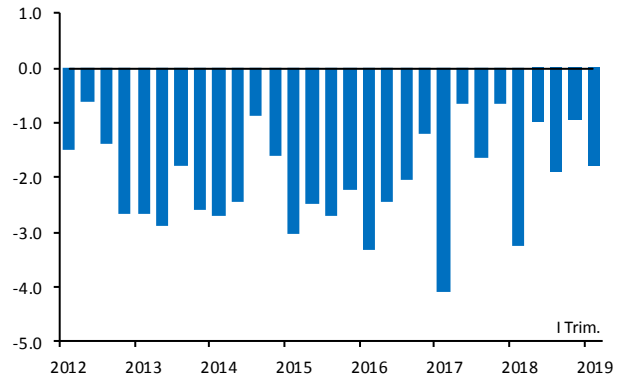
Gráfica 26
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
a) Balanza Comercial
Millones de dólares



b) Cuenta Corriente
Millones de dólares



c) Cuenta Corriente
Proporción del PIB



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

2.2.2. Mercado Laboral

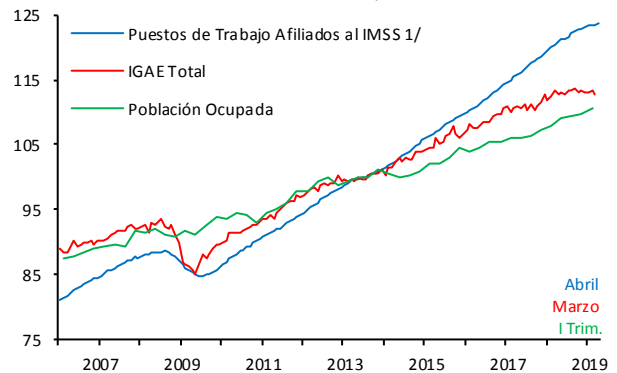
Se estima que las condiciones del mercado laboral hayan mostrado cierto relajamiento en el primer trimestre de 2019 (Gráficas 27 y 28), como reflejo tanto de la fase cíclica de la economía, como de los efectos de los aumentos en el salario mínimo y en los salarios medios reales sobre el empleo y la informalidad. En particular, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, se ubicaron por encima de los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2018. Asimismo, se continuó observando una desaceleración en el ritmo de crecimiento del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS. En particular, en marzo de 2019 se reportó la primera caída mensual de dicho indicador con datos desestacionalizados desde 2009, si bien en abril volvió a mostrar un ligero avance. Adicionalmente, en un contexto de aumentos regionalmente diferenciados al salario mínimo, la evolución de los empleos registrados en el IMSS también ha presentado una diferenciación regional, exhibiendo un menor dinamismo en la zona fronteriza, donde el aumento del salario mínimo fue de mayor magnitud. Lo anterior se presentó en un contexto en el que se observó una mayor tasa de participación laboral, particularmente de las mujeres, y mayores tasas de informalidad. En efecto, tanto la tasa de informalidad laboral, como la tasa de ocupación en el sector informal, mostraron una incipiente trayectoria al alza en el periodo que se reporta.⁵

Cabe señalar que, como se describe en el Recuadro 4, recientemente se aprobó una reforma laboral que en adelante se espera tenga efectos sobre el comportamiento del mercado laboral.

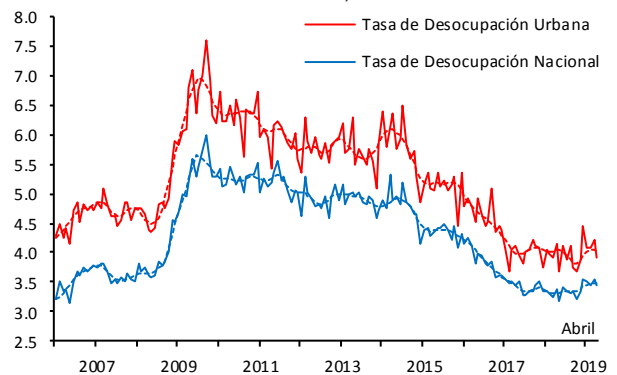
Gráfica 27

Indicadores del Mercado Laboral

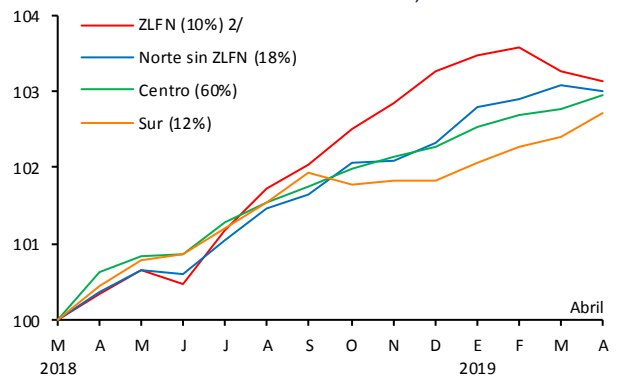
a) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



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

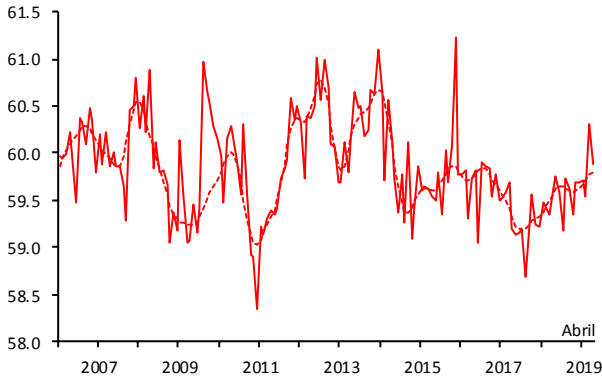


c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS por Región
Índice Marzo 2018 = 100, a. e.

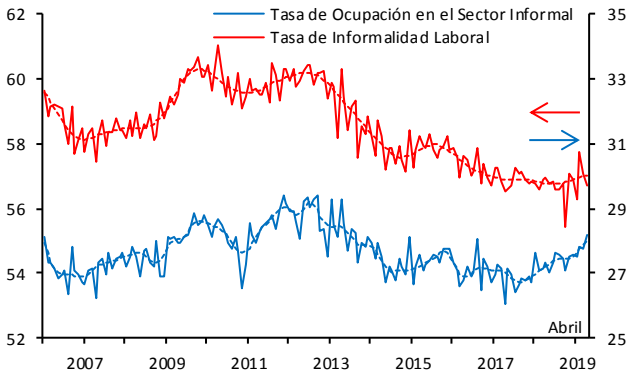


⁵ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral, se miden con base en los resultados de la ENOE, la cual comenzó a levantarse en 2005.

d) Tasa de Participación Laboral Nacional ^{3/}
Por ciento, a. e.



e) Ocupación en el Sector Informal ^{4/}
e Informalidad Laboral ^{5/}
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/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

2/ Los números entre paréntesis indican la participación de cada región en el total de puestos de trabajo afiliados al IMSS en abril de 2019. ZLFN se refiere a la Zona Libre de la Frontera Norte.

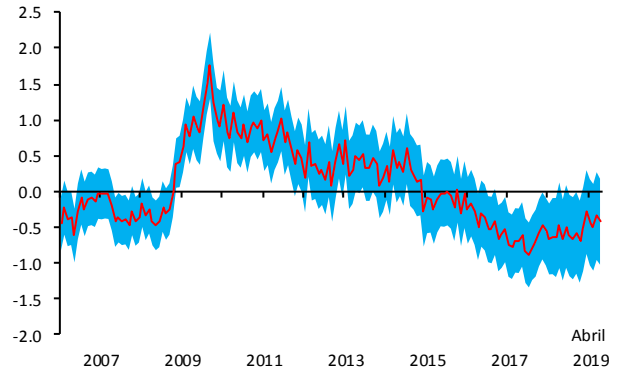
3/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

4/ 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.

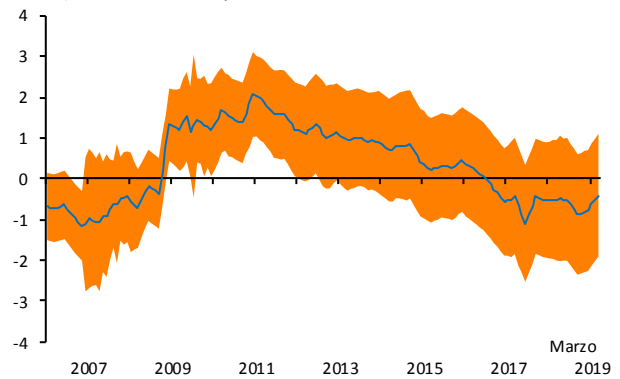
5/ Incluye a los trabajadores que, se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

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

Gráfica 28
Estimación de la Brecha de Desempleo ^{1/}
Por ciento, a. e.
a) Tasa de Desempleo



b) Tasa de Desempleo más la de Informales Asalariados



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: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE (INEGI).

Recuadro 4. Consideraciones sobre la Reforma Laboral de 2019

1. Introducción

El 1 de mayo de 2019, se publicó en el Diario Oficial de la Federación (DOF) el decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones en materia de justicia laboral, libertad sindical y negociación colectiva. Las leyes que se reformaron son la Ley Federal del Trabajo, la Ley Orgánica del Poder Judicial de la Federación, la Ley Federal de la Defensoría Pública, la Ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores y la Ley del Seguro Social.

La Reforma Laboral, en primera instancia, busca mayor libertad y democracia para los trabajadores en la elección de sus representantes sindicales, al tiempo que aumenta la transparencia y la rendición de cuentas de los sindicatos. Al fortalecer los procesos de negociación colectiva, se fomentará el desvanecimiento de los contratos de protección patronal, representando así una oportunidad de incrementar el bienestar de los trabajadores.

En segundo lugar, la Reforma procura hacer más expedito el sistema de impartición de justicia laboral, creando tribunales dependientes del Poder Judicial y favoreciendo la conciliación. Estas modificaciones, de implementarse adecuadamente, favorecerían la flexibilidad laboral, facilitando que el trabajo se asigne a sus usos más productivos.

En tercer lugar, establece regulaciones para prevenir cualquier tipo de discriminación en el trabajo; y, en cuarta instancia, se regulan los derechos de los trabajadores del campo y de los trabajadores de hogar.

A continuación se presentan algunos antecedentes de la Reforma Laboral y, posteriormente, se describen los principales puntos de la Reforma.

2. Antecedentes

Con este decreto se aprueba la legislación secundaria derivada de la Reforma Constitucional de 2017, y se da cumplimiento a los compromisos adquiridos por México en el Convenio 98 de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), en el capítulo 23 del nuevo tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC), y en el Tratado Integral y Progresista de la Asociación Transpacífico (CPTPP, por sus siglas en inglés).

- **Reforma Constitucional de 2017.** En febrero de 2017, se reformaron los artículos 107 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, a fin de sentar las bases para modernizar el sistema de justicia laboral del país, y para transformar el régimen sindical y de negociación colectiva. Con esta reforma constitucional se buscó cumplir con los compromisos adquiridos por México tanto en el marco de la negociación del CPTPP, como ante el Comité de Libertad Sindical de la OIT.

- **Convenio 98 de la OIT.** En septiembre de 2018, la Cámara de Senadores ratificó el Convenio 98 de la OIT, el cual trata sobre la aplicación de los principios del derecho de sindicación y de negociación colectiva. Este convenio fue adoptado por el Estado Mexicano en 1949.
- **T-MEC y CPTPP.** En noviembre de 2018 se firmó el T-MEC, el cual está en proceso de ser ratificado por los legisladores de los países involucrados. Como parte del Tratado, se incluyó un capítulo laboral, tomando como referencia el capítulo laboral del CPTPP. En dicho capítulo se impone el compromiso de reformar leyes secundarias mexicanas que permitan el cumplimiento de diversas obligaciones, entre las que se encuentran cumplir con el Convenio 98 de la OIT, adoptar derechos fundamentales reconocidos por este organismo, y fortalecer la justicia laboral en el país.

3. Contenido de la Reforma

La Reforma considera modificaciones relativas a los derechos, transparencia y rendición de cuentas en materia sindical; a la justicia laboral; a la creación de un organismo descentralizado para la conciliación laboral y el registro sindical; a derechos fundamentales de los trabajadores y perspectiva de género; y a los derechos de trabajadores del hogar y del sector agrícola.

3.1 Libertad Sindical

- Reconoce principios laborales internacionales, como el derecho de pertenecer o no a un sindicato.
- Otorga el derecho a los trabajadores de organizarse en diferentes tipos de sindicatos (gremiales, por empresa, de oficios varios, nacionales, por industria, entre otros).
- Prohíbe cualquier interferencia patronal que atente contra el derecho de los trabajadores a decidir quién debe representarlos en la negociación colectiva.
- Fortalece mecanismos de democracia, transparencia y rendición de cuentas de los sindicatos:
 - ✓ El procedimiento para la elección de las directivas sindicales deberá ser mediante voto personal, libre y secreto de los trabajadores.
 - ✓ Las directivas sindicales deberán rendir cuentas sobre el patrimonio del sindicato, como inmuebles, donaciones, y aportaciones de trabajadores y patrones.
 - ✓ El periodo de duración de las directivas de sindicatos no podrá ser indefinido o de una temporalidad que obstaculice la participación democrática de los afiliados.¹

¹ La Asamblea tendrá la facultad de decidir la duración y número de veces que se pueden reelegir los dirigentes sindicales.

3.2 Justicia Laboral

- Desaparecen las Juntas de Conciliación y Arbitraje para ser sustituidas por Tribunales Laborales, como órganos dependientes del Poder Judicial tanto en el ámbito federal como local.²
- Establece la etapa de conciliación, la cual no podrá exceder 45 días, como requisito prejudicial obligatorio para la solución de conflictos.³ Antes de la reforma, los juicios laborales iniciaban con anterioridad a que las partes llevaran a cabo un proceso de conciliación, el cual era de carácter optativo dentro del mismo juicio.
- Simplifica el procedimiento laboral para que este sea más expedito. Al igual que en el nuevo sistema penal acusatorio, se establecen los principios de oralidad, inmediatez, continuidad, concentración y publicidad, entre otros.

3.3 Creación del Centro Federal de Conciliación y Registro Laboral (CFCyRL) y Registro de los Contratos Colectivos de Trabajo (CCT)

- Establece al CFCyRL como organismo descentralizado de la Administración Pública Federal. Su principal función será la de conciliación laboral, así como el registro de sindicatos y de los CCT, a nivel federal y local.⁴
- Para que el CFCyRL emita un certificado de registro del CCT, será indispensable que el sindicato represente al menos al 30% de los trabajadores y obtenga del CFCyRL la constancia de representatividad, la cual tendrá una vigencia de seis meses a partir de la fecha en que esta sea expedida.
- Los empleados firmarán el CCT con un solo sindicato. En caso de que más de un sindicato aspire a obtener la constancia de representatividad, el CFCyRL organizará elecciones para determinar el sindicato titular de dicha constancia.
- El contenido del CCT será consultado con los trabajadores antes de remitirlo a las autoridades del CFCyRL, y los patrones deberán entregar a todos los empleados una copia del CCT.
- Para emplazar a huelga se deberá presentar el certificado de registro del CCT.

- Todos los CCT deberán revisarse al menos una vez dentro de los 4 años posteriores a la entrada en vigor de la Reforma, de lo contrario se considerarán como terminados.

3.4 Derechos Fundamentales y Perspectiva de Género

- Incorpora la obligación de los patrones de implementar, en acuerdo con los trabajadores, un protocolo para prevenir la discriminación por razones de género; para atender casos de violencia y acoso sexual; así como para erradicar el trabajo forzoso infantil.
- En los casos que se reclame discriminación en el empleo, tales como discriminación por embarazo u orientación sexual, el juez laboral tomará las providencias necesarias para evitar que se cancele el goce de derechos fundamentales, como la seguridad social, en tanto se resuelve el juicio.
- Establece que en los procedimientos de integración de las directivas sindicales se promoverá la igualdad de género.

3.5 Trabajos por Sector y Registro ante el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) y el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit)

- Para los trabajadores agrícolas, establece la obligación del patrón de llevar un padrón especial de trabajadores contratados por estacionalidades, a fin de determinar su antigüedad en el trabajo y calcular sus prestaciones. La Comisión Nacional de los Salarios Mínimos fijará los salarios mínimos profesionales para los trabajadores del campo, y se les deberá garantizar condiciones mínimas de higiene y salubridad.
- Para los trabajadores del hogar, requiere a los patrones la inscripción al IMSS y pagar las cuotas correspondientes.
- Para todos los sectores, prohíbe al patrón registrar a un trabajador con un salario menor al que realmente recibe.

4. Consideraciones

Esta Reforma introduce cambios importantes en el funcionamiento del mercado laboral. En primer lugar, otorga mayor libertad a los trabajadores para la elección de sus representantes sindicales, con procesos más democráticos, lo cual busca mejorar la participación de los trabajadores en la toma de decisiones que impacten sus condiciones generales de trabajo. Asimismo, promueve la transparencia y la rendición de

² Actualmente las Juntas se encuentran adscritas al Poder Ejecutivo y su composición es tripartita, en la que participan representantes de los trabajadores, del patrón y del Estado.

³ Esta etapa es obligatoria salvo en casos de discriminación laboral, trabajo durante el embarazo, beneficios de seguridad social, entre otros.

⁴ El CFCyRL tendrá como titular a un Director General y su Junta de Gobierno estará integrada por el titular de la Secretaría de Trabajo y Previsión Social,

Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Instituto Nacional de Transparencia, Acceso a la Información y Protección de Datos Personales, así como del Instituto Nacional Electoral. El Director del CFCyRL se elegirá de una terna enviada por el Ejecutivo al Senado.

cuentas en materia sindical. Siendo que una parte importante de la Reforma está dirigida a dotar de mayor autonomía, legitimidad y democracia a los sindicatos, la Reforma presenta una oportunidad para incrementar el bienestar de los trabajadores. No obstante, para que la mejoría en las condiciones de trabajo de los trabajadores sea sostenible es necesario que se preserve la viabilidad operativa y de los planes de crecimiento de los centros de trabajo y se generen condiciones propicias para la generación de empleo en el país.

En segundo lugar, la Reforma Laboral modifica el marco institucional mediante el cual se resolverán los conflictos entre los trabajadores y los empresarios. Un marco que promueva la conciliación y haga más expeditos los juicios podría reducir los costos para trabajadores y empresarios, y promover una mayor flexibilidad en el mercado laboral, contribuyendo así a que el factor trabajo se asigne hacia sus usos más productivos. Sin embargo, para llevar a cabo estos cambios institucionales, se requiere de modificaciones en la estructura administrativa y profesional del personal encargado, tanto del nuevo CFCyRL, como de los Tribunales que van a sustituir a las Juntas de Conciliación y Arbitraje. Es decir, estos cambios implican esfuerzos humanos y económicos importantes. Así, su correcta puesta en marcha dependerá, en buena medida, de que se pueda transitar a un nuevo andamiaje administrativo con éxito.

Tercero, la Reforma Laboral prohíbe cualquier tipo de discriminación en los centros de trabajo y establece los procedimientos y las sanciones en caso de que ello ocurra. Lo anterior fomentará un entorno laboral con igualdad de oportunidades para todos. Ello podría incrementar la productividad de los trabajadores ya empleados, así como incentivar la entrada de trabajadores que anteriormente eran excluidos. En particular, el cumplimiento efectivo de estas modificaciones podría incentivar una mayor participación laboral de las mujeres.

En cuarto lugar, la Reforma regula las condiciones laborales de los trabajadores de sectores específicos, como los trabajadores del campo y los trabajadores del hogar. Ello adiciona certidumbre y derechos a estos grupos de trabajadores, como el derecho a la seguridad social.

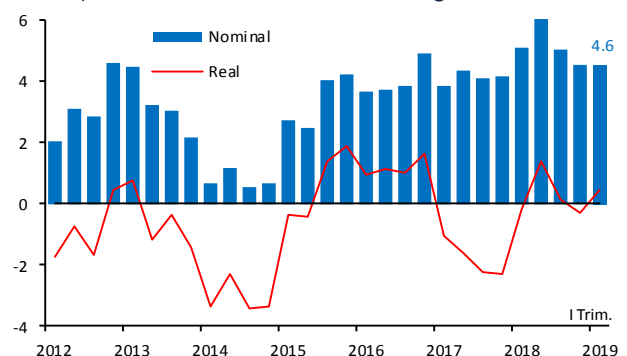
La correcta implementación de la Reforma Laboral tiene un papel central para que estos beneficios sean realizables. De igual forma, será tarea de los trabajadores aprovechar responsablemente la democracia y libertad para la elección de sus representantes sindicales que otorga esta Reforma, buscando legítimamente mejorar sus condiciones laborales, no solo en el corto plazo, sino de manera sostenida.

En el primer trimestre de 2019, los indicadores salariales disponibles presentaron incrementos diferenciados en sus tasas de crecimiento anual (Gráfica 29). En particular, el salario promedio para la economía en su conjunto registró una variación anual de 4.6% en términos nominales, tasa similar a la de 4.5% del trimestre previo. En contraste, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 6.9%, cifra superior a la de 5.7% del trimestre anterior. Este avance fue resultado de un incremento anual promedio de 14.7% para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte y de 6.0% para los que laboran en el resto del país. Lo anterior, aunado al comportamiento de la inflación, dio como resultado un avance en términos reales para ambos indicadores salariales. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el periodo que se reporta fue de 6.0%, tasa mayor a la de 5.3% observada en el mismo periodo de 2018, destacando las revisiones de 6.3% en promedio correspondientes a empresas privadas.

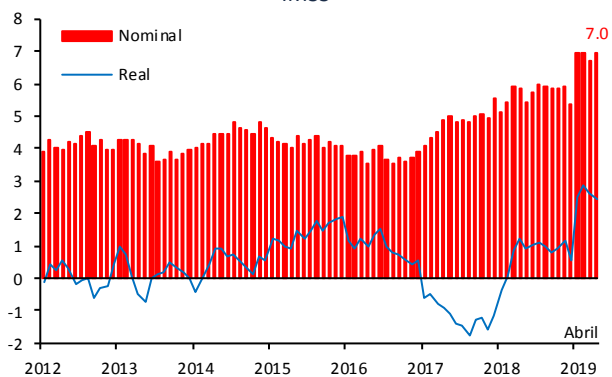
En cuanto a los costos unitarios de la mano de obra en términos reales para la economía en su conjunto,

en el periodo que se reporta estos aumentaron como consecuencia de avances de las remuneraciones reales por arriba del crecimiento de la productividad. Del mismo modo, los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron mostrando una trayectoria creciente (Gráfica 30). Cabe señalar que en la medida en que las revisiones de las remuneraciones rebasen las ganancias en productividad, se podrían generar presiones de costos, aumentando el riesgo de afectaciones en el empleo formal y contribuyendo a que la inflación subyacente se mantenga elevada.

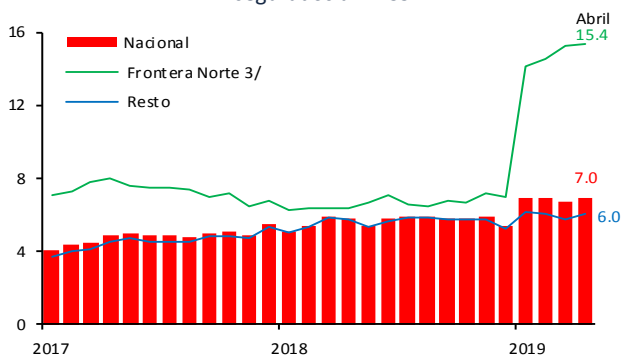
Gráfica 29
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



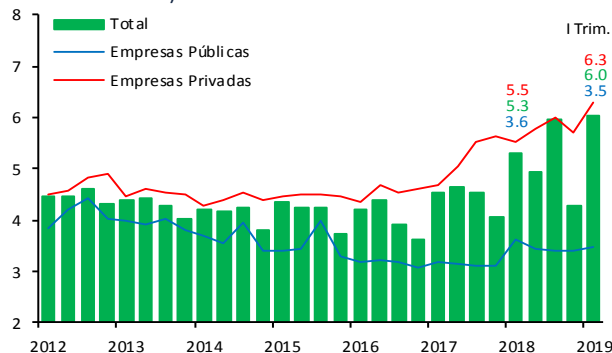
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}



c) Salario Diario Nominal Asociado a los Trabajadores Asegurados al IMSS



d) Salario Contractual Nominal ^{4/}



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

2/ Durante el primer trimestre de 2019 se registraron en promedio 20.3 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

3/ Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

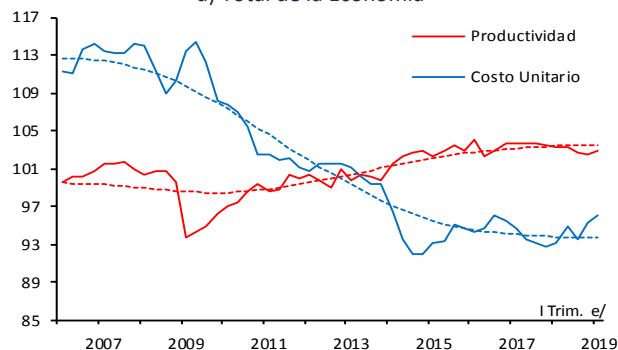
4/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.3 millones.

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

Gráfica 30
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

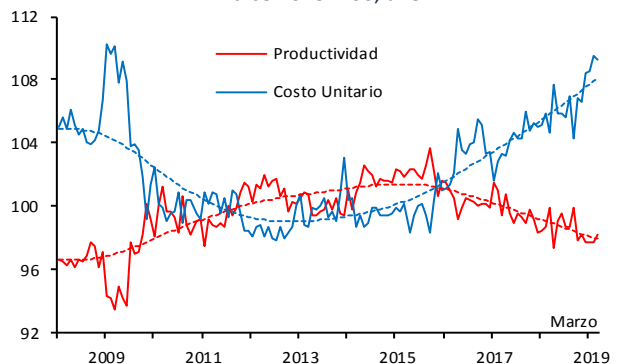
Índice 2013=100, a. e.

a) Total de la Economía ^{1/}



b) Manufacturas ^{1/}

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.

e/ El dato del primer trimestre de 2019 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE, INEGI.

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. Condiciones de Financiamiento de la Economía ⁶

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

En el primer trimestre de 2019, las fuentes de recursos financieros de la economía mostraron una incipiente recuperación respecto al cierre de 2018, si bien sus niveles continuaron siendo relativamente bajos respecto al promedio de 2015 y 2017. En efecto, el flujo anual de las fuentes de recursos financieros fue de 5.3% del PIB al primer trimestre de 2019, lo que se compara con un flujo de 5.1% del PIB

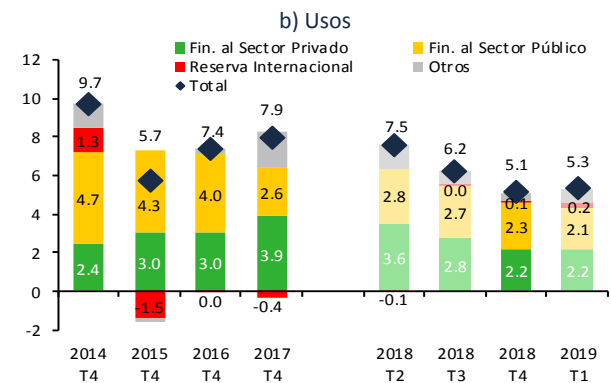
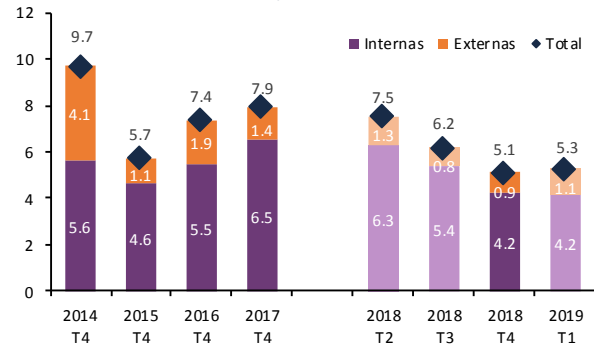
base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

⁶ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

en el trimestre anterior y un flujo promedio de 7.0% del PIB entre 2015 y 2017. Esta recuperación fue resultado principalmente de un aumento en las fuentes externas y un incremento en las fuentes internas no monetarias (Cuadro 1). En particular:

- i. Al primer trimestre de 2019, las fuentes externas de recursos registraron un flujo anual de 1.1% del PIB, cifra ligeramente superior a la observada al cierre de 2018, la cual fue de 0.9% del PIB (Gráfica 31). Ello se explica principalmente por una mayor inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes durante el primer trimestre del año, sobre todo en instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo. No obstante este ligero incremento en términos de flujo anual, las fuentes externas aún presentan una variación real anual negativa al primer trimestre de 2019, lo cual refleja la mayor restricción de financiamiento externo que ha enfrentado el país a partir de 2014 y que se ha mencionado en informes anteriores (Gráfica 32).
- ii. Por su parte, las fuentes internas de recursos financieros —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— continuaron expandiéndose a un ritmo inferior a lo observado en años recientes (Gráfica 31). Así, el flujo anual de las fuentes internas fue de 4.2% del PIB al primer trimestre de 2019, cifra similar a la del trimestre anterior y que se compara con un flujo de 5.5% del PIB en promedio entre 2015 y 2017.

Gráfica 31
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB
a) Fuentes



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1. Los rubros de Financiamiento al Sector Público y Otros difieren del Cuadro 1 ya que se excluye el efecto de la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

Fuente: Banco de México.

Cuadro 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2014 T4	2015 T4	2016 T4	2017 T4	2018 T4	2019 T1	2014 T4	2015 T4	2016 T4	2017 T4	2018 T4	2019 T1
	Flujos anuales como porcentaje del PIB						Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	9.7	5.7	7.4	7.9	5.1	5.3	5.5	3.4	3.9	1.2	0.3	1.3
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.6	4.6	5.5	6.5	4.2	4.2	5.1	5.3	5.4	3.6	1.8	2.6
Monetarias ^{2/}	3.2	2.7	3.6	4.2	2.8	2.3	4.1	4.7	5.7	3.8	2.0	1.6
No Monetarias ^{3/}	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	1.9	7.0	6.3	4.9	3.4	1.4	4.3
Fuentes Externas ^{4/}	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	1.1	6.0	0.6	1.5	-2.8	-2.3	-0.8
Total de Usos	9.7	5.7	7.4	7.9	5.1	5.3	5.5	3.4	3.9	1.2	0.3	1.3
Reserva Internacional ^{5/}	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.2	2.1	-9.2	-3.5	-8.5	-3.8	-2.3
Financiamiento al Sector Público	4.7	4.1	2.9	1.1	2.3	2.1	5.8	6.3	2.5	-4.1	0.4	0.8
Público Federal ^{6/}	4.5	4.0	2.8	1.1	2.3	2.1	6.1	6.5	2.7	-4.1	0.6	1.0
Estados y municipios	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-3.6
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	2.4	3.0	3.0	3.9	2.2	2.2	2.1	5.5	4.3	3.1	0.8	1.6
Interno	1.6	3.0	3.1	3.2	2.7	2.6	1.9	9.0	7.6	4.5	4.2	4.7
Externo	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	-0.4	2.6	-2.1	-3.5	-0.7	-8.9	-7.4
Otros conceptos ^{8/}	1.3	0.0	1.5	3.3	0.4	0.7	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB en cada trimestre reportado se refieren a la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de los últimos cuatro trimestres expresados en % del PIB nominal promedio de los mismos últimos cuatro trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos.

1/ Corresponde al agregado de activos financieros internos F1, compuesto por las fuentes internas monetarias (ver nota 2 de este cuadro) y no monetarias (ver nota 3 de este cuadro).

2/ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en 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. El M2, a su vez, está compuesto por instrumentos líquidos (billetes y monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito y popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro y crédito popular y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporte de valores).

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

4/ Incluye los instrumentos monetarios en poder de no residentes (i.e., el agregado MNR, equivalente a la diferencia del M4 menos M3) y otras fuentes externas no monetarias (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; entre otros).

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

6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica 29.

7/ Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, del Infonavit y del Fovissste, así como la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas.

8/ 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

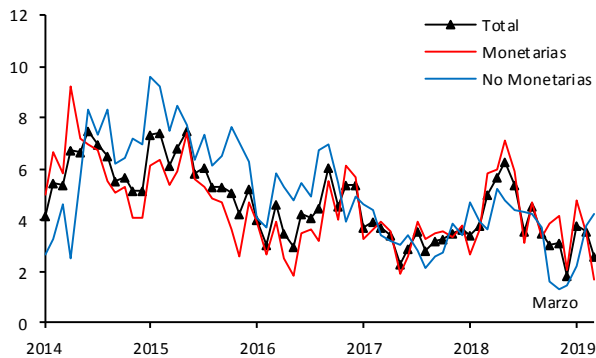
Cabe señalar que se observa cierta heterogeneidad en la dinámica de los componentes de las fuentes internas. Por un lado, las fuentes monetarias continuaron creciendo a un ritmo relativamente bajo, reflejando un flujo anual de 2.3% del PIB, cifra inferior a la observada al cierre de 2018 (2.8% del PIB) y al promedio de 3.5% del PIB registrado entre 2015 y 2017 (Gráfica 32a). Este menor ritmo de expansión se observó principalmente en el componente más líquido (Gráfica 32b), posiblemente como reflejo del mayor costo de oportunidad de mantener activos de bajo o nulo rendimiento, el cual habría sido inducido por el nivel de las tasas de interés de corto plazo asociado a la postura de política monetaria. En contraste, las fuentes no monetarias registraron una recuperación respecto al trimestre anterior (Gráfica 32a). En efecto, el flujo anual de las fuentes no monetarias fue de 1.9% del PIB en el primer trimestre

de 2019, lo cual se compara con una cifra de 1.4% del PIB al cierre de 2018. Ello se explica principalmente por un repunte en el saldo de los fondos de ahorro para el retiro, el cual había registrado una contracción durante el trimestre previo debido a un efecto de valuación adverso.

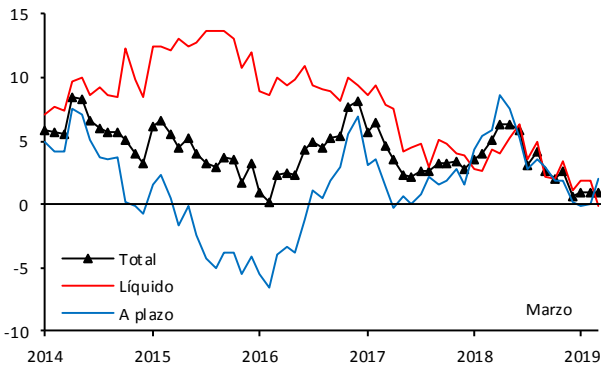
Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, durante el primer trimestre de 2019, el financiamiento al sector público se situó en 2.1% del PIB, cifra que se compara con la observada al cierre de 2018 de 2.3% del PIB. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó en 176.6 miles de millones de dólares (m.m.d.), cifra ligeramente superior a la observada al cierre de 2018 (174.8 m.m.d.). En lo que se refiere al financiamiento total al sector privado no financiero, el flujo anual fue similar al del trimestre previo (2.2% del PIB), ello posterior a

la desaceleración que se registró en el segundo semestre de 2018 (al pasar de 3.6% del PIB en el segundo trimestre a 2.2% en el cuarto trimestre). Destaca que este menor flujo de financiamiento se observa de manera simultánea que la desaceleración de la actividad económica registrada en el cuarto trimestre de 2018 y la contracción en el primero de 2019. A su interior, el financiamiento externo siguió presentando un flujo anual negativo por tercer trimestre consecutivo. No obstante, en marzo y abril hubo una reactivación de la colocación de deuda privada en el mercado internacional, principalmente con fines de refinanciamiento de deuda.

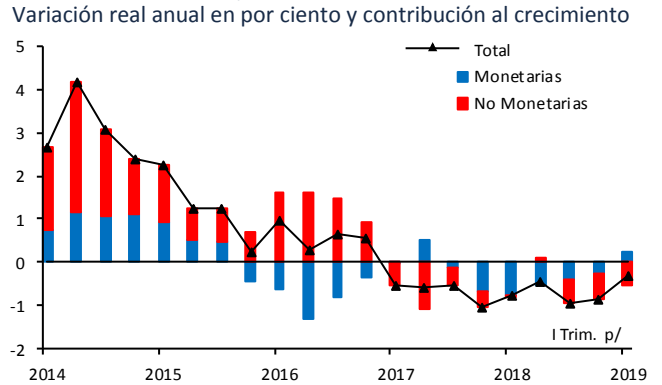
Gráfica 32
Fuentes de Recursos Financieros
a) Fuentes Internas (F1)
Variación real anual en por ciento



b) Agregado Monetario M2
Variación real anual en por ciento



c) Fuentes Externas



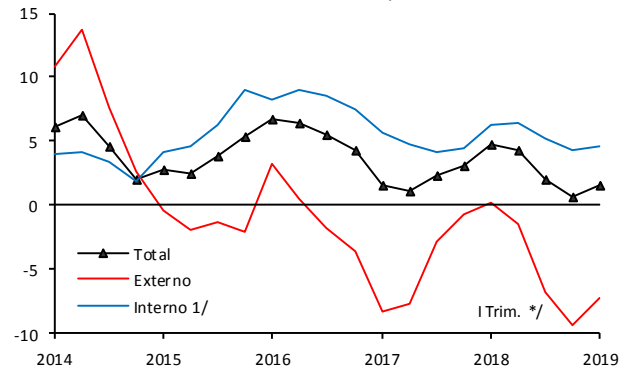
p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1.

Fuente: Banco de México.

De esta forma, el saldo del financiamiento total al sector privado no financiero se expandió a una tasa real anual de 1.6% en el trimestre que se reporta, cifra superior a la del cuarto trimestre de 0.8% (Gráfica 33). La siguiente sección ofrece mayores detalles sobre la evolución del financiamiento a los sectores público y privado.

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



*/ Las cifras del financiamiento externo y total correspondientes al primer trimestre de 2019 son preliminares.

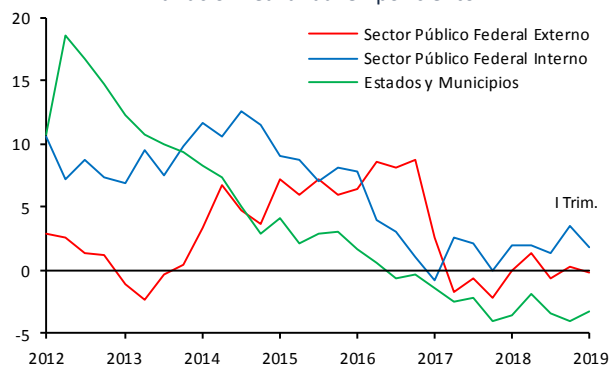
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía ⁷

A partir de 2016 el Gobierno Federal implementó un ajuste a la postura fiscal que redujo los requerimientos de financiamiento al sector público. Ello, en el contexto del bajo ritmo de expansión de las fuentes de recursos de la economía, ha contribuido a mitigar las presiones sobre los mercados de fondos prestables en el país y facilitado que continúe la canalización de recursos financieros al sector privado.⁸ Así, en el primer trimestre de 2019, el financiamiento bruto interno y externo al sector público federal continuaron presentando un bajo ritmo de expansión. En tanto, desde el tercer trimestre de 2016 los estados y municipios han registrado una contracción en su utilización de recursos financieros (Gráfica 34).

Gráfica 34
Financiamiento al Sector Público No Financiero
Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

En cuanto al financiamiento interno al sector privado no financiero, el destinado a las empresas mostró un ritmo de expansión similar al del cierre de 2018. En efecto, en el primer trimestre de 2019 este presentó una tasa real anual de 6.3%, mientras que en el

trimestre previo fue de 6.0% (Gráfica 35). Dicho resultado se explica por el repunte en el crecimiento del crédito bancario a las empresas privadas no financieras, toda vez que se observó una menor emisión de deuda en el mercado interno (Gráficas 36 y 37). Al respecto del crédito bancario, su ritmo de expansión ha sido diferenciado por tamaño de empresas. En efecto, mientras que el financiamiento de la banca comercial a las empresas grandes se ha expandido a tasas reales cercanas a los dos dígitos, aquel destinado a empresas pequeñas y medianas ha crecido a tasas más bajas de alrededor de 2% en términos reales. Lo anterior puede explicarse, de acuerdo a las encuestas que realiza el Banco de México tanto a las empresas como a la banca comercial, por un incremento en la demanda de crédito de las empresas grandes.^{9,10} Ello sería resultado de una mayor necesidad de recursos para reestructuración de pasivos, puesto que la demanda de crédito asociada a la inversión en activos fijos pareciera haberse reducido, lo cual es congruente con la atonía que ha presentado la inversión fija bruta los últimos trimestres. Adicionalmente, como se ha señalado en informes anteriores, las empresas grandes han continuado sustituyendo pasivos externos por internos, como reflejo de condiciones de financiamiento restrictivas en los mercados internacionales (Gráfica 38). En contraste, en el segmento de las empresas pequeñas y medianas, la encuesta realizada a la banca comercial señala que los bancos con mayor participación de mercado reportaron una reducción en la demanda de crédito.

⁷ En esta sección se analiza con mayor detenimiento la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, entendido como el financiamiento bruto que reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero –empresas y hogares–.

⁸ El financiamiento bruto al sector público considera al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios. A diferencia del Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), que es una medida de endeudamiento neto y que además considera pasivos contingentes, esta medida de financiamiento no contempla su tenencia de activos financieros, ni otros pasivos de este sector, tales como los correspondientes al IPAB y Fonadin, las obligaciones de la Ley del ISSSTE, los bonos de pensión de Pemex y CFE, entre otros.

⁹ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa sobre la Evolución Trimestral del Financiamiento a las Empresas durante el trimestre Enero - Marzo de 2019, disponible en la siguiente liga:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/evolucion-trimestral-del-financiamiento-a-las-empr/evolucion-del-financiamiento-.html>

¹⁰ 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 Enero - Marzo de 2019, disponible en la siguiente liga:

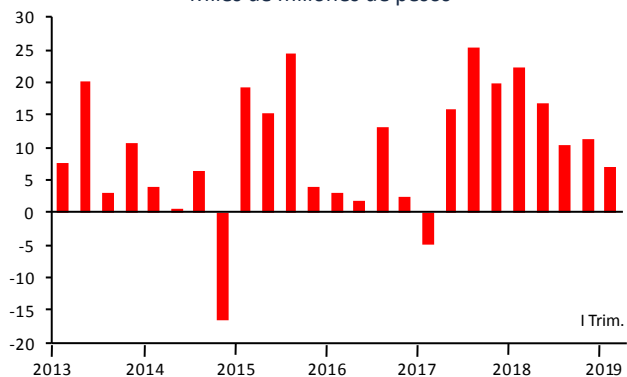
<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/encuesta-sobre-condiciones-generales-y-estandares-/condiciones-en-credito-bancar.html>

Gráfica 35
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras ^{1/}



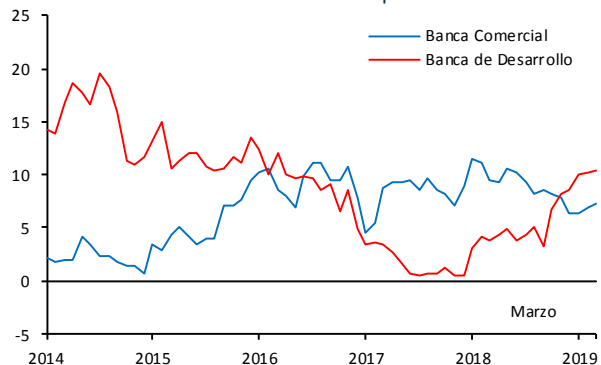
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 36
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras ^{1/}
Miles de millones de pesos



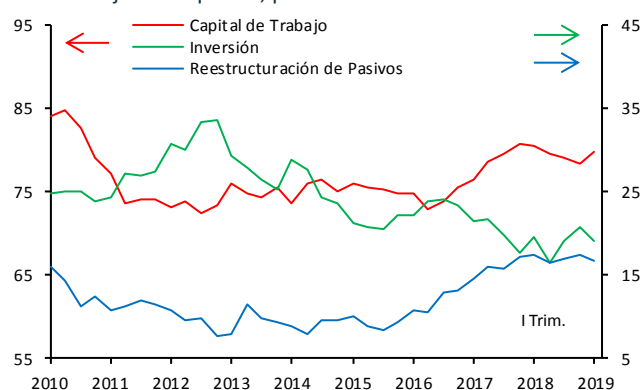
1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 37
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual en por ciento

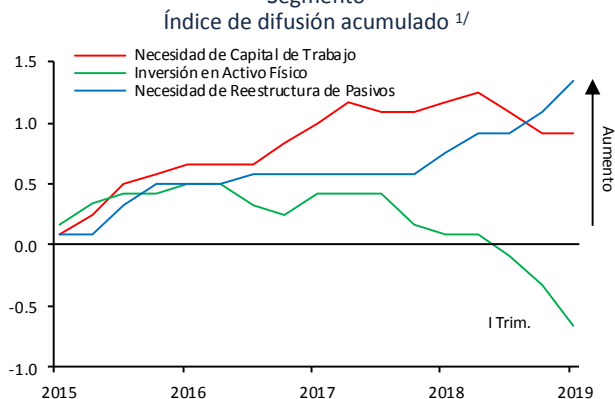


Fuente: Banco de México.

Gráfica 38
Uso de Crédito Bancario por parte de Empresas Grandes
a) Destino Principal del Nuevo Crédito Bancario según Empresas con más de 100 Empleados
Porcentaje de empresas, promedio móvil cuatro trimestres



b) Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento



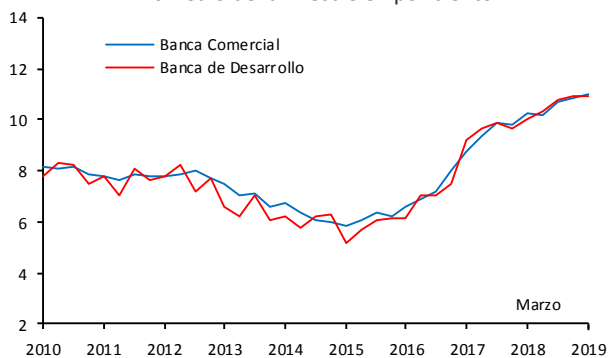
1/ Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.

Fuente: Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio (EECMC) y Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

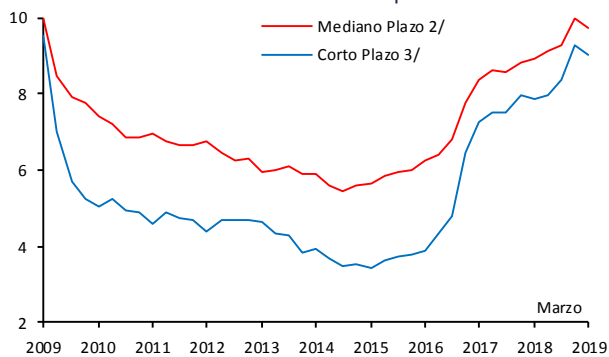
Asimismo, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que hubo un apretamiento de los estándares de otorgamiento de crédito tanto en el segmento de empresas grandes como en el de las pequeñas y medianas.¹¹ No obstante, los costos del financiamiento a las empresas privadas no financieras en el primer trimestre de 2019 no presentaron incrementos significativos con respecto al trimestre previo, si bien permanecieron en niveles elevados (Gráfica 39).

Gráfica 39
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras

a) Tasa de Interés Anual de Nuevos Créditos ^{1/}
Promedio del trimestre en por ciento



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



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

2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de colocaciones de deuda con plazo mayor a un año al cierre del mes.

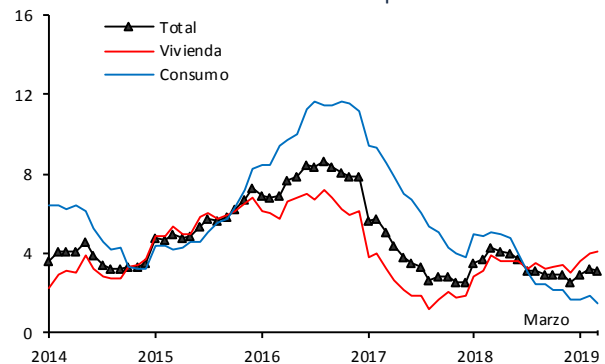
3/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada con plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, el saldo del crédito a los hogares continuó presentando un crecimiento moderado, si bien en marzo su variación real anual de 3.1% fue

mayor a la de diciembre de 2018 de 2.5%. A su interior, se observa cierta heterogeneidad. Por un lado, la cartera de crédito a la vivienda presentó un repunte en su crecimiento, al registrar una variación real anual de 4.1% en el primer trimestre de 2019 que se compara con de la 3.0% observada en el trimestre previo. Por otro lado, el crédito al consumo continuó reduciendo su ritmo de expansión, que pasó de 1.6% en el cuarto trimestre de 2018 a 1.4% en el primer trimestre de 2019. Ello en un entorno caracterizado por cierta desaceleración del consumo privado observado en los últimos dos trimestres (Gráfica 40).

Gráfica 40
Crédito Total a los Hogares ^{1/}
Variación real anual en por ciento



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

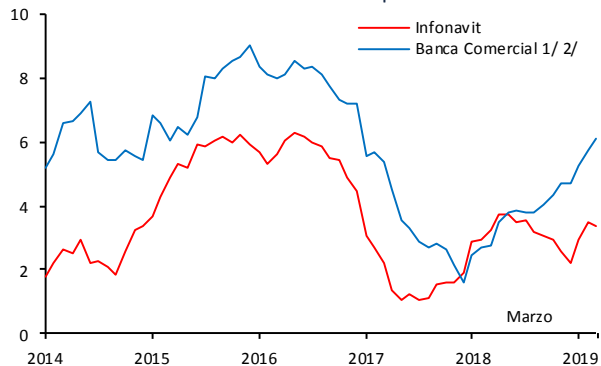
Fuente: Banco de México.

A su interior, en el trimestre de referencia el crédito hipotecario otorgado por el Infonavit parece haber revertido la pérdida de dinamismo que registró en el segundo semestre de 2018. Por su parte, la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo la recuperación en su ritmo de expansión que ha presentado desde 2018 (Gráfica 41). Esto último podría estar explicado, de acuerdo con la encuesta a bancos, por una mayor demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del segundo trimestre de 2018. Lo anterior en un entorno en el que las tasas de interés de los nuevos créditos de la banca comercial para la adquisición de vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017. Cabe señalar que en este resultado la política monetaria ha desempeñado un papel importante, al

¹¹ El grupo de bancos con mayor participación de mercado representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente.

contener las primas de riesgo que inciden en las tasas de interés de largo plazo (Gráfica 42).

Gráfica 41
Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento

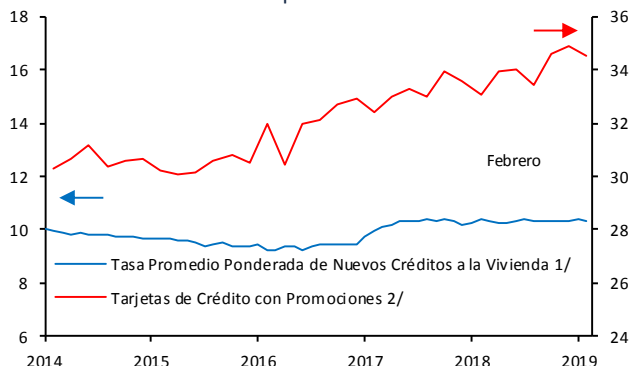


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 42
Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
En por ciento



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

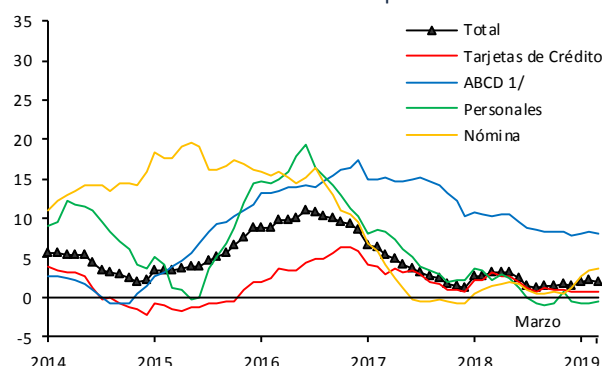
Fuente: Banco de México.

En contraste, el crédito de la banca comercial al consumo mantuvo un bajo ritmo de expansión (Gráfica 43). A este respecto, en el primer trimestre de 2019 de acuerdo con la encuesta a bancos, aquellos con mayor participación en el segmento de crédito al consumo señalaron, en general, la

presencia de cierta debilidad en la demanda y que las condiciones de otorgamiento de crédito continúan siendo apretadas. Las tasas de interés de los créditos al consumo se encuentran en niveles similares a los observados en 2017, mientras que aquellas asociadas a las tarjetas de crédito mostraron un movimiento lateral posterior a los incrementos registrados a partir de finales de 2017 (Gráfica 42).

En suma, a pesar de la incipiente mejoría en el ritmo de expansión de las fuentes de recursos financieros observada en el trimestre que se reporta, el nivel de estas fuentes continúa siendo menor respecto a años previos. En efecto, si bien esta mejoría es consistente con el desempeño más favorable registrado en los mercados financieros nacionales en el último trimestre, el cual puede explicarse en parte por una disminución en la percepción de la prima de riesgo país y de una mejora en las condiciones financieras externas, hacia adelante persisten riesgos de que las fuentes de recursos financieros continúen siendo limitadas.

Gráfica 43
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
Variación real anual en por ciento



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

Fuente: Banco de México.

2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F)¹²

En el primer trimestre de 2019 los activos financieros internos —medidos por el agregado F— registraron un crecimiento anual en términos reales ligeramente negativo, de -0.1%. Ello se compara con la contracción registrada al cierre de 2018 de -3.2%

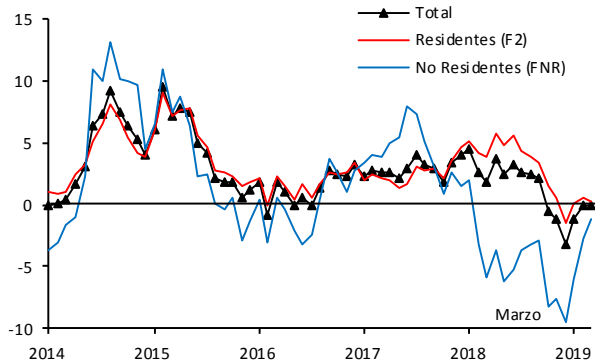
¹² El agregado F representa la medida más amplia de los instrumentos financieros emitidos en México en poder de los sectores tenedores de dinero en sentido amplio. Para mayor información sobre el cálculo de este indicador y otros relacionados, se sugiere consultar la nota metodológica

“Redefinición de los agregados monetarios y medición de los activos financieros internos”, disponible en la siguiente liga:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/agregados-monetarios-y-actividad-financiera/metodologia/%7BBBC0BC472-BB40-A80B-5BAA-0BC43DF162E2%7D.pdf>.

(Gráfica 44). La menor contracción refleja en parte un efecto valuación positivo durante el trimestre de referencia, consecuencia a su vez del desempeño favorable en los precios de los activos financieros en México durante el periodo. A su interior, los activos financieros en poder de residentes —medidos en el agregado F2— registraron un crecimiento real anual de 0.2% en el trimestre de referencia, lo cual se compara con una contracción observada al cierre de 2018 (-1.6%). Por su parte, los activos financieros internos en poder de no residentes —medidos en el agregado FNR— registraron una contracción de -1.2% real anual durante el primer trimestre de 2019, una reducción de menor magnitud a la observada al cierre de 2018 (-9.6%).

Gráfica 44
Activos Financieros Internos (F)
Variación real anual en por ciento



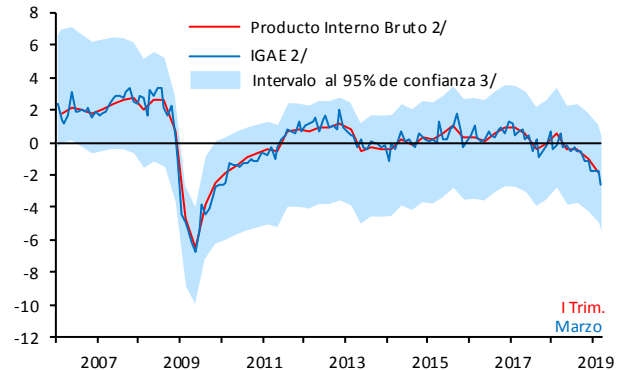
Fuente: Banco de México.

2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

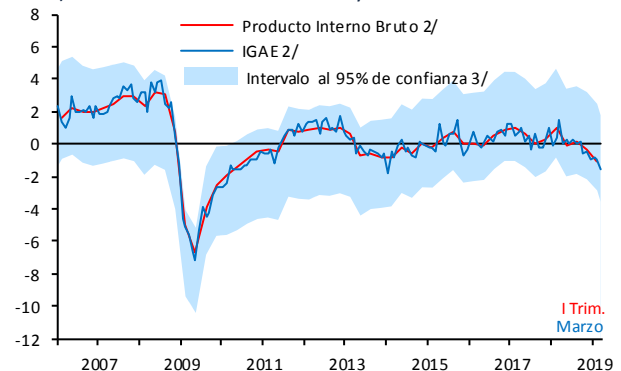
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura exhibieron un relajamiento hacia finales de 2018 y en el primer trimestre de 2019 (Gráficas 45 y 46). En particular, para el periodo que se reporta las estimaciones de la brecha del producto, tanto la total, como la que excluye el sector petrolero, mostraron niveles inferiores a los observados en trimestres previos. Por su parte, con información a febrero de 2019, el indicador mensual de holgura presentó un nivel ligeramente inferior al observado hacia finales de 2018. Por agrupación de indicadores de holgura, los relacionados con el consumo y el mercado de fondos prestables presentaron un mayor relajamiento, en

tanto que el indicador asociado con el mercado laboral mostró una estrechez similar a la registrada en diciembre del año pasado (Gráfica 47).¹³

Gráfica 45
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentaje del producto potencial, a. e.
a) Producto Interno Bruto



b) Producto Interno Bruto Excluyendo Sector Petrolero



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

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

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2019 y del IGAE a marzo de 2019.

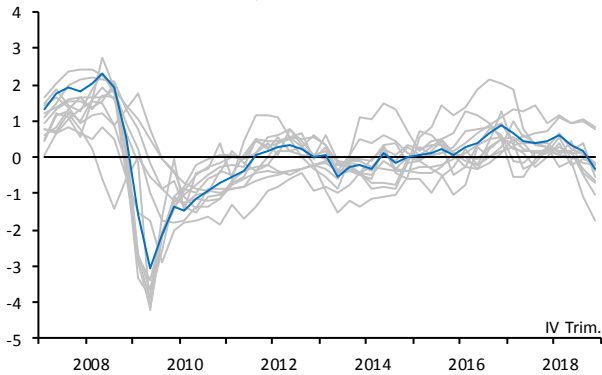
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

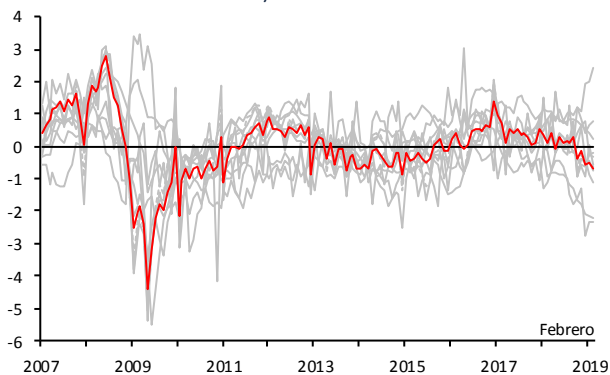
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

¹³ Ver Banco de México (2017). “Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias”, en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017, pp. 47-49.

Gráfica 46
Primer Componente Principal por Frecuencia de Indicadores 1/
 Por ciento
 a) Trimestrales



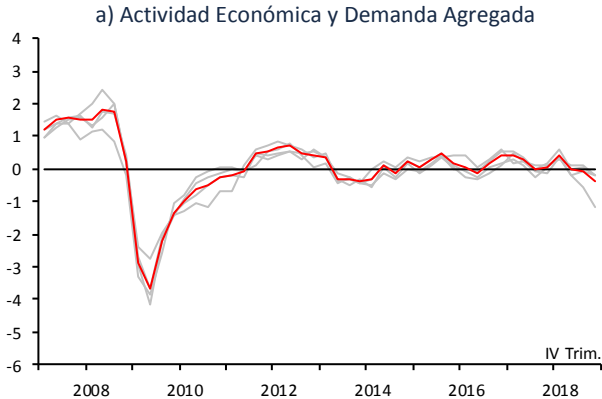
b) Mensuales



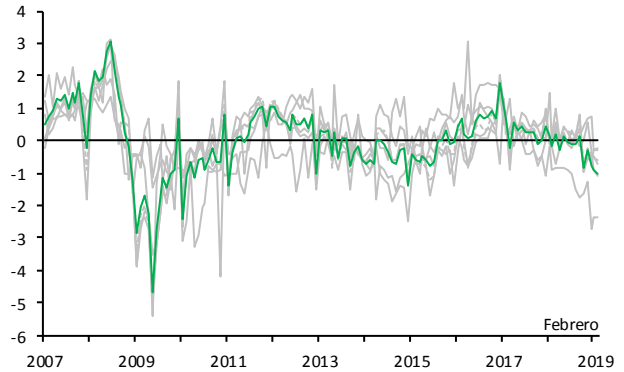
1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. El primer componente representa 50.6 y 58.2% 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 Banco de México.

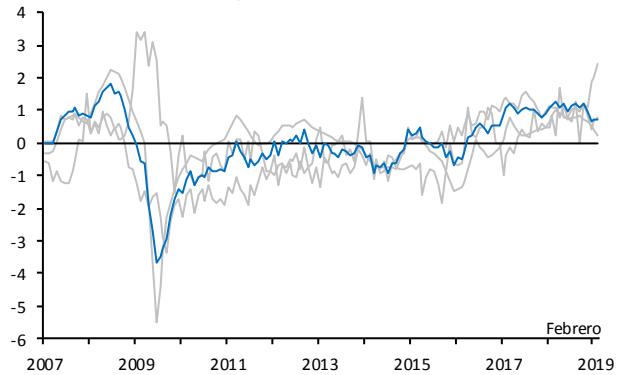
Gráfica 47
Primer Componente Principal por Grupo de
Indicadores 1/
 Por ciento
 a) Actividad Económica y Demanda Agregada



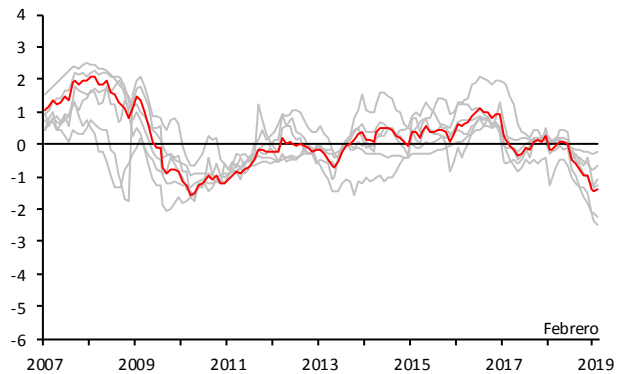
b) Consumo



c) Mercado Laboral



d) Condiciones de Demanda en el Mercado de Fondos Prestables



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017. 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. 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.

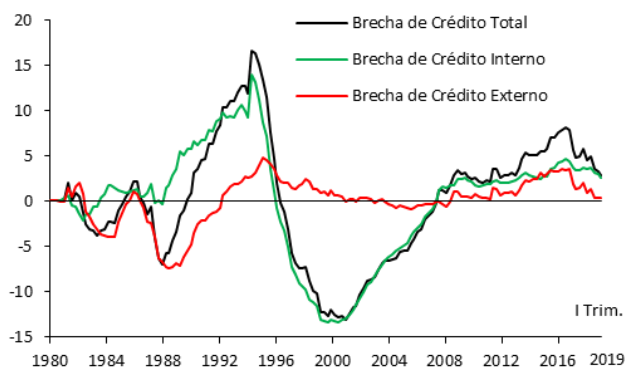
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

En el entorno económico descrito, la desviación del crédito de su tendencia de largo plazo continúa mostrando la trayectoria decreciente que se observó a partir de 2016, debido sobre todo, a una reducción en las fuentes externas de financiamiento. Al mismo tiempo, el financiamiento interno se ha desacelerado e incluso ha llegado a mostrar una disminución en los trimestres más recientes. En particular, el financiamiento externo ha caído mientras que el componente de financiamiento interno se ha desacelerado a un menor ritmo en los últimos trimestres. Como resultado, la brecha de crédito ha ido disminuyendo (Gráfica 48). Es importante destacar que, si bien este indicador se ha utilizado para identificar las vulnerabilidades en el sistema financiero derivadas del rápido crecimiento del crédito, es necesario considerar otros elementos, tales como la calidad de la cartera, los estándares de originación y otras condiciones de oferta y demanda del crédito.

Gráfica 48
Brecha de Crédito Interno y Externo^{1/}
Por ciento



1/ Antes de 1995, el financiamiento externo se estimó calculando la diferencia entre crédito bancario y crédito total.

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

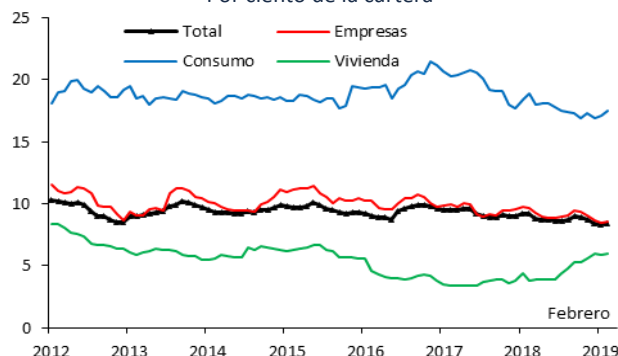
2.2.5.2. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR) como proporción del portafolio de crédito, disminuyó marginalmente

¹⁴ El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una

durante los primeros dos meses de 2019 impulsado por las caídas en el riesgo de las carteras de crédito de empresas y consumo. La cartera de créditos a empresas es la que más contribuye al riesgo del sistema debido a la mayor participación en el saldo y a la mayor concentración de cartera (Gráfica 49).

Gráfica 49
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9%
por Tipo de Crédito
Por ciento de la cartera



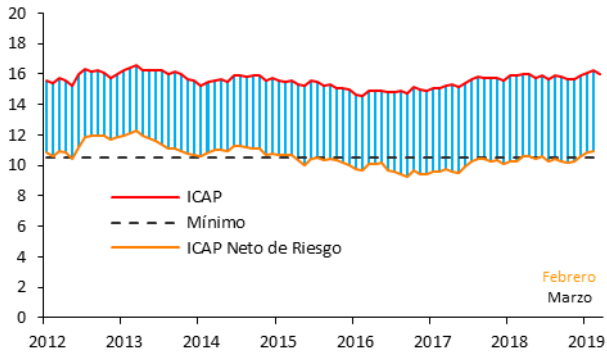
Fuente: Banco de México.

Por su parte, el capital regulatorio de una institución bancaria le permite hacer frente a las pérdidas no esperadas de su portafolio de crédito, mientras que las reservas le permiten afrontar las pérdidas esperadas por el incumplimiento de sus acreditados. Así, para evaluar si los niveles de capitalización de un banco son adecuados para hacer frente a situaciones extremas, es importante evaluar el impacto que tendrían pérdidas no anticipadas sobre dicho nivel de capital. El CVaR¹⁴ muestra el esperado de las pérdidas máximas a un nivel de confianza (valores extremos en la cola de la distribución). Al respecto, el índice de capitalización neta de riesgo¹⁵ permite realizar dicho análisis. Este indicador aumentó ligeramente durante el trimestre de referencia como resultado de la disminución del CVaR y del aumento del índice de capitalización (ICAP) de la banca, por lo que se mantiene en niveles ligeramente superiores al mínimo regulatorio, lo cual muestra que la banca cuenta con la capacidad suficiente para absorber posibles pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus acreditados (Gráfica 50).

distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

¹⁵ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

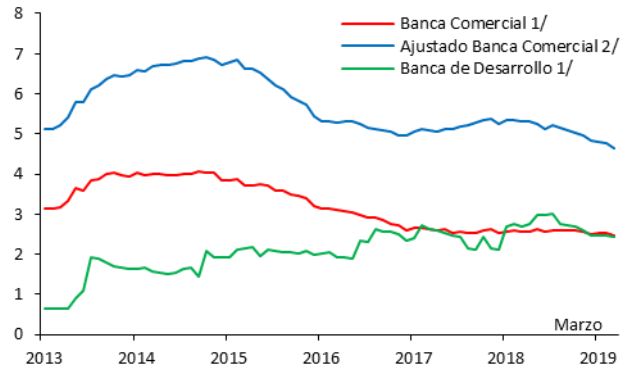
Gráfica 50
Índice de Capitalización Neta de Riesgo 1/
Por ciento



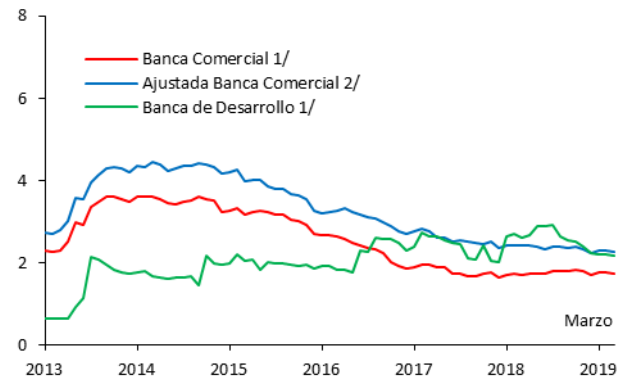
1/ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.
Fuente: Banco de México.

La disminución generalizada en la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero observada en el cuarto trimestre de 2018 se mantuvo durante los primeros meses de 2019, al pasar de un nivel de 2.51% en diciembre de 2018 a 2.45% en marzo del año en curso. En particular, el índice de morosidad (IMOR) en el crédito al consumo exhibió una reducción de 16 puntos base, al pasar de un nivel de 4.38% en diciembre a 4.22% en marzo. Así, el IMOR del crédito al consumo continuó presentando la tendencia a la baja que ha mostrado desde mayo de 2018. Dentro de los componentes del crédito al consumo, destaca la baja registrada durante el primer trimestre de 2019 en el IMOR de los créditos personales de 52 puntos base y de los créditos de nómina de 39 puntos base, los cuales más que compensaron el incremento de 19 puntos base en el IMOR de las tarjetas de crédito. Por su parte, el IMOR de la cartera de créditos a la vivienda se redujo 10 puntos base entre diciembre de 2018 y marzo de 2019, en tanto que el IMOR de créditos a empresas exhibió un incremento marginal de 2 puntos base, en el mismo periodo (Gráfica 51).

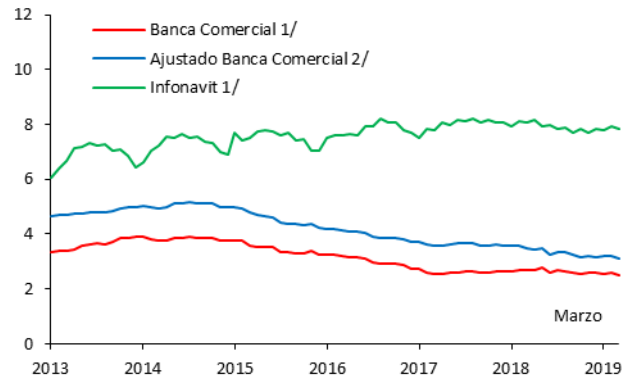
Gráfica 51
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado
No Financiero
a) Total
Por ciento



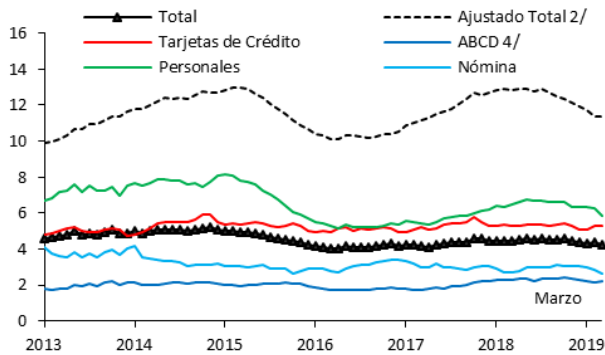
b) Empresas
Por ciento



c) Vivienda
Por ciento



d) Consumo^{1/ 3/}
Por ciento



1/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 2/ 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.
 3/ Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
 4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.
 Fuente: Banco de México.

2.2.5.3. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple

Durante el primer trimestre del año mejoraron las condiciones en los mercados respecto a las observadas en el trimestre anterior, registrando una menor volatilidad en el tipo de cambio del peso frente al dólar y alzas en los principales índices accionarios internacionales, aunque esto último se ha revertido parcialmente en las últimas semanas.

Durante los primeros 2 meses del año también se registraron disminuciones en los niveles de riesgo de mercado de los portafolios de los bancos, medido a través de su CVaR como proporción del capital neto, el cual pasó de 4.99% a 4.38% (Gráfica 52).

Gráfica 52
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
Por ciento del capital neto

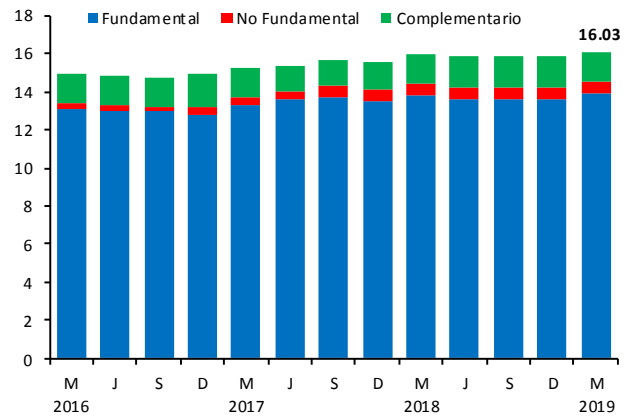


Fuente: Banco de México.

2.2.5.4. Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple

Al cierre de marzo de 2019, el ICAP de la banca múltiple mostró una mejoría en relación al nivel observado en el último trimestre de 2018 (15.90% al cuarto trimestre respecto a 16.03% del primero de 2019). Estas condiciones reflejan una situación de solidez para hacer frente a los riesgos de la banca. El incremento en el ICAP registrado durante los primeros tres meses de 2019 respondió a una expansión del capital neto, debido a un aumento en el capital fundamental, que es el de mayor calidad para absorber pérdidas. Esta situación más que compensó el incremento en los activos sujetos a riesgo, principalmente de aquellos asociados a capitalizar los riesgos de mercado de operaciones de tasa de interés nominal en moneda nacional (Gráfica 53).

Gráfica 53
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

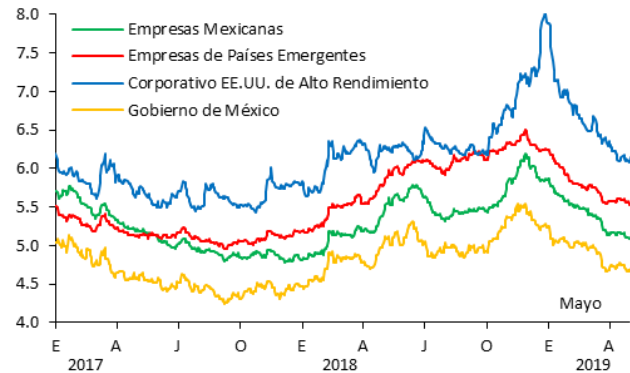
Con respecto al riesgo de liquidez, las instituciones de banca múltiple muestran niveles satisfactorios del Coeficiente de Cobertura de Liquidez, lo que indica que cuentan con activos líquidos suficientes para hacer frente a escenarios adversos de corto plazo. Por otra parte, las instituciones muestran también niveles adecuados del Coeficiente de Financiamiento Estable Neto, lo que señala que las características de su financiamiento recibido en cuanto a plazo y estabilidad, son acordes con las características de sus activos en cuanto a plazo y liquidez.

2.2.5.5. Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras

El financiamiento al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió al cierre de 2018 a 1.1 billones de pesos, representando un 14.3% del financiamiento total, y registró un crecimiento real anual del 0.5% respecto al mismo periodo del año anterior. En algunos segmentos de cartera, como la automotriz, la participación de mercado de este tipo de instituciones es dominante (70.3% del total al cierre de 2018). En ese segmento, la morosidad de la cartera originada por entidades no bancarias aumentó a partir de 2018 y alcanzó un nivel similar al que registró la de la banca al cierre de ese año (2%), para luego descender durante el primer trimestre del año en curso. La morosidad de la cartera de otros segmentos mostró niveles estables para las entidades aquí mencionadas en el periodo comentado.

Durante el primer trimestre de 2019, continuó el bajo número de emisiones de deuda observada a fines de 2018 por parte de empresas no financieras mexicanas. Lo anterior a pesar de que las condiciones para la emisión de deuda para esas empresas y de otros países con perfiles de riesgo similar han venido mejorando desde inicios de este año, lo que se refleja en caídas de las tasas de rendimiento (Gráfica 54); sin embargo, a fines de marzo y principios de abril se registraron emisiones en mercados internacionales por parte de Cemex, Minera Boleo y América Móvil por 400 millones de euros, por 400 y 2,250 millones de dólares, respectivamente, aprovechando las condiciones de tasas favorables. Las emisiones se utilizarán principalmente para refinanciar pasivos.

Gráfica 54
Rendimiento de la Deuda Emitida en Mercados Internacionales Por ciento



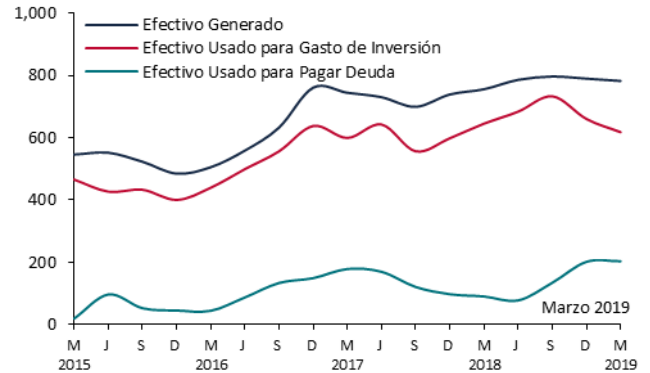
Fuente: Bloomberg e ICE-BofAML.

Durante el último trimestre del 2018 y el primero de este año las condiciones crediticias más restrictivas registradas en el exterior provocaron que la mayoría de las empresas listadas aumentaran su dependencia del financiamiento bancario interno para reducir su dependencia de fuentes externas, manteniendo el saldo de su deuda estable. Asimismo, se registró una mayor participación del financiamiento de corto plazo, en el total del financiamiento incluyendo el obtenido a través de proveedores. Algunas empresas incluso extendieron los calendarios de pago de sus cuentas por pagar, mientras que el plazo en que cobrarían sus facturas se redujo. Lo anterior apuntaría a que podrían estar optimizando su liquidez.

Además, al primer trimestre del año se observó una mayor cautela de las empresas ante un entorno de mayor incertidumbre y menores expectativas de crecimiento en la actividad económica que se reflejó en una desaceleración en su gasto en inversión con respecto al trimestre previo (Gráfica 55). Por otro lado, el indicador de apalancamiento mostró una mejoría, situación que se explica principalmente porque el nivel de endeudamiento neto del efectivo disponible disminuyó ligeramente a la vez que el flujo operativo aumentó. Por su parte, el indicador de servicio de deuda mostró un ligero repunte para el periodo comentado.

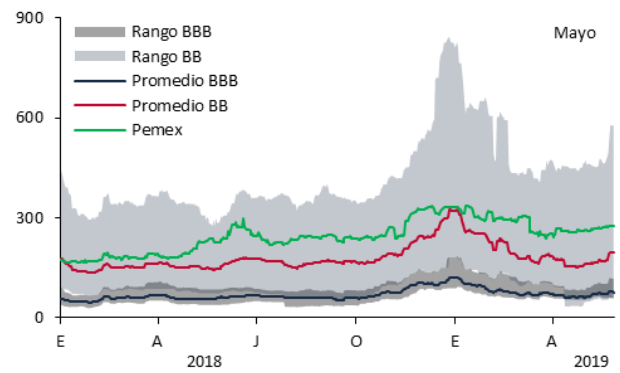
Durante el primer trimestre de 2019, y en respuesta a las acciones anunciadas por parte de la SHCP en el sentido de que apoyaría mediante un plan de mejora la situación financiera de Pemex, se observó una ligera reducción en el costo de la cobertura crediticia de esa empresa, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés), no obstante este se mantiene en niveles mayores que los observados para empresas petroleras con una calificación crediticia similar o inferior a la empresa (Gráfica 56). El aumento en el costo del acceso al financiamiento de Pemex se dio en un contexto en el cual algunas agencias calificadoras disminuyeron la calificación crediticia de la empresa o su perspectiva, asociado principalmente a preocupaciones respecto al deterioro en su posición financiera. En este sentido, las agencias calificadoras han considerado que además de los apoyos financieros anunciados por el Gobierno Federal, la implementación del plan de negocios de Pemex debe realizarse en apego a los objetivos financieros y de negocio de la empresa con objeto de mejorar su perfil financiero y su capacidad de producción.

Gráfica 55
Flujo de Efectivo Generado y Utilizado de las Empresas No Financieras Listadas
Miles de millones de pesos



Fuente: BMV.

Gráfica 56
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB 1/
Puntos base



1/ Se consideraron 7 empresas petroleras en la categoría BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y 6 en la categoría BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras). Para construir el promedio por calificación se tomó un promedio simple de los CDS de las petroleras en cada nivel de calificación crediticia.
Fuente: Indeval y Bloomberg.

3. Evolución Reciente de la Inflación

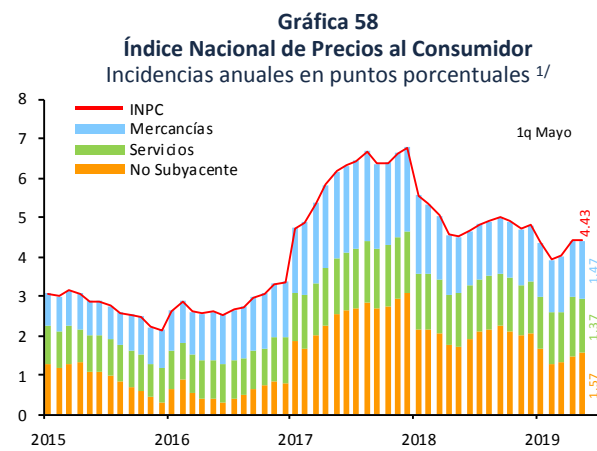
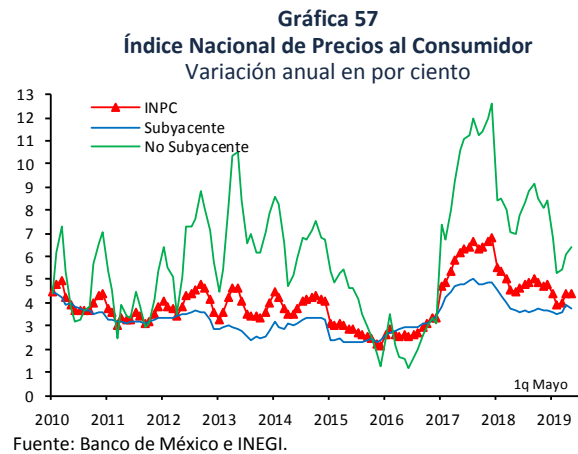
3.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2019

La inflación general anual promedio disminuyó en el periodo que se reporta respecto al último trimestre de 2018, en línea con lo anticipado, si bien la inflación subyacente se ubicó ligeramente por encima de lo esperado. En efecto, buena parte de la disminución que presentó la inflación general se debió a una menor inflación no subyacente. En este sentido, se continúan percibiendo riesgos en el comportamiento de la inflación subyacente, la cual se ha mantenido en niveles elevados, mostró un repunte en abril, aun controlando por los efectos estacionales, y a su interior se han venido observando aumentos en los precios de las mercancías alimenticias, así como tasas altas de inflación en diversos servicios.

En este contexto, cabe mencionar que los mayores incrementos salariales que se han registrado durante el 2019 en el sector formal de la economía, influyendo los aumentos aplicados en enero al salario mínimo, podrían estar dando lugar a presiones sobre los costos de producir y vender bienes y servicios en aquellos sectores donde la productividad no ha crecido al mismo ritmo, generando así presiones sobre los precios. En adición a lo anterior, el aumento en la capacidad de gasto de algunos hogares puede facilitar el traspaso a precios de los mayores costos. Por otro lado, el alza que han mostrado los precios de los energéticos también pudiera estar comenzando a contribuir a generar presiones en la inflación subyacente por los efectos indirectos que ejercen estos insumos sobre este subíndice, así como aumentos en los precios de algunos alimentos.

En particular, la inflación general anual promedio disminuyó entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019 de un nivel de 4.82 a uno de 4.10% (Cuadro 2 y Gráfica 57). Cabe destacar que, debido a factores transitorios, en los primeros dos meses del año la inflación general mostró variaciones mensuales especialmente bajas, entre los que destacan la reducción de la tasa de IVA en la frontera

norte, la reducción en los precios de los energéticos influidos por las referencias internacionales y reducciones en los precios de los productos agropecuarios. Los efectos favorables de estos últimos dos factores ya han mostrado una reversión, de tal forma que la inflación general anual a marzo aumentó respecto al mes anterior y la tendencia al alza se acentuó en abril, de modo que se ubicó en 4.41% en ese mes y en 4.43% en la primera quincena de mayo (Gráfica 58).



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

Cuadro 2
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
 Variación anual en por ciento

	2018				2019		
	I	II	III	IV	I	Abril	1q Mayo
INPC	5.31	4.57	4.91	4.82	4.10	4.41	4.43
Subyacente	4.29	3.67	3.64	3.68	3.56	3.87	3.77
Mercancías	5.20	4.10	3.95	3.93	3.66	3.74	3.80
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.93	4.71	4.62	4.79	4.40	4.75	4.83
Mercancías No Alimenticias	4.58	3.59	3.38	3.19	2.94	2.77	2.80
Servicios	3.50	3.30	3.35	3.44	3.44	3.97	3.70
Vivienda	2.57	2.58	2.60	2.60	2.63	2.78	2.84
Educación (Colegiaturas)	4.79	4.82	4.83	4.69	4.79	4.84	4.86
Otros Servicios	4.07	3.58	3.84	4.12	4.03	4.98	4.33
No Subyacente	8.32	7.28	8.78	8.32	5.84	6.08	6.41
Agropecuarios	9.39	3.40	1.37	4.78	5.31	4.77	6.62
Frutas y Verduras	14.93	0.57	-0.56	6.18	11.24	10.19	12.56
Pecuarios	6.25	5.10	2.40	3.01	0.83	1.38	3.23
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.70	9.71	13.68	10.64	6.28	7.01	6.16
Energéticos	8.00	12.18	18.60	13.93	7.36	8.58	7.52
Gasolina	7.76	14.17	20.90	20.79	11.60	10.07	8.95
Gas doméstico LP	19.15	17.45	25.86	9.08	2.91	12.73	7.07
Tarifas Autorizadas por Gobierno	7.08	5.12	4.60	3.33	3.45	3.52	3.60
Indicador de Media Truncada ^{1/}							
INPC	4.22	3.87	4.17	4.17	3.79	3.93	3.96
Subyacente	4.01	3.55	3.57	3.69	3.63	3.78	3.85

1/ Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

El efecto sobre el comportamiento de la inflación anual y de algunos subíndices derivado del hecho de que la Semana Santa en 2019 haya tenido lugar en abril, mientras que en 2018 ocurrió en marzo, hace particularmente relevante en esta ocasión el análisis basado en las medidas de tendencia. En primer lugar, se presenta la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y del componente subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de cuatro grupos: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. De igual forma, se ilustra el porcentaje de la canasta del INPC y del componente subyacente en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3%, y la que registra variaciones mensuales mayores a 3% (Gráfica 59).

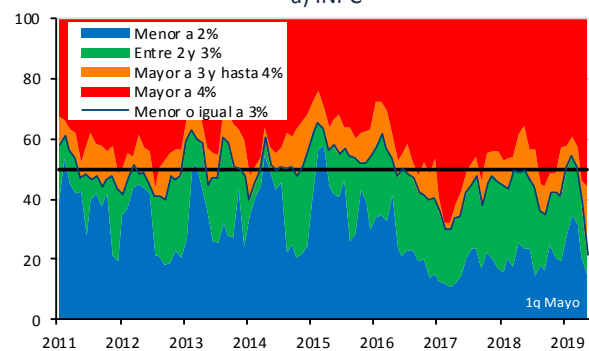
La proporción de las canastas del índice general y del subyacente con incrementos de precios menores a 3% presentaron un aumento entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019 y disminuyó de manera notoria en abril y en la primera quincena de mayo (áreas azul y verde, Gráfica 59). Así, entre los trimestres mencionados la proporción de la canasta

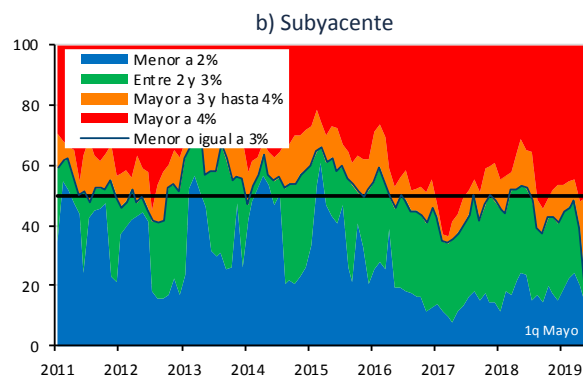
del índice general con variaciones mensuales de precio anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul) pasó de 42 a 52%, para luego ubicarse en 38% en abril y en 21% en la primera quincena de mayo. Por su parte, las proporciones correspondientes a la canasta del índice subyacente registraron 42 y 46% en dichos trimestres y 39 y 19% en abril y en la primera quincena de mayo.

Gráfica 59
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}

Cifras en por ciento

a) INPC





a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

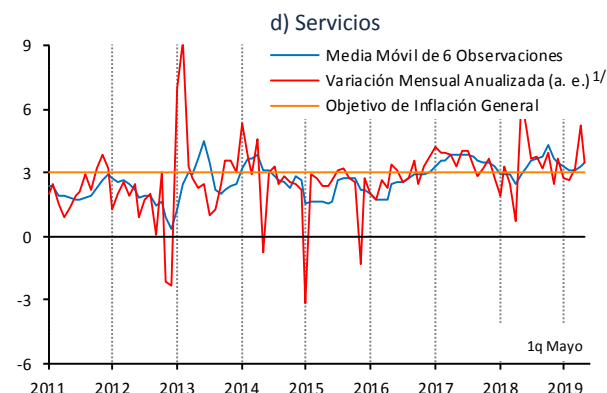
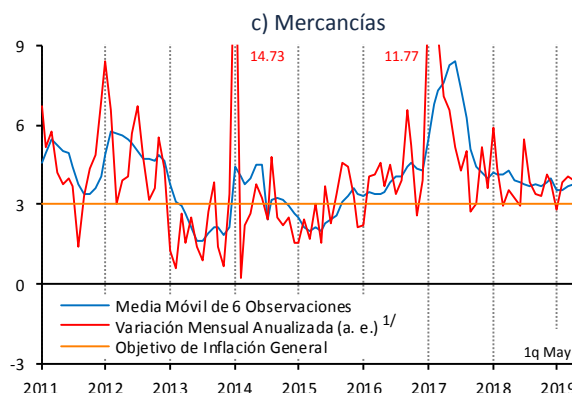
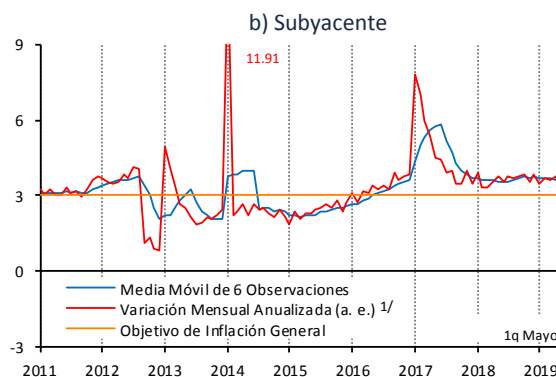
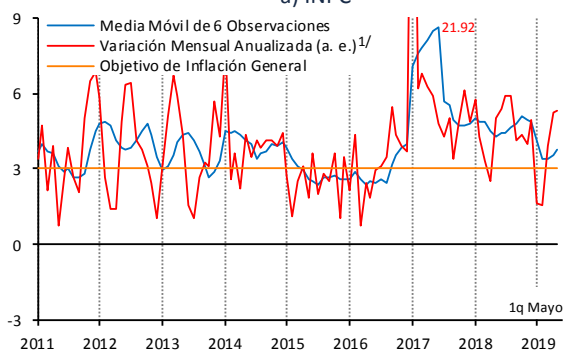
A continuación se presenta la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general y del subyacente, así como de los componentes de este último, las mercancías y los servicios. Al respecto, puede observarse que en el caso del índice general las variaciones mensuales aumentaron desde marzo, en tanto que una medida de tendencia de dichas variaciones (la media móvil de seis observaciones) mostró una reducción a inicios de 2019, pero repuntó en las dos observaciones más recientes. En cuanto a las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice subyacente, estas han mostrado incrementos desde febrero, exhibiendo un descenso en el margen. Por su parte, las variaciones de las mercancías presentaron un repunte a inicios de 2019 y su tendencia muestra una ligera alza. En lo referente a los servicios, su tendencia mostró una trayectoria al alza desde febrero (Gráfica 60).

Gráfica 60

Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia

Cifras en por ciento

a) INPC



a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

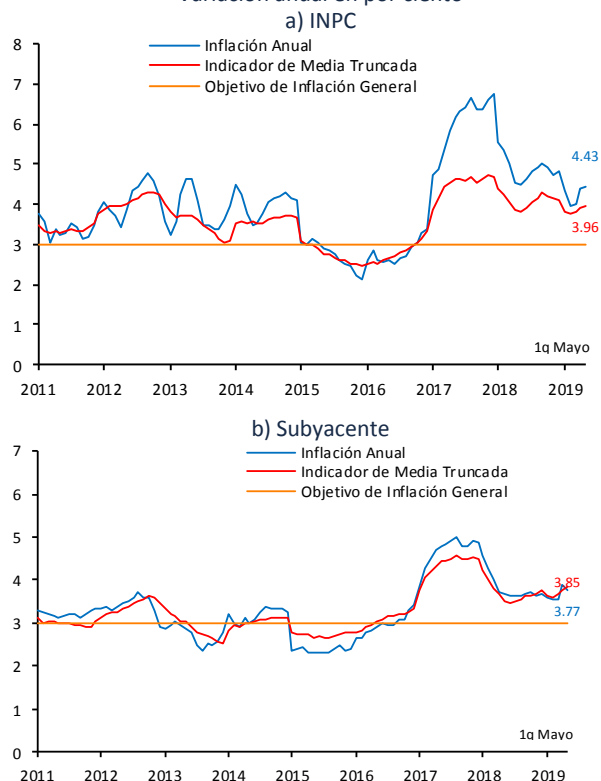
1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

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

De igual forma, se presenta el Indicador de Media Truncada para la inflación general y subyacente (Gráfica 61 y Cuadro 2). En el caso de la inflación general, dicho indicador se ubica por debajo de la inflación observada, aunque se ha incrementado en las últimas observaciones y se ubica en niveles cercanos a 4%. En particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación general fue de 4.17% en el cuarto trimestre de 2018 y de 3.79% en el primero de 2019, mientras que en abril se situó en 3.93% y en 3.96% en la primera quincena de mayo. En comparación, los datos de la inflación observada

fueron 4.82, 4.10, 4.41 y 4.43%, respectivamente. En cuanto al componente subyacente, se observa que en los trimestres mencionados, los niveles observados son similares a los de su Indicador de Media Truncada, lo que sugiere que las variaciones extremas de precios tuvieron una menor incidencia. Además, desde marzo el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente ha presentado una tendencia al alza.

Gráfica 61
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 % 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. La Inflación Subyacente

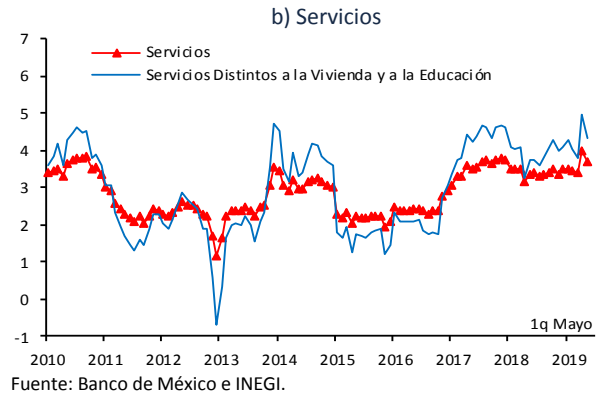
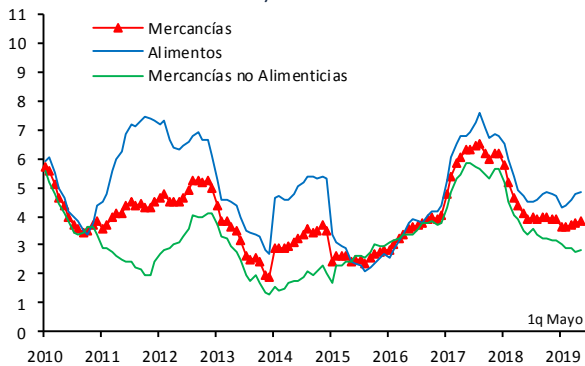
La inflación subyacente registró una variación anual promedio de 3.68% en el cuarto trimestre de 2018, de 3.56% en el primero de 2019 y de 3.87 y 3.77% en abril y en la primera quincena de mayo, respectivamente.

Al interior del componente subyacente destacó lo siguiente:

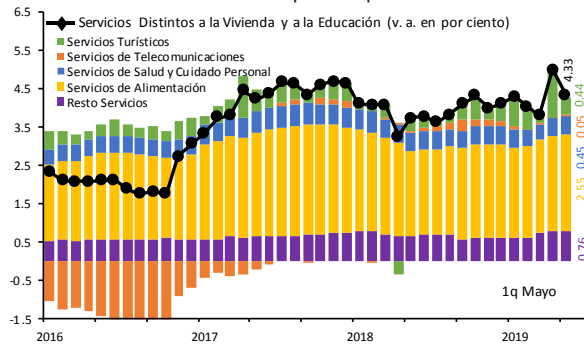
- i. Entre el cuarto trimestre de 2018 y el primero de 2019 la variación anual promedio de las mercancías disminuyó de 3.93 a 3.66%. Luego de que en enero y febrero este subíndice presentara reducciones en sus tasas de variación anual, ubicándose en 3.61% ese último mes, para marzo, esta aumentó a 3.71% y a 3.74% en abril, alcanzando 3.80% en la primera quincena de mayo (Gráfica 62a). Este comportamiento se asocia con mayores variaciones anuales en los precios de las mercancías alimenticias. En los costos de producción de este tipo de bienes tienen una participación importante los energéticos, las referencias internacionales de las materias primas y la mano de obra. Al respecto, se han presentado incrementos en estos costos en los últimos meses. De esta forma, si bien entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019 la variación anual promedio de los precios de las mercancías alimenticias disminuyó de 4.79 a 4.40%, estas comenzaron a exhibir un repunte a lo largo del trimestre de referencia, pues en enero se ubicaron en 4.30% y en la primera quincena de mayo alcanzaron 4.83%. Los incrementos en los precios de los alimentos también se han visto reflejados en el comportamiento de la Canasta Alimentaria Urbana publicada por el CONEVAL, misma que registró un incremento anual de 5.86% en abril, lo cual podría incidir en las diferentes mediciones de pobreza que publica dicho Instituto. En contraste, los precios de las mercancías no alimenticias exhibieron tasas de variación anual decrecientes a lo largo del primer trimestre de 2019 y en abril. Así, entre los trimestres mencionados, su tasa de variación anual promedio disminuyó de 3.19 a 2.94%, ubicándose en 2.77% en abril. En la primera quincena de mayo, su variación anual fue 2.80%.
- ii. El subíndice de precios de los servicios se mantuvo estable entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019, registrando una variación anual promedio de 3.44% en ambos trimestres. En abril, la variación anual del subíndice de precios de los servicios se elevó a 3.97%, influida, en parte, por el efecto calendario resultado de que este año el periodo vacacional de Semana Santa tuvo lugar en ese mes, mientras que en 2018 ocurrió en marzo

(Gráfica 62b). No obstante, aun eliminando dicho efecto calendario, se hubiese observado un incremento en su variación anual. En efecto, en la primera quincena de mayo, si bien disminuyó a 3.70%, se mantuvo en niveles más elevados a los observados en febrero. Además, diversos servicios turísticos, de alimentación, transporte y de esparcimiento han venido presentando tasas de variación anual en sus precios mayores a 5% y, en algunos casos, crecientes. Al respecto, los aumentos de precios observados recientemente en varios servicios pudieran estar asociados a posibles presiones de costos, como se muestra en el Recuadro 5, entre las cuales se incluyen aumentos en los energéticos y los mayores incrementos salariales que se han registrado durante 2019. En particular, la variación anual promedio del rubro de servicios distintos a educación y vivienda pasó de 4.12 a 4.03% entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019, elevándose a 4.98% en abril y ubicándose en 4.33% en la primera quincena de mayo. En esta última fecha, los precios en las loncherías, fondas, torterías y taquerías presentaron variaciones anuales de 6.17%, el autobús foráneo de 6.73%, el cine de 8.06% y la consulta médica de 5.08%, lo cual ha dado lugar a que aumenten su incidencia sobre el rubro de los servicios distintos a educación y vivienda (Gráfica 63).

Gráfica 62
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías



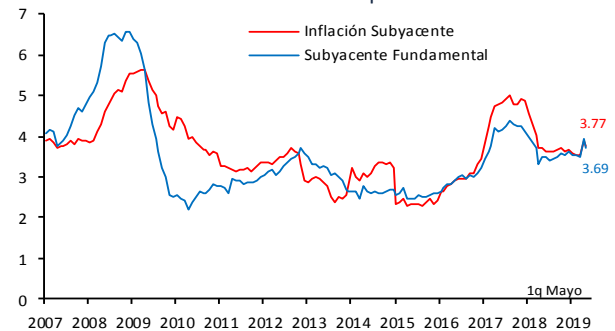
Gráfica 63
Servicios Distintos a la Vivienda y Educación
Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta se ha mantenido en niveles similares a los de la inflación subyacente, pasando de una tasa de variación anual promedio de 3.57% en el cuarto trimestre de 2018 a una de 3.51% en el primer trimestre de 2019. En abril este indicador se incrementó a 3.94% influido en parte por el efecto calendario de Semana Santa, mientras que en la primera quincena de mayo disminuyó a 3.69%, reflejando en buena medida el desvanecimiento de este efecto (Gráfica 64).

Gráfica 64
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 5. Inflación de Servicios y los Aumentos en Costos de Producción en el Primer Trimestre de 2019

1. Introducción

En el primer trimestre de 2019, la dinámica de los precios de los servicios parece haber estado influida al alza por el comportamiento en sus costos de producción, entre los que destacan los precios de los energéticos y los salarios. Esto es especialmente relevante para los servicios, que están menos sujetos a la competencia internacional.¹ En este Recuadro se estimó una Curva de Phillips con el objetivo de analizar el impacto que la evolución de sus principales determinantes ha tenido sobre la inflación de servicios. Los resultados sugieren que los incrementos observados en los precios de los energéticos y en los salarios son los factores que más han contribuido al aumento que ha presentado la inflación anual de los servicios en el primer trimestre de 2019.

2. La Inflación de Servicios y los Incrementos en Costos

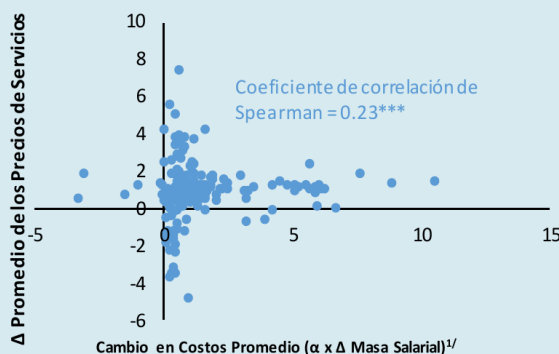
Si bien la estimación de la curva de Phillips presentada en la siguiente sección analiza de manera más rigurosa los efectos de los distintos determinantes de la inflación de servicios considerando sus efectos rezagados, en esta sección se muestra de manera ilustrativa que en el primer trimestre de 2019 se observó que los servicios que han experimentado mayor crecimiento en sus costos salariales son también aquellos con mayores revisiones a la alza en sus precios y que esta relación fue más evidente de lo que se había observado históricamente.

Para obtener una medida de la incidencia en los costos totales que están teniendo los distintos sectores de servicios, se calculó qué tan importantes son los costos salariales en los costos totales para cada industria. Así, se definió la variable de *Intensidad en Uso de Mano de Obra* como la razón de remuneraciones a valor de la producción utilizando la información de la Matriz Insumo-Producto. Para también tomar en cuenta posibles cambios en la plantilla laboral, se calculó el cambio en la masa salarial en lo que va del año por sector de servicios utilizando la información del IMSS. Con el producto entre el cambio en la masa salarial y la *Intensidad en Uso de Mano de Obra* se obtiene una medida del cambio en costos que enfrentan los distintos sectores.² Esta variable es una medida del cambio en el total de las remuneraciones ponderado por la importancia de los salarios en los costos.

Generalmente en los primeros trimestres del año se observa una relación positiva (medida mediante el coeficiente de correlación de Spearman) entre el cambio en costos por sector de servicios y su inflación acumulada al cierre del trimestre. En efecto, como se muestra en la Gráfica 1, utilizando información de 2005 a 2018 para relacionar el cambio en costos y el cambio en precios acumulado en el trimestre, el coeficiente de correlación de Spearman es positivo y estadísticamente significativo.³

Esta relación positiva también se observa con información del primer trimestre de 2019, y, de hecho, dado que los incrementos en los salarios promedio fueron más elevados en el primer trimestre de 2019 que en años anteriores, influidos por los aumentos en el salario mínimo, es posible identificar esta correlación positiva de manera más clara. En efecto, en este caso el coeficiente de correlación de Spearman también es positivo y estadísticamente significativo, pero de mayor magnitud que el estimado utilizando la información de 2005 a 2018, sugiriendo que aquellos servicios con mayores incrementos en el total de las remuneraciones pagadas, una vez ponderadas por el peso que los salarios tienen en sus costos, son los que exhibieron mayores tasas de crecimiento en sus precios en el primer trimestre del año.⁴

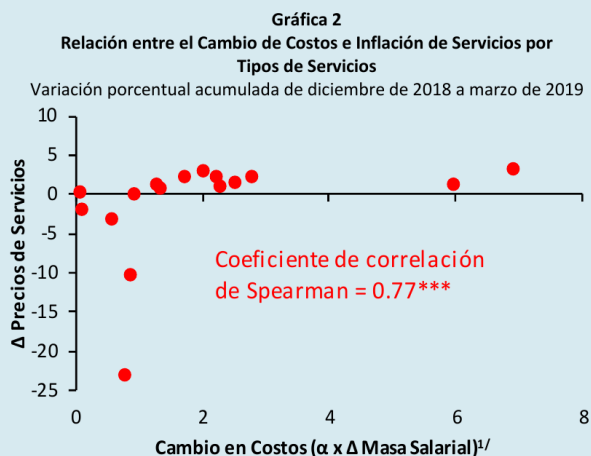
Gráfica 1
Relación entre el Cambio de Costos e Inflación de Servicios por Tipos de Servicios para los primeros trimestres de 2005 a 2018
 Variación porcentual acumulada de diciembre a marzo de cada año



1/ El indicador de cambio en costos corresponde al cambio de la masa salarial multiplicada por la intensidad en uso de mano de obra en cada sector.
 *** Indica significancia estadística al 1%.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI.

¹ El precio de los bienes comerciables está, en buena medida, sujeto a la competencia internacional, por lo que los aumentos en sus costos de producción pueden no ser traspasados a los precios, o ser traspasados en menor medida, y por tanto su mayor incidencia puede ser sobre los niveles de producción.
² La información de este Recuadro utiliza datos del IMSS y del INEGI. Los servicios comprendidos en el INPC, IMSS y la Matriz Insumo-Producto no están agrupados en la misma clasificación. Para hacer la correspondencia entre ellos, los servicios de las distintas fuentes se llevan a clasificación SCIAN a 3 dígitos.
³ El coeficiente de correlación de Spearman mide la correlación ordinal, es decir, qué tanto valores más altos de una variable están asociados con valores más altos de la otra. Se

presentan las estimaciones excluyendo dos observaciones atípicas. De incluirse, el coeficiente de correlación de Spearman sería de 0.22 estadísticamente significativo al 1%.
⁴ La relación positiva entre inflación acumulada y cambio en costos de diciembre 2018 a marzo 2019 se mantiene positiva y estadísticamente significativa (CSp=0.70***) cuando se eliminan dos valores extremos del eje-y (Trasporte Aéreo y Servicios Turísticos en Paquete) y dos valores extremos en el eje-x (Servicios Domésticos y Servicios Educativos).



1/ El indicador de cambio en costos corresponde al cambio de la masa salarial multiplicada por la intensidad en uso de mano de obra en cada sector.
 *** Indica significancia estadística al 1%.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI.

3. La Inflación de Servicios en una Curva de Phillips Desagregada

La estimación de una Curva de Phillips para el subíndice de precios de los servicios en el INPC permite obtener una estimación de la incidencia de diversos choques sobre la variación anual del subíndice en cuestión. En particular, y con el objetivo de analizar los determinantes de la inflación de servicios, se estima la siguiente ecuación para el periodo de enero del 2011 a marzo del 2019:⁵

$$\pi_t = \alpha + \sum_{j=1}^{n_1} \beta_j \pi_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_2} \gamma_j \Delta_1 TC_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_3} \delta_j \Delta_1 Ener_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_4} \tau_j W_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_5} \vartheta_j \hat{y}_{t-j} + \varepsilon_t$$

Donde:

- π_t es la variación mensual del subíndice de precios de los servicios en el INPC en el periodo t ,
- TC_t es el tipo de cambio ponderado, en pesos por divisa extranjera, de los k socios comerciales, en el periodo t ,
- $Ener_t$ es el índice de precios de los energéticos en el INPP en el periodo t ,
- W_t es el salario base de cotización del IMSS de los trabajadores en el sector terciario en el periodo t ,
- \hat{y}_t es el indicador de holgura en el periodo t ,
- Δ_1 es el operador de primera diferencia.

Los coeficientes de largo plazo estimados, mismos que incorporan el impacto que los distintos choques tienen a través

⁵ Se incluyeron efectos fijos estacionales. El número de rezagos de las variables explicativas se determinó mediante la metodología de eliminación progresiva, misma que consiste en incluir regresores de manera iterativa de acuerdo a un criterio específico, en este caso el nivel de significancia estadística.

del tiempo al considerar la persistencia de la inflación de los servicios, muestran que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre la variación mensual del subíndice de precios de los servicios y las distintas variables explicativas (Tabla 1). Más aún, al estandarizar los coeficientes, se observa que los principales determinantes de la dinámica de los precios de los servicios son los precios de los energéticos y la evolución de los salarios.⁶ En contraste con lo anterior, y al ser bienes no comerciables en general, el tipo de cambio influye en menor medida en la variación mensual de subíndice referido.

Tabla 1
 Estimación de la Curva de Phillips Desagregada
 Coeficientes de Largo Plazo

	Coeficientes No Estandarizados	Coeficientes Estandarizados
Tipo de Cambio	0.004* (0.0024)	0.062* (0.0341)
Energéticos	0.034*** (0.005)	0.395*** (0.0591)
Salarios	0.202*** (0.0521)	2.678*** (0.6921)
Indicador de Holgura	0.049*** (0.0139)	0.137*** (0.0391)
R Cuadrada	0.91	

() Desviación estándar del coeficiente.
 *, **, *** indica nivel de confianza del coeficiente de 90, 95 y 99% respectivamente.

Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI.

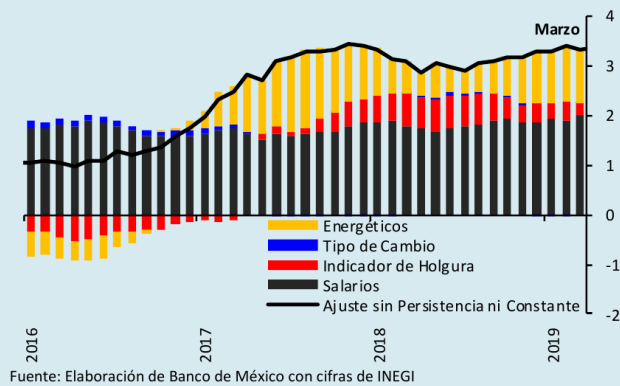
La Gráfica 3 muestra cómo los diferentes determinantes de la inflación de servicios han venido contribuyendo a su comportamiento. Se puede apreciar cómo los salarios de manera recurrente en el tiempo han tendido a contribuir de manera positiva sobre el comportamiento de la inflación de servicios, lo cual parecería comprensible dada la importancia que tienen en el costo de producción y que en general muestran variaciones positivas en el tiempo. En contraste, en el caso de los energéticos, al tener mayores fluctuaciones que implican que en ciertos periodos se incrementan y en otros disminuyen, observamos que en el pasado su contribución ha sido negativa, mientras que en periodos más recientes ha sido positiva. De manera similar, el indicador de holgura, dependiendo de la fase del ciclo puede tener contribuciones negativas o positivas a la inflación anual.

En los trimestres más recientes se observa que los efectos indirectos de los precios de los energéticos han mostrado contribuciones crecientes sobre la inflación anual de servicios. Además, también se observa que desde inicios del año los salarios han venido aumentando su contribución a la variación anual, como resultado de sus mayores variaciones en lo que va del año. Por el contrario, a medida que la holgura en la economía se ha venido ampliando, la contribución del indicador de holgura a la inflación de servicios ha venido disminuyendo. En efecto, conforme se ha observado mayor

⁶ Los coeficientes estandarizados se obtienen de estimar la ecuación en cuestión a partir de las variables normalizadas definidas como la variable menos su media entre la respectiva desviación estándar. Esto permite comparar los coeficientes de las distintas variables ajustando por diferencias en sus niveles y volatilidad.

holgura en la economía la altura de las barras rojas en la Gráfica 3 se ha venido reduciendo, implicando menores contribuciones en el margen a la inflación anual de servicios, si bien dichas barras siguen siendo positivas dados los efectos que siguen teniendo sobre la inflación anual de servicios las condiciones de menor holgura observadas en trimestres previos.

Gráfica 3
Contribuciones de los Choques Nacionales a la Variación Anual del Subíndice de Precios de Servicios Excluyendo Persistencia y Constante
Cifras en por ciento



Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI

En adición a la estimación descrita, se realizó un ejercicio alternativo en el que en lugar de incluir como determinantes de la inflación los salarios y el indicador de holgura, se consideró la masa salarial. Los resultados apuntan en la misma dirección al sugerir que la masa salarial ha venido contribuyendo en mayor medida a la inflación anual de servicios, pero se considera más informativo el ejercicio aquí presentado, toda vez que permite distinguir entre la contribución de los salarios y la de las condiciones cíclicas de la economía.

4. Conclusiones

En el contexto actual en el cual se ha dado una aparente débil conexión entre la actividad económica y la dinámica de formación de precios, es relevante entender qué factores pueden estar explicando el incremento de la inflación a pesar de las mayores condiciones de holgura. Los resultados del presente Recuadro sugieren que la dinámica reciente de los precios de los servicios ha estado influida en buena medida por los efectos indirectos de los incrementos en los precios de los energéticos y por los aumentos en los salarios en la economía. Así, a pesar de que la mayor holgura ha conducido a menores presiones sobre la inflación de servicios, el aumento en los costos ha operado en sentido opuesto.

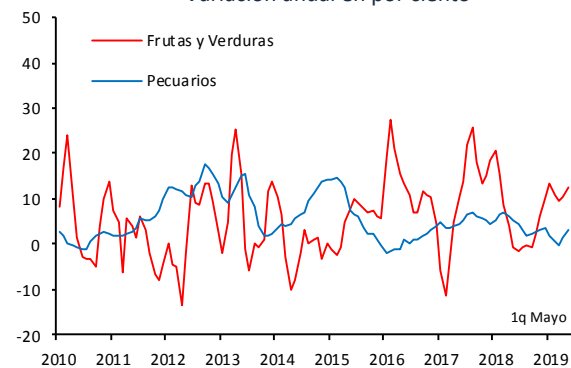
3.1.2. La Inflación No Subyacente

Entre el cuarto trimestre de 2018 y el primero de 2019, la inflación no subyacente anual disminuyó de un promedio de 8.32 a 5.84%. Ello fue consecuencia de menores incrementos en los precios de los energéticos. Sin embargo, afectados por la evolución reciente de sus referencias internacionales, los precios de algunos energéticos han aumentado, presionando al alza a la inflación no subyacente, la cual en febrero de 2019 se ubicaba en un nivel de 5.25% anual, elevándose en abril y en la primera quincena de mayo al registrar niveles de 6.08 y 6.41%, respectivamente. Por su parte, si bien las variaciones anuales de los precios de los productos agropecuarios habían tenido reducciones a lo largo del primer trimestre de 2019, estas aumentaron desde abril.

i. El subíndice de precios de los productos agropecuarios pasó de una variación anual promedio de 4.78 a 5.31% entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. Este subíndice había venido exhibiendo disminuciones en su tasa de variación anual en los primeros meses del año, toda vez que en enero de 2019 registró un nivel de 7.41%, en tanto que en

marzo se ubicó en 3.70%. No obstante, en abril y en la primera quincena de mayo, su variación anual se elevó a 4.77 y 6.62%, en el mismo orden, destacando los incrementos de precio en algunos productos pecuarios, como el huevo y el pollo (Gráfica 65). De manera relacionada, existe el riesgo de que se presenten mayores precios internacionales en la carne de cerdo, derivados de los recientes brotes de fiebre porcina que se han presentado en China, lo que podría presionar al alza los precios domésticos de este bien.

Gráfica 65
Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios
Variación anual en por ciento



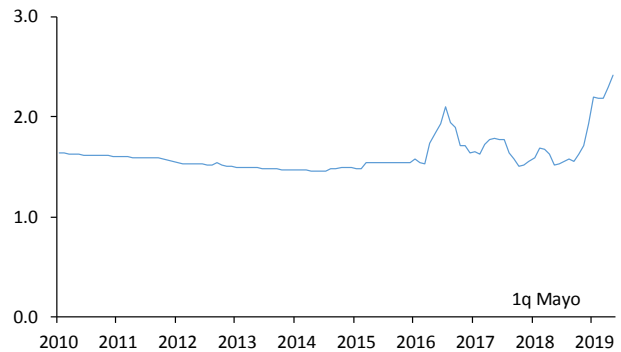
Fuente: Banco de México e INEGI.

ii. La variación anual promedio de los precios de los energéticos y las tarifas autorizadas por el gobierno disminuyó de 10.64 a 6.28% entre el último trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. La mayor parte de este resultado se debió a las menores tasas de variación anual que exhibió el rubro de los energéticos, que pasaron de 13.93 a 7.36% en ese lapso, destacando los casos del gas L.P. y de las gasolinas, que a su vez reflejaron, en gran medida, la evolución de sus referencias internacionales, si bien las reducciones observadas en los precios fueron menores a las que dichas referencias expresadas en pesos sugerirían. En el caso del gas L.P., esta discrepancia en la velocidad de ajuste de los precios al consumidor en comparación con los precios al mayoreo, generó que el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto de su precio de venta de primera mano se incrementara de manera notoria a finales de 2018 y desde entonces se ha mantenido en niveles elevados (Gráfica 66). Para el caso de las gasolinas, como se ilustra en el Recuadro 6 para la gasolina regular, también se observan reducciones menores a las del precio de mayoreo, además de que se observa que entre menor competencia enfrentan las gasolineras, menos redujeron sus precios al público.

Sin embargo, desde la segunda quincena de febrero, los precios del gas L.P. y de las gasolinas comenzaron a aumentar (Gráficas 67 y 68). Ello contribuyó a que en abril y en la primera quincena de mayo se registraran tasas de variación anual en el rubro de energéticos de 8.58 y 7.52%, respectivamente, cuando en febrero se habían ubicado en 6.57%. En el caso del gas L.P., la variación anual de su precio se elevó de 2.69% en febrero a 7.07% en la primera quincena de mayo. A su vez, la evolución de los precios de las gasolinas se vio influida por los ajustes que llevó a cabo el Gobierno Federal en el estímulo fiscal que aplica a este combustible y que busca que este energético no tenga aumentos en términos reales respecto a su nivel registrado el 30 de noviembre de 2018, dando lugar a que los incrementos de las referencias internacionales no se reflejaran cabalmente en los precios internos y que inclusive dejaran de incrementarse en las observaciones más recientes. Así, las variaciones anuales en los

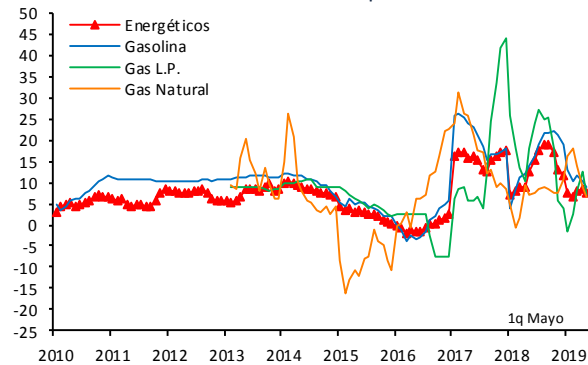
precios de las gasolinas se incrementaron de 10.12% en febrero a 11.65% en marzo, y disminuyeron a 10.07% en abril y a 8.95% en la primera quincena de mayo.

Gráfica 66
Cociente del Precio del Gas LP en el INPC y su Precio de Venta de Primera Mano



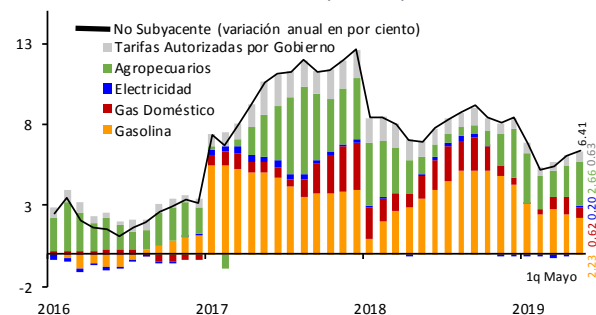
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 67
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 68
Índices de Precios No Subyacente
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.

La evolución de los precios del gas natural, por su parte, reflejan mayoritariamente la evolución de su referencia internacional. Así, las variaciones anuales promedio de sus precios fueron 8.57% en el cuarto trimestre de 2018 y 15.92% en el primero de 2019, disminuyendo a 8.84 y a 6.61% en abril y en la primera quincena de mayo, respectivamente.

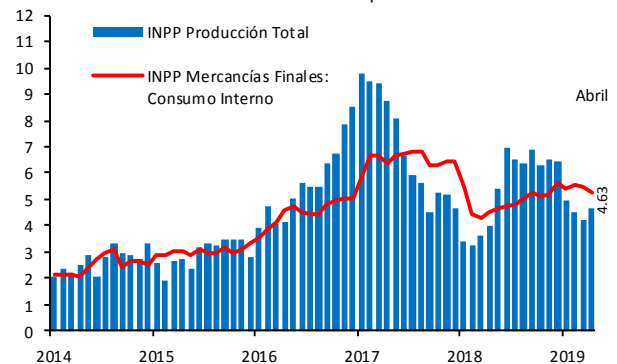
En cuanto a las variaciones de las tarifas de electricidad domésticas de alto consumo (DAC), estas están determinadas por la dinámica de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. Así, en enero, febrero y marzo de 2019 las variaciones mensuales de estas tarifas fueron 8.5, -4.4 y -4.6%, en tanto que en abril y en mayo sus variaciones fueron -2.7 y 1.5%, respectivamente. Cabe recordar que en 2019 las tarifas eléctricas ordinarias se ajustan repartiendo a lo largo del año la variación anual que presentó el INPC en noviembre de 2018, misma que fue de 4.72%.

3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se redujo, pasando de 6.40% en el cuarto trimestre de 2018 a 4.58% en el primer trimestre de 2019, ubicándose en 4.63% en abril de 2019. Al interior de este indicador, la tasa de variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales disminuyó entre los

trimestres mencionados, al pasar de 5.68 a 4.54%, y alcanzando 4.69% en abril. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su tasa de variación anual promedio disminuyó de 5.47 a 3.82% en los trimestres referidos, situándose en 4.33% en abril. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró una baja en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 8.01 a 4.67% durante el mismo periodo, ubicándose en 4.48% en abril. Cabe destacar que el subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. La tasa de crecimiento anual de este subíndice aumentó entre los trimestres mencionados, al pasar de 5.29 a 5.48%, al tiempo que en abril se ubicó en 5.22% (Gráfica 69).

Gráfica 69
Índice Nacional de Precios Productor ^{1/}
Variación anual en por ciento



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

Recuadro 6. Influencia de la Competencia en los Márgenes de Venta de las Gasolineras y los Precios al Consumidor

1. Introducción

Hasta hace pocos años en México existían prácticamente precios únicos para la gasolina regular, premium y diésel, al ser estos fijados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. El 30 de noviembre de 2017 culminó un proceso gradual por regiones que significó la completa liberalización de precios en el mercado al menudeo de gasolinas en México. Así, desde diciembre de 2017 se han observado por todo el país diferencias en los precios de la gasolina que ofrecen distintas gasolineras, reflejando factores de demanda, de oferta y de la estructura del mercado.

Al analizar cómo se han comportado los precios de las gasolineras desde diciembre de 2017 en México, se encontraron los siguientes hechos estilizados:

- 1) **Competencia en el nivel de precios:** Una mayor intensidad de la competencia de mercado se refleja en menores precios al público en las gasolineras y menores márgenes¹ de venta de las gasolineras.
- 2) **Velocidad de traspaso:** Ante una disminución en el precio al mayoreo, los precios al consumidor se ajustan de manera más lenta que el precio al mayoreo, generando, durante el periodo de ajuste, un aumento en el margen de venta.
- 3) **Competencia en el traspaso:** Ante una disminución en el precio al mayoreo, los precios al consumidor disminuyen más rápido entre mayor competencia enfrenten las gasolineras.

Estos tres hechos estilizados en conjunto implican que mayor competencia es deseable desde la perspectiva de los consumidores porque les permite adquirir combustibles a un menor precio.² Mientras que la liberalización también ha ampliado el menú de opciones en cuanto a la calidad de los combustibles, la diversidad de productos y servicios que se ofrecen en las estaciones de servicio, y que el efecto en el bienestar de los consumidores de estos factores no debe menospreciarse, el enfoque de este Recuadro es específicamente en los precios de la gasolina regular al consumidor y los márgenes del permisionario.

¹ Los márgenes de venta se definen en este Recuadro como la diferencia entre el precio pagado por el consumidor en la gasolinera menos el precio al mayoreo registrado en la Terminal de Almacenamiento y Reparto (TAR) de PEMEX más cercana en línea recta, como aproximación al precio al mayoreo pagado por la gasolinera. La TAR es el punto de venta al mayoreo más cercano a la gasolinera para el que existe información pública sobre un precio al mayoreo. Al calcular el margen de venta se supone que cada gasolinera compra en la TAR más cercana en línea recta a esta, aunque podría ser el caso que la gasolinera tenga un proveedor mayorista distinto a PEMEX. Esta medida de margen no toma en cuenta los costos de traslado desde cada una de las TAR hasta cada una de las gasolineras, ni los descuentos que estas puedan recibir por el combustible o por el traslado, ya que ni los costos de traslado, ni los descuentos son información pública.

² Observaciones similares han sido documentadas en Estados Unidos y Canadá, entre otros países. Ver Eckert (2013) para una introducción a la literatura en organización industrial sobre el mercado al menudeo de las gasolinas. Específicamente, Verlinda (2008) trata el hecho estilizado 3 mientras que Chesnes (2016) recientemente trata el hecho estilizado

2. Medición de Competencia

El primer paso para entender el efecto de la competencia en los precios es la definición de una medida de competencia. Se considera que una gasolinera que se sitúa cerca de otras gasolineras enfrenta mayor competencia que una aislada, toda vez que un consumidor puede fácilmente transportarse de una a otra para conseguir un mejor precio.

Así, utilizando datos que la Comisión Reguladora de Energía (CRE) hace públicos,³ que incluyen la ubicación y los precios diarios de cada una de las gasolineras del país, se clasifican las gasolineras en grupos que podrían considerarse distintos por el nivel de competencia que enfrentan las gasolineras según el número de “vecinos” que tienen en determinado radio de distancia (Cuadro 1).^{4,5}

Cuadro 1
Grupos de Competencia

Grupo	Descripción
1	Ninguna gasolinera en 10km
2	Exactamente 1 vecino en 10km y ninguno en 3km
3	Exactamente 1 vecino en 3km y ninguno en 1km
4	Exactamente 1 vecino en 1km
5	Exactamente 2 vecinos en 1km
6	Exactamente 3 vecinos en 1km
7	Mínimo 4 vecinos en 1km y máximo 1 vecino en 500m
8	Mínimo 4 vecinos en un radio de 1km y mínimo 2 vecinos en un radio de 500m

3. Hechos Estilizados

A. Primera Aproximación a los Hechos Estilizados

A.1. A mayor competencia, menores precios y márgenes

En las Gráficas 1 y 2 se presentan las trayectorias de los precios promedio y márgenes promedio por cada uno de los grupos definidos en el Cuadro 1. Se aprecia que los precios y los márgenes son más elevados para el grupo de menor competencia y que los precios y márgenes son menores conforme se pasa a las trayectorias correspondientes de grupos con características de mayor competencia.⁶

2. Finalmente, Davis, McRae y Seira (2018) describen algunas preguntas que deberían explorarse en el caso del proceso de liberalización en México.

³ Los datos fueron recopilados de manera diaria de la página <https://datos.gob.mx/> y <https://www.gob.mx/cre>.

⁴ El periodo de análisis abarca del 1 de diciembre de 2017 al 20 de marzo de 2019 y solo se considera la gasolina regular. Al 30 de abril de 2019, el número de permisos de expendio al público registrados por la CRE es de 12,279. Excluyendo permisionarios que todavía no operan, o con reportes de precios o coordenadas no disponibles, la base resultante contiene 10,343 gasolineras.

⁵ El análisis presentado en este Recuadro es robusto a una clasificación alternativa que agrupa las gasolineras del país en 15 grupos con el mismo número de gasolineras, preservando la idea de mayor competencia a mayor número de vecinos cercanos.

⁶ Alternativamente, se calculó la correlación de Spearman día con día y en ningún punto en el tiempo la correlación bajó de .97 (a lo mucho dos grupos intercambiarían su lugar ese día). Este fue el caso también para las series en las Gráficas 2 a 4.

A.2. Velocidad de Traspaso

También es posible apreciar en la Gráfica 1 que cuando empieza a disminuir el promedio simple de los precios registrados por PEMEX en cada Terminal de Almacenamiento y Reparto (TAR) o “precio TAR” (el 11 de octubre de 2018, según se representa con la primera línea roja punteada vertical en las Gráficas) la caída en este precio TAR es más pronunciada que la reducción en cada una de las trayectorias de los precios de los grupos de competencia. En particular, se observa que mientras que el precio TAR disminuye en \$1.28, el precio promedio del grupo de menor competencia (Grupo 1) se reduce menos, en \$0.48. En el Cuadro 2 se puede apreciar que para todos los grupos de competencia la disminución es menor a la del precio TAR.

Cuadro 2
Disminución del Precio Promedio entre Noviembre y Febrero por Grupo de Competencia
Pesos por litro

G1	G2	G3	G4	G5	G6	G7	G8	TAR
\$0.48	\$0.48	\$0.56	\$0.59	\$0.64	\$0.67	\$0.72	\$0.79	\$1.28

Nota: Cada G corresponde a cada grupo de competencia definido en el Cuadro 1. La disminución en el precio se calcula como el precio promedio máximo menos el precio promedio mínimo alcanzados entre el 11 de octubre de 2018 y el 1 de febrero de 2019, por grupo de competencia. Los límites de este periodo están señalados entre las líneas punteadas rojas verticales de las gráficas y corresponden al máximo local y mínimo local alcanzado por el precio TAR. La disminución en el precio TAR se calcula análogamente.

La velocidad de traspaso también tiene un efecto visible en los márgenes presentados en la Gráfica 2, ya que la diferencia entre el precio de la gasolinera y el precio TAR se incrementa cuando el precio de la gasolinera baja.⁷ Los márgenes aumentan porque los precios de las gasolineras bajan más lento.

A.3 Competencia en el Traspaso

En las Gráficas 3 y 4 se presentan las diferencias de los precios y los márgenes de cada grupo de competencia con respecto al grupo de mayor competencia (G8):

$$D_k^P = P_{G_k} - P_{G_8}, \forall$$

$$D_k^M = Margen_{G_k} - Margen_{G_8}.$$

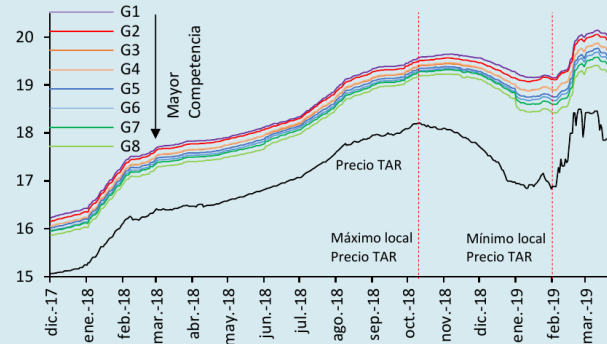
En la Gráfica 3, se puede apreciar que en el periodo en el cual los precios TAR van disminuyendo (identificado por las líneas punteadas verticales rojas), los diferenciales de D_k^P y D_k^M son crecientes. Con los precios de todos los grupos disminuyendo, una D_k^P creciente implica que los Grupos del 1 al 7 disminuyen sus precios más lento que el Grupo 8.

Además, como las pendientes de las trayectorias de los D_k^P son mayores conforme menor es la competencia, esto implica que los grupos de menor competencia disminuyen sus precios más lento en el periodo resaltado. Ello es cierto incluso cuando se observan los márgenes, que pueden interpretarse como un

⁷ Si bien ha quedado establecido que la velocidad del traspaso de disminuciones del precio de mayoreo es lenta, no se toma una postura sobre si el traspaso es incompleto o no. Siendo que los precios al mayoreo se elevan a partir de febrero, no se observa el

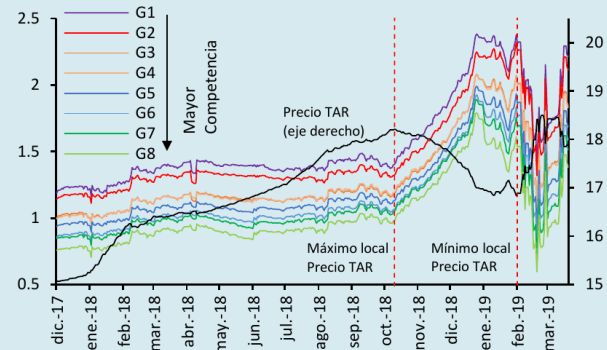
control en el precio de cada gasolinera con el precio que cada una paga al mayoreo. Es así que el mismo patrón se repite en la Gráfica 4: D_k^M se va incrementando en el tiempo a la vez que los precios TAR disminuyen.

Gráfica 1
Precio de la Gasolina Regular por Grupo de Competencia y Precio TAR
Pesos por litro



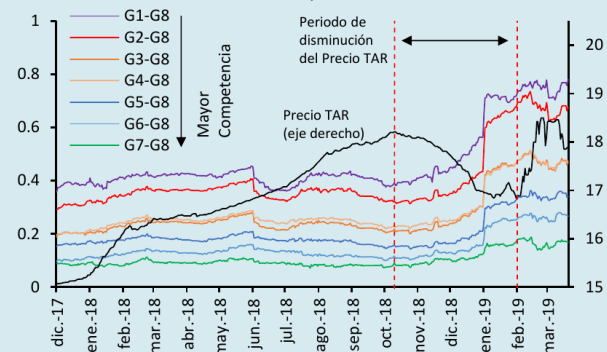
Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

Gráfica 2
Margen de la Gasolina Regular por Grupo de Competencia y Precio TAR
Pesos por litro



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

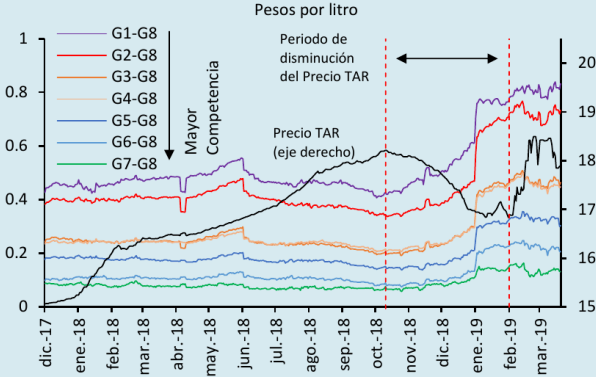
Gráfica 3
Diferencia entre el Precio de la Gasolina Regular de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR
Pesos por litro



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

contrafactual en que los precios TAR se estabilizan en un nivel y los precios de las gasolineras dejan de bajar antes de igualar los márgenes con aquellos en el periodo anterior a octubre de 2018.

Gráfica 4
Diferencia entre el Margen de Venta de Gasolina Regular de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

B. Controles de Oferta y Demanda

Para interpretar un cambio en el nivel de precios como el que se observa en la Gráfica 1 como un efecto puramente de la competencia, es necesario controlar por factores que podrían ocasionar que las gasolineras cobraran distintos precios, como podría ser el costo de transporte de la gasolina. Intuitivamente, al comparar localidades con distinta densidad de gasolineras pero con condiciones de demanda y de oferta comparables, entonces es posible atribuir el diferencial de precios entre las dos localidades a la competencia y no a otros factores.

Así, para controlar por factores de demanda a nivel municipal se incluyeron efectos fijos basados en los distintos deciles de gasolineras en términos de:

- Salario base de cotización del IMSS promedio.⁸
- Número de autos promedio por gasolinera.⁹

Asimismo, para controlar distintos factores de oferta se incluyeron efectos fijos por:

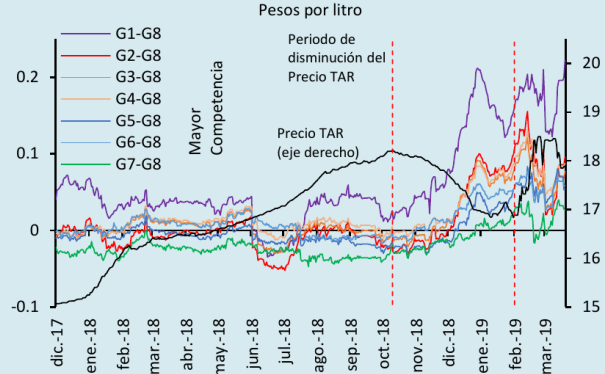
- Marca de la gasolina.¹⁰
- Costo de transporte.¹¹

Por último, para las Gráficas 5 y 6 solo se consideraron las gasolineras que están fuera de municipios que colindan con la frontera norte del país puesto que con estos controles no es posible hacer comparables estas gasolineras con las del resto del país debido a los estímulos especiales de la frontera.¹²

En las Gráficas 5 y 6 es posible observar que una vez que se controla por estos factores las diferencias de precios se reducen considerablemente. A pesar de esto, en la Gráfica 6 puede apreciarse que las diferencias entre márgenes D_{ik}^M son

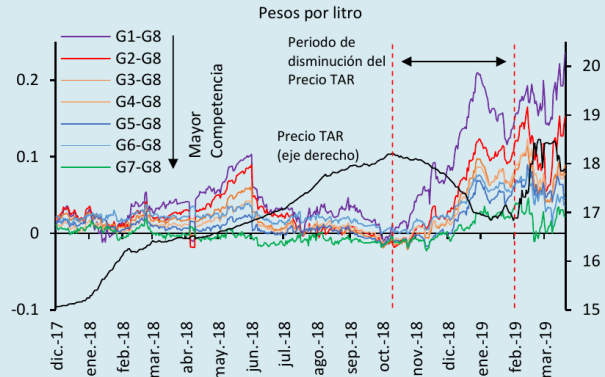
positivas la mayor parte del tiempo; es decir, que los grupos de menor competencia registran márgenes mayores y, por lo tanto, precios más altos que el Grupo 8. En general, si bien el orden de las series no se conserva todo el tiempo según su nivel de competencia (como en las Gráficas 1 y 2), el hecho estilizado 1 se observa claramente a partir de noviembre de 2018 (cuando los precios TAR van disminuyendo y no hay estímulos fiscales).^{13,14}

Gráfica 5
Diferencia entre el Precio de la Gasolina Regular de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR. Controles de Oferta y Demanda



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

Gráfica 6
Diferencia entre el Margen de Venta de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR. Controles de Oferta y Demanda



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

Además, la velocidad de traspaso sigue siendo menor a menor competencia en esta estimación con controles. En la Gráfica 6, se observa que el diferencial de los márgenes de cada uno de los grupos con respecto al Grupo 8 se incrementa en el periodo

⁸ Se utilizó la base de asegurados del IMSS para obtener el salario base de cotización promedio para el año de 2018, por municipio.

⁹ Se utilizaron los datos del parque vehicular publicados por el INEGI para el año de 2017.

¹⁰ La marca de la gasolina es la reportada por la CRE.

¹¹ Se agruparon las gasolineras en 7 grupos por distancia lineal a la TAR, y se incluyeron efectos fijos por cada uno de estos radios en km por cada TAR: 1) Menos de 2; 2) entre 2 y 5; 3) entre 5 y 10; 4) entre 10 y 15; 5) entre 15 y 50; 6) entre 50 y 100, y 7) más de 100.

¹² Otro factor importante de controlar al incluir las gasolineras en municipios fronterizos es la entrada en vigor del estímulo adicional del IVA e ISR que se aplicó en enero 2019.

¹³ También se calcularon las correlaciones de Spearman para cada día a partir de las series en las gráficas 5 y 6. La correlación está por encima de 0.85 a partir del 15 de diciembre. Sin embargo, en el periodo previo fluctúa entre 1 y -1, con un promedio de 0.59 de diciembre de 2017 al 30 de noviembre de 2018 y un promedio de 0.96 a partir de diciembre de 2018.

¹⁴ El periodo de reducciones sostenidas de los precios TAR coincide con que hay menor variación en los estímulos fiscales, pues entre la última semana de noviembre de 2018 y hasta la primera semana de marzo de 2019 no hubo estímulo para las gasolineras.

de disminución de precios TAR, por lo que se infiere que a menor competencia la velocidad de la disminución de precios es menor.

C. Efectos Fijos por Gasolinera

En las Gráficas 7 y 8 se introduce un efecto fijo para cada gasolinera. Al introducir este efecto fijo se está controlando por todas las características de cada gasolinera que no cambian en el tiempo. Dentro de las características de la gasolinera que son absorbidas por el efecto fijo está el nivel de precios promedio de la gasolinera, por lo que en las Gráficas 7 y 8 por definición es imposible analizar el diferencial de niveles al que hace referencia el hecho estilizado 1. Sin embargo, la ganancia de utilizar efectos fijos a nivel gasolinera está en que se puede analizar con mayor robustez los demás hechos estilizados. A diferencia de la sección anterior, en esta estimación se incluyen las gasolineras en los municipios de la frontera norte.

Para cada momento en el tiempo, se grafican las diferencias de precios y márgenes con respecto al grupo de mayor competencia, donde *h* es el subíndice de la gasolinera:

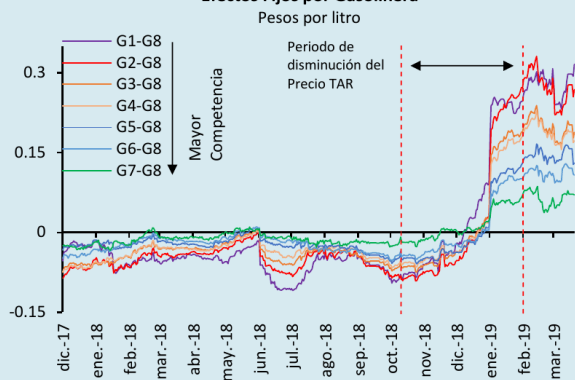
$$\begin{aligned} \widehat{D}_k^P &= (\overline{P_h - \overline{P_h}})_{G_k} - (\overline{P_h - \overline{P_h}})_{G_8} \\ \widehat{D}_k^M &= (\overline{M_h - \overline{M_h}})_{G_k} - (\overline{M_h - \overline{M_h}})_{G_8} \end{aligned}$$

Durante el periodo de disminución de los precios TAR, se observa que tanto \widehat{D}_k^P como \widehat{D}_k^M se incrementan monótonicamente, lo que quiere decir que tanto los precios como los márgenes de los grupos de menor competencia disminuyen menos (cada día) que los precios y márgenes del grupo de mayor competencia.

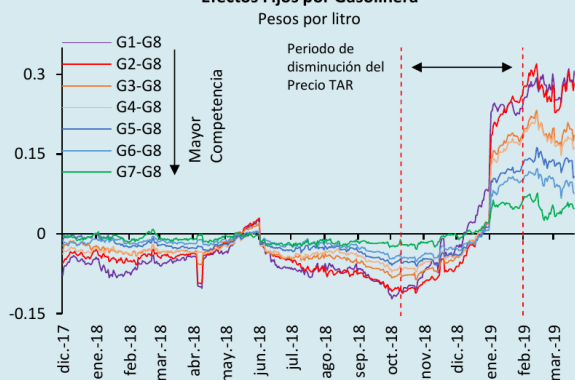
En el caso más extremo, al comparar el Grupo 1 de menor competencia con el Grupo 8 de mayor competencia, se observa que durante las fechas en que el precio TAR disminuye (de t_1 a t_2 , correspondientes al 11 de octubre de 2018 y al 1 de febrero de 2019, respectivamente), el diferencial de precios entre el Grupo 1 y el Grupo 8 se amplía considerablemente en \$0.35:

$$\begin{aligned} [P_{G_1}]_{t_2} - [P_{G_8}]_{t_2} - ([P_{G_1}]_{t_1} - [P_{G_8}]_{t_1}) \\ = [(\overline{P_h - \overline{P_h}})_{G_1} - (\overline{P_h - \overline{P_h}})_{G_8}]_{t_2} \\ - [(\overline{P_h - \overline{P_h}})_{G_1} - (\overline{P_h - \overline{P_h}})_{G_8}]_{t_1} = \$0.35 \end{aligned} \tag{1}$$

Gráfica 7
Diferencia entre el Precio de la Gasolina Regular de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR. Efectos Fijos por Gasolinera



Gráfica 8
Diferencia entre el Margen de Venta de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR. Efectos Fijos por Gasolinera



Cuadro 3
Cambio en el Diferencial de Precios de cada Grupo con Respecto al Grupo de Mayor Competencia en el Periodo de Disminución de los Precios TAR

Pesos por litro						
G1-G8	G2-G8	G3-G8	G4-G8	G5-G8	G6-G8	G7-G8
\$0.35	\$0.37	\$0.26	\$0.25	\$0.18	\$0.15	\$0.08

Nota: Para el cálculo de estos números, referirse a la Ecuación 1, sustituyendo los distintos G_k en lugar de G_1 . Las fechas t_1 y t_2 corresponden al inicio y fin del periodo de disminución del precio TAR marcado por las líneas rojas punteadas en las gráficas, 11 de octubre de 2018 y 1 de febrero de 2019, respectivamente.

En el Cuadro 3 se muestra el cambio en el diferencial de precios entre cada Grupo del 1 al 7 con respecto al de mayor competencia. Este cambio en el diferencial de precios entre grupos está determinado por la diferencia entre lo que cada grupo traslada al consumidor de la disminución en el precio TAR. Además en ese cuadro, se observa amplia heterogeneidad en el traslado observado para los distintos grupos.

4. Consideraciones Finales

México comparado con otros países tiene una baja densidad de gasolineras.¹⁵ Ello podría estar influido por el contexto de precios controlados que regía las condiciones de mercado, pero que podría modificarse en un contexto de precios liberalizados.

¹⁵ De acuerdo a COFECE (2017), en 2015 los EUA había 1,640 vehículos por gasolinera; en Australia 2,220; en Canadá 2,760; en España 2,890, y en México 3,326. Para el año 2016,

en México había 10, 560 habitantes por gasolinera, mientras que en Brasil había 5,461 y en EUA 2,677, de acuerdo a COFECE (2019).

Siguiendo los resultados del Recuadro, la baja densidad puede tener efectos negativos sobre los consumidores al afectar directamente los precios que estos pagan, pues la menor densidad geográfica de gasolineras propicia menor competencia y mayores precios, así como menores velocidades de traspaso a los consumidores de las reducciones en los precios al mayoreo.

Para aumentar la densidad de gasolineras y establecer la infraestructura necesaria para que estas operen, es preciso que se fortalezca el marco institucional del país, incluyendo una mejor regulación,¹⁶ los derechos de propiedad, las condiciones de seguridad -y en particular, evitando el robo de combustibles-, el cumplimiento de los contratos, la certeza jurídica, y el estado de derecho. En el mismo sentido, es necesario fortalecer el referido marco en lo relacionado a la competencia y a la libre concurrencia establecidos como derechos fundamentales en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Es así que el fortalecimiento señalado en el marco institucional facilitaría generar las inversiones necesarias para incrementar la densidad de gasolineras y darle vigor al mercado interno de gasolinas. De manera simultánea, facilitaría que se generen las inversiones en la infraestructura de terminales portuarias y otras terminales de internación terrestre, ya sea por ferrocarril o carretera, almacenamiento, ductos y demás infraestructura que contribuya a fortalecer el mercado interno integrando los

sistemas de logística que se requieren para favorecer la competencia en el abasto de combustibles a los consumidores, así como en el abasto de la cadena mayorista previa.

5. Referencias

Comisión Federal de Competencia Económica (Cofece), Transición hacia Mercados Competidos de Energía: Gasolinas y Diésel. Cuadernos. Primera Edición. Enero de 2019.

Comisión Federal de Competencia Económica (Cofece), Transición hacia Mercados Competidos de Gasolinas y Diésel. 2017.

Chesnes, Matthew. Asymmetric Pass-Through in U.S. Gasoline Prices. *Energy Journal* 37(1): 153-180. (2016).

Davis, Lucas W., Shaun McRae, y Enrique Seira Bejarano. An Economic Perspective on Mexico's Nascent Deregulation of Retail Petroleum Markets. National Bureau of Economic Research No. w24547. (2018).

Eckert, Andrew. Empirical Studies of Gasoline Retailing: A Guide to the Literature. *Journal of Economic Surveys* 27(1): 140-166. (2013).

Verlinda, Jeremy. Do Rockets Rise Faster and Feathers Fall Slower In An Atmosphere of Local Market Power? Evidence From the Retail Gasoline Market. *The Journal of Industrial Economics* 51(3): 581-612. (2008).

¹⁶ Entre estas condiciones se encuentran el establecimiento de mejores regulaciones, particularmente en cuanto a normas locales que fijan arbitrariamente la distancia mínima entre gasolineras, así como los actos arbitrarios, de acción y de omisión, de

autoridades en los diversos órdenes de gobierno que impiden que la infraestructura se instale.

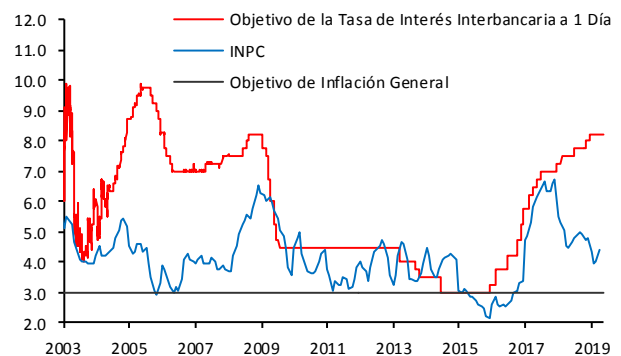
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Para tomar sus decisiones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a 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 plazos, incluyendo el balance de riesgos que se tenga para estos. Asimismo, considera que la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva de manera importante la incertidumbre que enfrenta la economía. De este modo, si bien la inflación general y la subyacente han aumentado, se considera que esto es transitorio y que la postura monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Respecto de las decisiones de política monetaria, durante el periodo que cubre este Informe el Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En particular, en sus reuniones de febrero, marzo y mayo de 2019, la Junta de Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 8.25%. En estas decisiones la Junta de Gobierno destacó que la actividad económica en México mostró un bajo crecimiento a finales de 2018 y señaló que en el primer trimestre de 2019 se acentuó la debilidad que la economía mexicana había exhibido desde el trimestre previo. Ello como consecuencia tanto de factores externos como internos, algunos de ellos de carácter transitorio. Por consiguiente, mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y que mantiene un sesgo a la baja. En cuanto a los riesgos para la inflación, manifestó que si bien se habían intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. En este contexto, mencionó que se considera que aún persiste un

balance al alza para la inflación respecto a su pronóstico, en un entorno de marcada incertidumbre (Gráfica 70). Considerando las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real ex ante se mantuvo alrededor de 4.3% (Gráfica 71).¹⁶

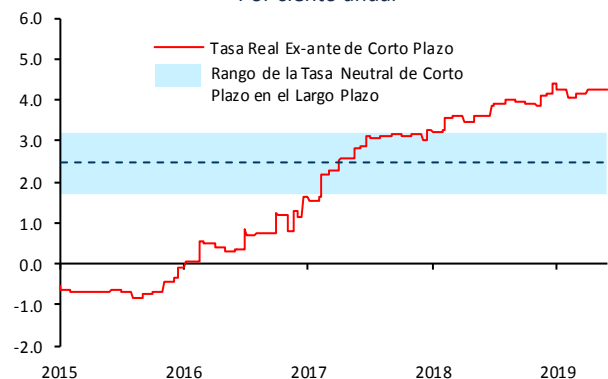
Gráfica 70
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General ^{1/}
Por ciento anual



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 abril 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 71
Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo ^{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 media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.7 y 3.2%.

Fuente: Banco de México.

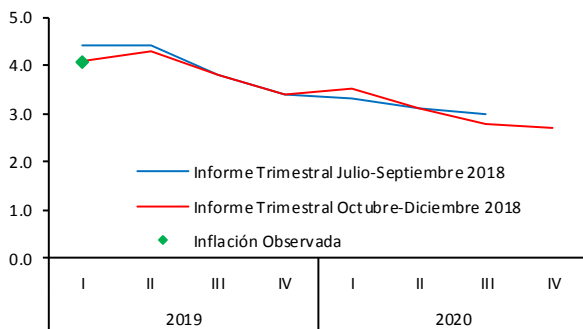
Septiembre 2016. A partir del Informe Trimestral Enero - Marzo 2018, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2017.

¹⁶ 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 -

Tomando en cuenta 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; iii) la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos; y iv) la evolución de la actualización de los pronósticos de inflación respecto a las trayectorias anunciadas.

En cuanto a la evolución de la inflación respecto a sus proyecciones, destaca que entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019, la inflación general disminuyó, en línea con las proyecciones publicadas desde noviembre pasado, mismas que se mantuvieron en febrero de este año. Esta reducción de la inflación general obedeció a los menores niveles del componente no subyacente anual. Por su parte, la inflación subyacente mostró resistencia a disminuir, ubicándose en niveles ligeramente por arriba de los anticipados (Gráficas 72 y 73).

Gráfica 72
Pronósticos de la Inflación General
Variación anual en por ciento

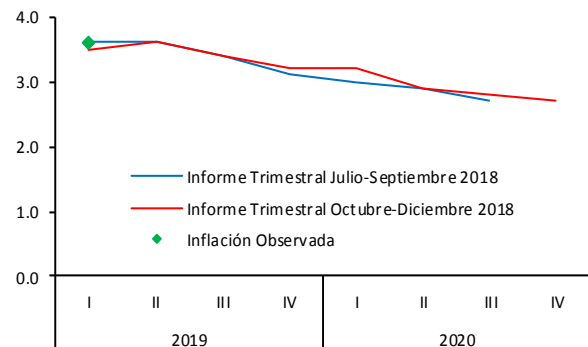


Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación con las expectativas de inflación, las correspondientes al cierre de 2019 se redujeron entre diciembre de 2018 y marzo de 2019, para posteriormente repuntar en abril. Respecto de las expectativas de inflación al cierre de 2020, las correspondientes a las inflaciones general y no subyacente han disminuido, si bien las primeras repuntaron ligeramente en abril, mientras que las de la inflación subyacente aumentaron. Por su parte, las de mediano y largo plazos mostraron una mayor

estabilidad. Destaca que todas han permanecido visiblemente por encima de la meta de 3%. En particular, las correspondientes a la inflación general para 2019 y 2020, si bien disminuyeron entre diciembre de 2018 y marzo de 2019 de 3.89% a 3.60% y de 3.79% a 3.57%, respectivamente, en abril aumentaron a 3.70% y 3.60%. La disminución que hasta el mes de marzo registraron estas expectativas estuvo influida por los menores incrementos de los productos agropecuarios y en los precios de los energéticos a principios de año, y por los datos observados de la inflación general que se ubicaron, en gran parte del periodo reportado, por debajo de las expectativas de los analistas. A su vez, el repunte registrado en el mes de abril estuvo asociado al incremento que mostró la inflación en dicho mes. El ajuste en las expectativas de inflación general de corto plazo durante el periodo que cubre este Informe se explica, principalmente, por una disminución significativa en las expectativas implícitas para el componente no subyacente. En particular, de diciembre del año pasado a abril de 2019, las correspondientes a los cierres de 2019 y 2020 se redujeron de 5.10% a 4.13%, y de 5.09% a 3.91%, respectivamente. Por su parte, las correspondientes al componente subyacente aumentaron en el mismo periodo. En particular, las medianas correspondientes a la inflación subyacente para el cierre de 2019 y 2020 aumentaron de 3.50% a 3.56% y de 3.37% a 3.50%, respectivamente (Gráficas 74 y 75).¹⁷

Gráfica 73
Pronósticos de la Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento

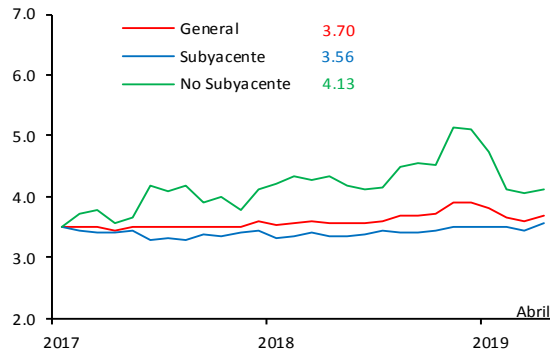


Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte la mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex se ubicó en 3.68% en la encuesta del 21 de mayo de 2019.

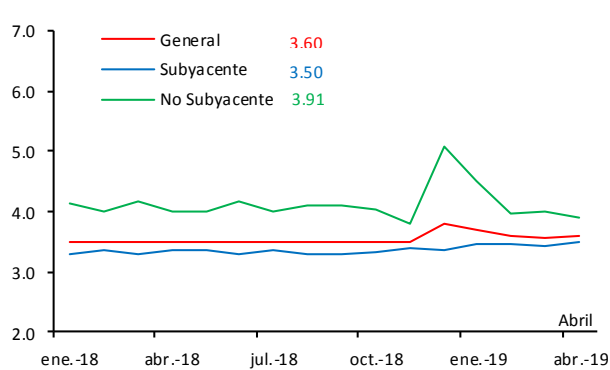
¹⁷ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex disminuyó de 4.00 a 3.77% entre las encuestas del 19 de diciembre de 2018 y la del 21 de mayo de 2019.

Gráfica 74
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2019
 Por ciento



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 75
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2020
 Por ciento



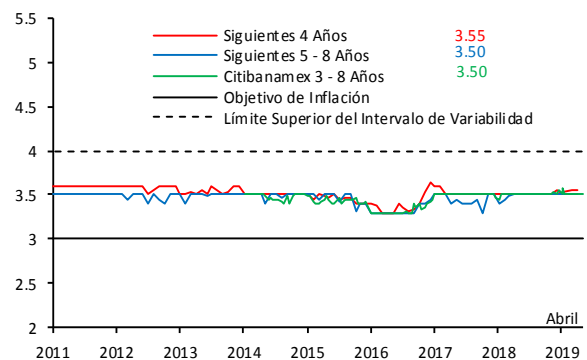
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

La mediana de las expectativas de inflación general en el mediano plazo osciló entre 3.50 y 3.55%, mientras que la correspondiente al componente subyacente aumentó de 3.45 a 3.50%. Respecto a las medianas de las expectativas de largo plazo, estas se han mantenido estables en 3.50% para la inflación general y en 3.40% para la inflación subyacente, luego de que estas últimas se ubicaran en 3.30% la mayor parte de 2018 (Gráfica 76).¹⁸ No obstante, respecto de la evolución de las expectativas de inflación de mediano plazo (próximos 4 años) y largo plazo (próximos 5 a 8 años) cabe señalar que: i) las medianas para el componente subyacente han

¹⁸ 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 alrededor de 3.5% entre las encuestas del 19 de diciembre de 2018 y la del 21 de mayo de 2019.

aumentado en las lecturas recientes y con menor dispersión; y ii) los niveles en los que estas se sitúan están por encima del objetivo de inflación de 3%. Lo anterior, ha ocurrido en un contexto con incertidumbre sobre el proceso de formación de precios y la evolución de algunos precios clave en la economía. Hacia adelante, este Instituto Central debe procurar que la formación de precios y las expectativas de mediano y largo plazos no se vean afectadas de manera adversa, ante el complejo panorama que enfrenta la inflación y que esta converja hacia la meta de 3.0%.

Gráfica 76
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
 Por ciento

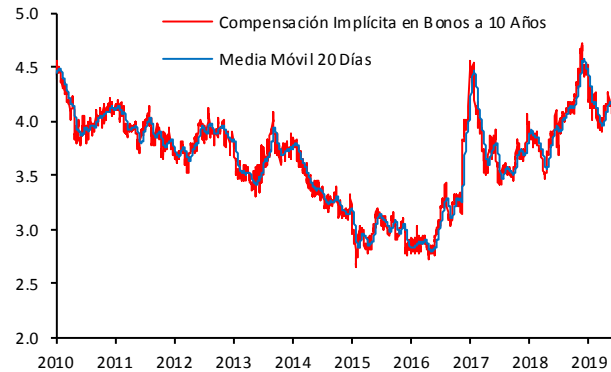


Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

La compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo) registró una disminución entre diciembre del año pasado y finales de marzo de 2019 y posteriormente aumentó ligeramente (Gráfica 77). En relación con sus componentes estimados, las expectativas de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) se mantuvieron alrededor de 3.10% entre diciembre de 2018 y abril de este año (Gráfica 78). No obstante, la estimación de la prima por riesgo inflacionario disminuyó en el periodo referido y también aumentó ligeramente en el margen (Gráfica 79).¹⁹

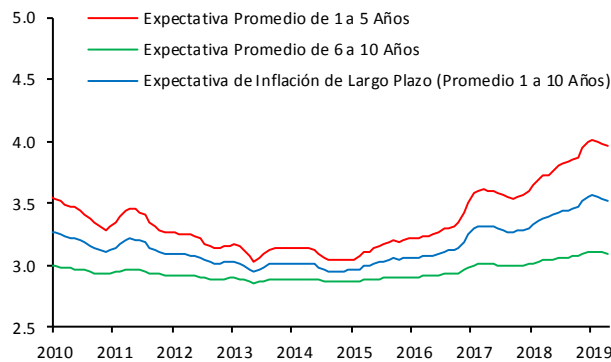
¹⁹ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. A partir de este Informe Trimestral, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2018.

Gráfica 77
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
 Por ciento



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

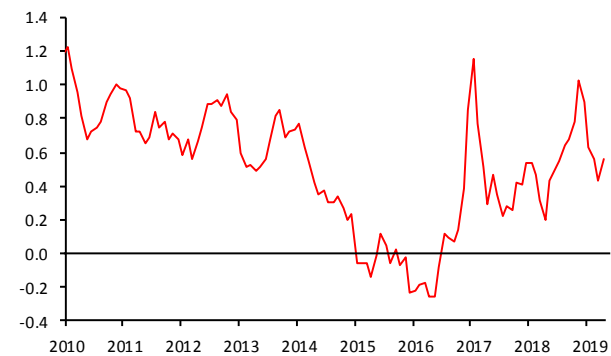
Gráfica 78
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}
 Por ciento



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.

Gráfica 79
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años^{1/}
 Por ciento



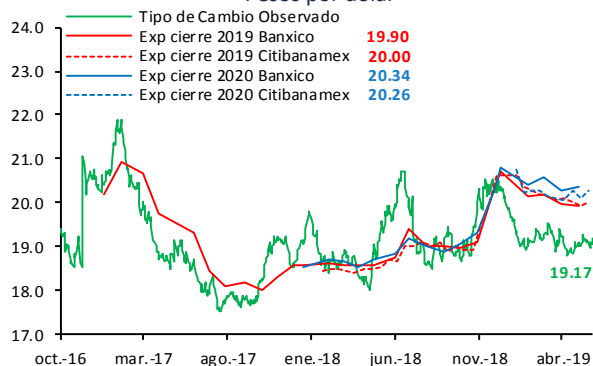
1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PIP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

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

Con respecto a los determinantes de la inflación, en cuanto a la posición cíclica de la economía se estima que las condiciones de holgura se relajaron hacia finales de 2018 y principios de 2019. En el periodo que se reporta las estimaciones de la brecha del producto presentaron niveles menores a los registrados en los trimestres previos.

En cuanto a la evolución del tipo de cambio, destaca que de finales de diciembre a la fecha, la moneda nacional registró una disminución en su volatilidad y una apreciación de aproximadamente 2.9% (Gráficas 80 y 81). Entre los factores que contribuyeron a este comportamiento destacan: i) las acciones de política monetaria que ha llevado a cabo la Junta de Gobierno del Banco de México; ii) las expectativas de una política monetaria en las principales economías avanzadas más acomodaticia que lo previamente anticipado; iii) la reducción de las tasas de interés de mediano y largo plazo en Estados Unidos; iv) el optimismo que se percibió en parte del periodo reportado en torno a un posible acuerdo comercial entre China y Estados Unidos; y v) el mayor apetito por riesgo en los mercados financieros globales y, en consecuencia, mayores flujos de capitales hacia las economías emergentes, principalmente hacia instrumentos de renta fija. No obstante, el peso ha mostrado algunos periodos de volatilidad en un contexto en donde se ha visto presionado por la persistencia de riesgos locales y globales, entre ellos: i) el cambio de perspectiva en la calificación crediticia del país de estable a negativa por parte de una calificadora, así como la reducción de la calificación crediticia de Pemex; ii) la intensificación reciente de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus socios comerciales; iii) la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea; y iv) preocupaciones sobre una desaceleración económica global (Gráfica 82). Así, el tipo de cambio ha oscilado en un rango de entre 18.80 y 19.60 pesos por dólar, para ubicarse actualmente en un nivel de 19.17 pesos por dólar. Es importante subrayar que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, al igual que en otras ocasiones, el Banco de México estará atento para que este se dé de manera ordenada y sin efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

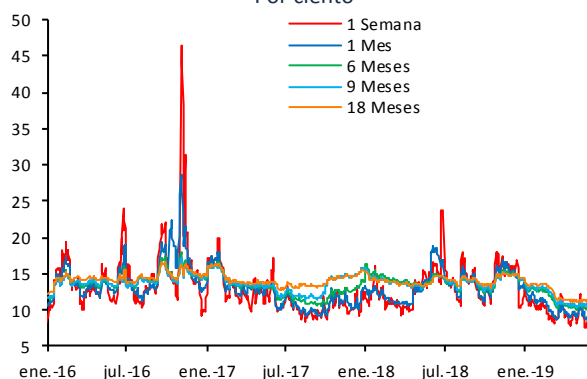
Gráfica 80
Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de abril y de la encuesta Citibanamex del 21 de mayo de 2019.

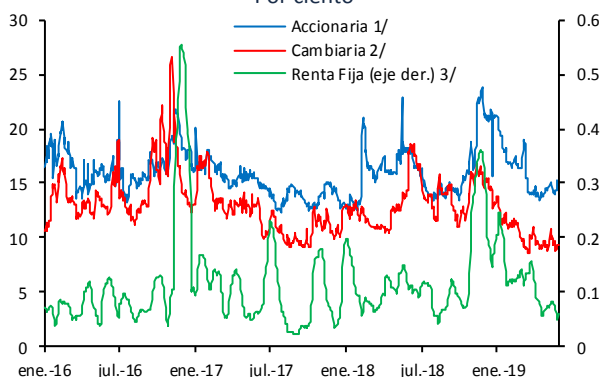
Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Gráfica 81
Volatilidad Implícita en Opciones del Tipo de Cambio
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 82
Volatilidad en los Mercados Financieros en México
Por ciento



^{1/} Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.

^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

^{3/} Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

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

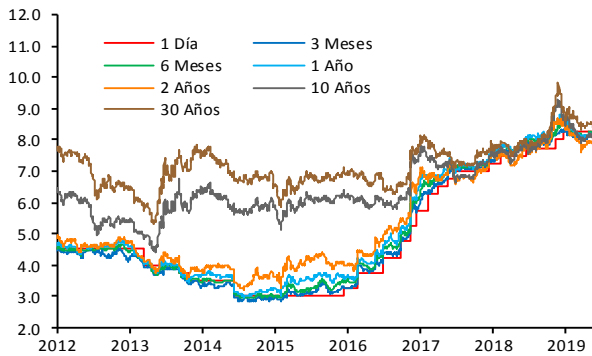
Por su parte, en cuanto a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, en marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales y reiteró su mensaje de que serán pacientes para realizar ajustes en este. En este contexto, la mediana de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) sugiere que no habría aumentos en el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 2019. Posteriormente, en la reunión de mayo, la Reserva Federal decidió mantener sin cambio el objetivo para la tasa de fondos federales, como se esperaba.

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México y sus diferenciales con las de Estados Unidos, pueden distinguirse dos episodios. Primero, de principios de enero a finales de marzo, ambos indicadores registraron disminuciones para todos los plazos, especialmente en los correspondientes al mediano y largo plazos. El comportamiento de las tasas de interés estuvo influido, en buena medida, por la expectativa de un proceso de normalización monetaria más lento que lo previsto en las principales economías avanzadas, principalmente en Estados Unidos (Gráficas 83 y 84). En particular, durante el primer periodo, las tasas para plazos de 3 meses, 2 años y 10 años disminuyeron de 8.3 a 8.1%, de 8.6 a 7.7% y de 8.8 a 8.0%, respectivamente. Posteriormente, de finales de marzo a la fecha, las tasas de interés y sus diferenciales con Estados Unidos mostraron un ligero incremento. Así, las tasas de interés para plazos de 3 meses, 2 años y 10 años aumentaron a 8.2, 7.9 y 8.1%, respectivamente. Por su parte, destaca que los diferenciales entre ambos países correspondientes a las tasas de interés de mediano y largo plazos permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes (Gráficas 85, 86 y 87).

La pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) disminuyó hasta finales de marzo y a partir de esta fecha ha permanecido en niveles cercanos a cero, los cuales son inferiores a los de otras economías emergentes (Gráficas 88 y 89). Al respecto, cabe destacar que, como se señaló previamente, la información que una posible inversión de la curva de rendimientos conlleva respecto de la actividad económica futura depende,

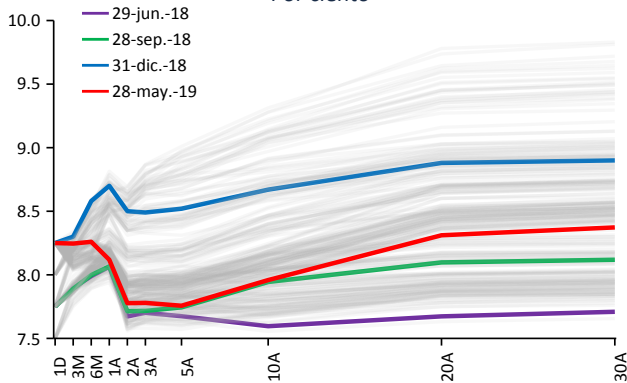
en buena medida, del nivel de la prima por plazo y de la expectativa que se tenga para ella. En particular, si la prima por plazo es reducida la señal que la pendiente de la curva de rendimientos proporciona sobre un menor dinamismo de la actividad económica futura es más débil. En este sentido, es importante señalar que si bien la prima por plazo en México se ubica en niveles todavía mayores a los registrados en los últimos años, desde finales de 2018 ha venido mostrando una tendencia descendente, si bien en el margen ha mostrado volatilidad (Gráfica 90).

Gráfica 83
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

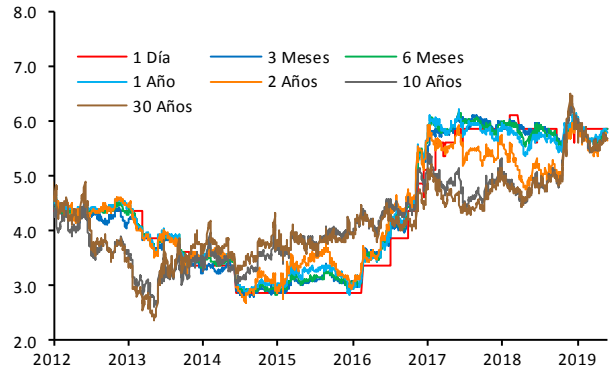
Gráfica 84
Curva de Rendimientos de México
Por ciento



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

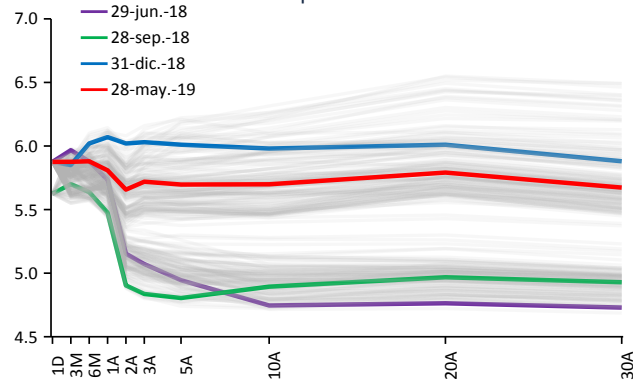
Gráfica 85
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Por ciento



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 de Estados Unidos.

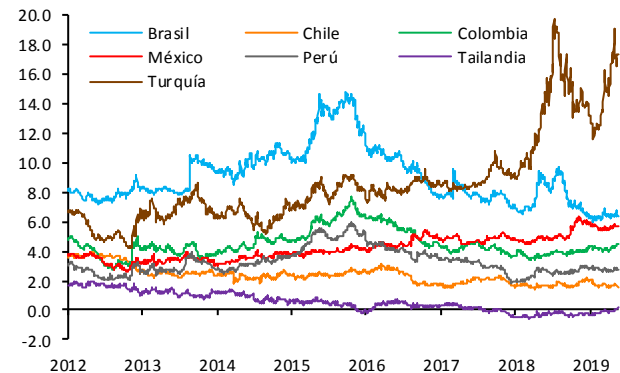
Gráfica 86
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
Puntos porcentuales



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de diferenciales diarias desde el 1 de junio de 2018.

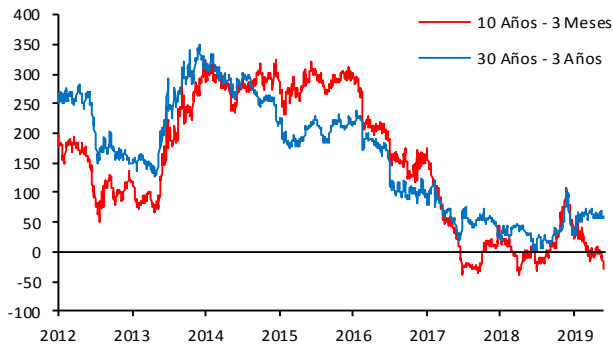
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 87
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 Años de Varios Países con respecto a Estados Unidos
Por ciento



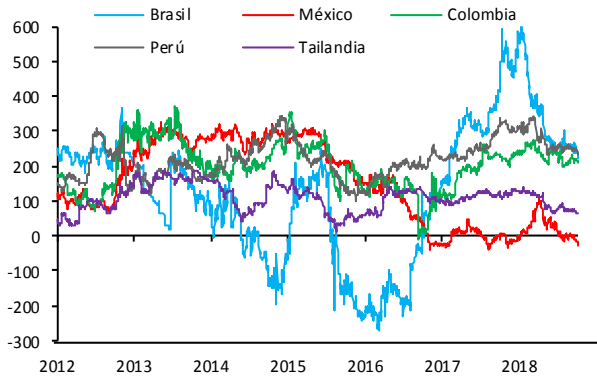
Fuente: Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 88
Pendiente de la Curva de Rendimientos
 Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 89
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
 (10 años-3 meses)
 Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 90
Prima por Plazo en México ^{1/}
 Puntos base

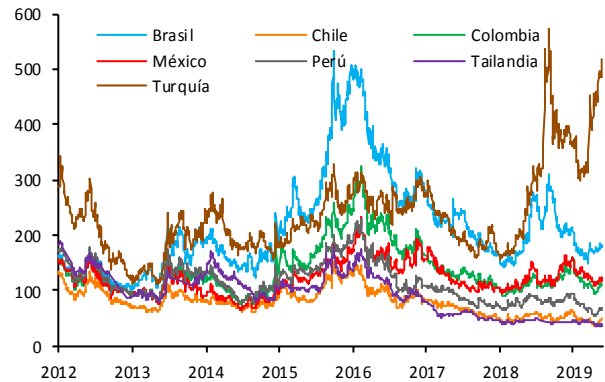


1/ Para el cálculo de la prima por plazo primero, se estima la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo implícita en la tasa de largo plazo (tasa de bonos cupón cero compuesta a 10 años) mediante un modelo afín. A partir de esta estimación la prima por plazo se calcula como el residual entre la tasa de largo plazo y la expectativa mencionada. Esta última medida considera un interés compuesto continuamente.

Fuente: Estimación del Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Bloomberg.

Por último, cabe destacar que las condiciones más favorables que prevalecieron de principios de enero a finales de marzo en los mercados financieros internacionales contribuyeron a un buen desempeño de los activos financieros en México. No obstante, algunos factores de riesgo han implicado que los activos nacionales continúen cotizando con un descuento o prima de riesgo adicional. Entre estos factores se encuentran, la incertidumbre sobre: i) el entorno externo el cual podría ocasionar ajustes de portafolio y; ii) en la parte interna, las perspectivas crediticias de Pemex y de la economía en general. En este contexto, si bien los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano disminuyeron en México de principios de enero a mediados de abril, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes, estos han aumentado a partir de esa fecha y permanecen en niveles elevados respecto a los de otras economías emergentes y a los que corresponderían a su calificación de riesgo soberano (Gráfica 91).

Gráfica 91
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.

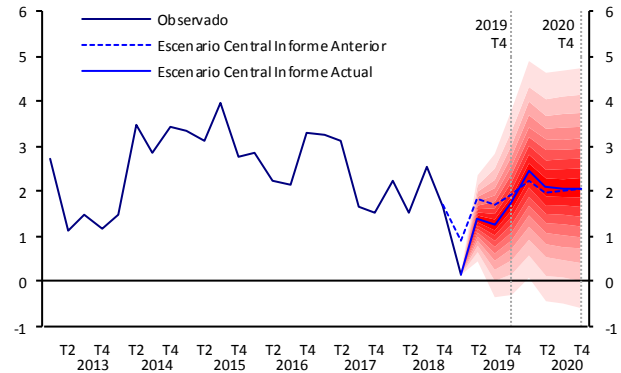
Fuente: Bloomberg.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

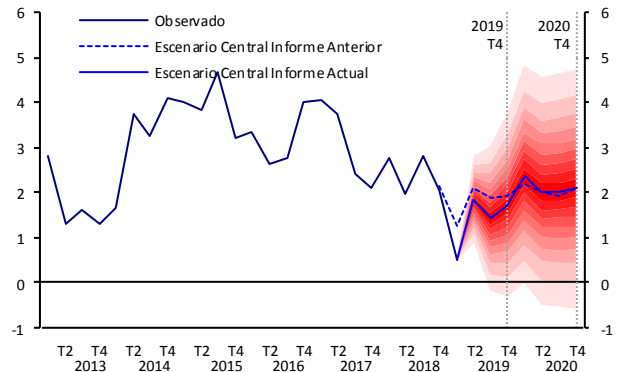
Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2019 se revisan de una expansión esperada de entre 1.1 y 2.1% en el Informe anterior a una de entre 0.8 y 1.8%. Para 2020, se continúa esperando que el crecimiento del PIB se ubique en un intervalo de entre 1.7 y 2.7% (Gráficas 92 y 93).²⁰ El ajuste para 2019 refleja principalmente el hecho de que el desempeño de la economía durante el primer trimestre de 2019 fue menor a lo previsto lo que, como ya se mencionó, se asocia, en parte, a la afectación ocasionada por diversos factores de carácter transitorio. Asimismo, si bien para los próximos trimestres se anticipa que la economía retome una senda de crecimiento, apoyada por contribuciones positivas tanto de la demanda interna, como externa, esta última podría mostrar una desaceleración mayor a la anticipada derivada de una moderación del crecimiento de la economía global en general y de la producción industrial en Estados Unidos en particular.²¹ Adicionalmente, se estima que cualquier recuperación de la inversión se dé de manera gradual. Estas previsiones consideran que se mantendrá un marco macroeconómico sólido y finanzas públicas sostenibles.

Gráfica 92
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas.
Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 93
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas.
Fuente: INEGI y Banco de México.

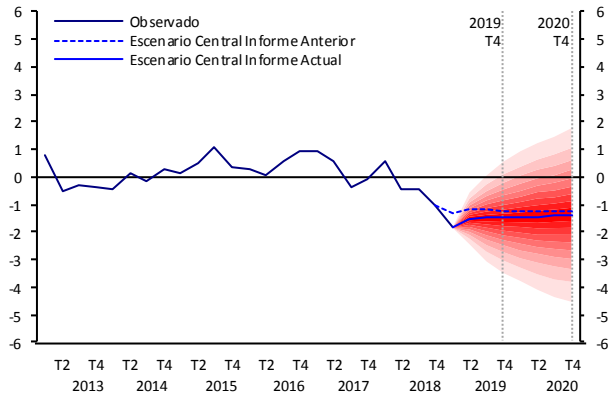
Con respecto a la posición cíclica de la economía, se sigue anticipando que las condiciones de holgura mantengan cierto relajamiento a lo largo del horizonte de pronóstico (Gráficas 94, 95 y 96).

²⁰ Cabe notar que, por ser año bisiesto, en 2020 habrá un día adicional relativo a 2019. Ello conducirá a que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea mayor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad, toda vez que esta última controla por este efecto. Como referencia, en 2016 la diferencia entre estas dos tasas de crecimiento fue de tres décimas.

²¹ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en mayo de 2019, se esperan expansiones de la producción industrial en Estados Unidos para 2019 y 2020 de 2.2 y 1.6%, tasas menores que las de 2.8 y 1.7% reportadas en el Informe anterior.

Gráfica 94

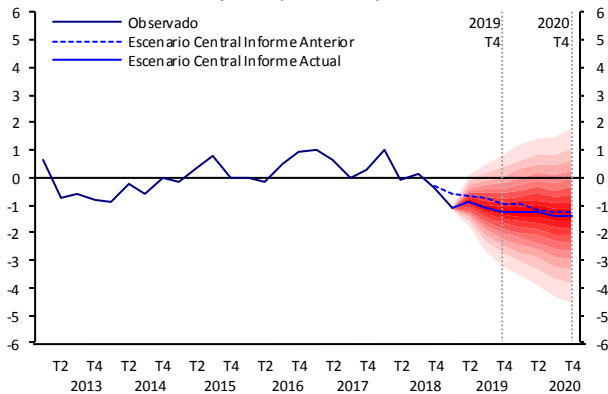
Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 95

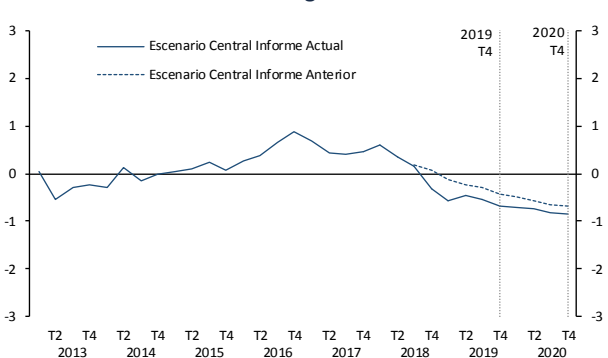
Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a. e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 96

Indicador de Holgura Trimestral



Notas: i) En el Escenario Central del Informe Actual el pronóstico inicia en 2019 T1. En el caso del Escenario Central del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2018 T4. ii) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero. iii) No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.
Fuente: Banco de México.

Empleo: En congruencia con la modificación a las perspectivas de crecimiento y con el menor dinamismo observado en la creación de puestos de trabajo registrados en el IMSS, la expectativa para el crecimiento de este último indicador para 2019 se revisa de un intervalo de entre 620 y 720 mil en el Informe anterior, a uno de entre 530 y 630 mil. Para 2020, el intervalo se mantiene sin cambio en uno de entre 650 y 750 mil.

Cuenta Corriente: Para 2019 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.5 y 24.3 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 11.8 y 25.2 miles de millones dólares, respectivamente (de 0.9 y 2.0% del PIB, en el mismo orden). Para 2020, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.7 y 25.6 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden), previsiones que se comparan con las reportadas en el Informe anterior de 14.0 y 28.0 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 2.0% del PIB, en el mismo orden).

Balance de riesgos para el crecimiento: La economía mexicana continúa enfrentando riesgos que, de materializarse, podrían generar efectos adversos sobre el crecimiento. Así, los elementos de riesgo internos y externos que persisten dan lugar a que en el horizonte de pronóstico el balance de riesgos para la actividad económica se ha tornado más incierto y mantiene un sesgo a la baja. Entre los riesgos a la baja en este horizonte destacan:

- i. Persiste incertidumbre respecto a la posibilidad de un surgimiento de nuevas disputas comerciales, de un escalamiento de las ya existentes, o de la adopción de mayores medidas proteccionistas a nivel mundial que afecten al crecimiento, la inversión y el comercio globales, así como a los mercados financieros internacionales, en detrimento de la actividad económica en México.
- ii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por diversos factores: a) mayores tensiones comerciales a nivel global que den como lugar un menor apetito por riesgo; b) posibles sorpresas inflacionarias que ocasionen aumentos

- imprevistos en las tasas de referencia de los principales bancos centrales; c) un posible contagio proveniente de otras economías emergentes; o d) acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.
- iii. Que se observe una desaceleración mayor a la esperada de la economía y el comercio globales una vez que expiren los estímulos fiscales vigentes en algunas de las principales economías, principalmente la de Estados Unidos, o derivado de una desaceleración mayor a la esperada de la producción industrial en ese país.
 - iv. Que el proceso de ratificación e implementación del acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá se retrase y genere mayor incertidumbre, afectando a la inversión.
 - v. Que se deteriore el actual ambiente de incertidumbre interna que ha venido afectando a la inversión, y que ello ocasione que diversas empresas pospongan o no lleven a cabo sus planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
 - vi. Que se observe un deterioro en la calificación de la deuda de Pemex que complique la situación financiera de la empresa, o revisiones a la baja por parte de las agencias calificadoras en las notas crediticias de otras empresas productivas del Estado o en la del país.
 - vii. Que se presenten nuevas afectaciones a la producción o distribución de bienes y servicios (huelgas o interrupciones a las vías de comunicación o a la distribución de combustibles, así como mayores retrasos en los cruces fronterizos con Estados Unidos).

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico sobresalen:

- i. Que se formalice el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá y que ello dé lugar a un mayor impulso de la inversión.
- ii. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
- iii. Que se observe un dinamismo de la demanda agregada mayor al previsto, derivado de un aumento en el gasto de los consumidores o de que algunos sectores productivos enfrenten mejores condiciones para aumentar sus inversiones.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: Los pronósticos para la inflación general anual se ajustan ligeramente al alza por mayores previsiones en relación al Informe anterior para los precios de los energéticos derivadas de la dinámica de las referencias internacionales de estos bienes y por los aumentos recientes que ha presentado la inflación subyacente. No obstante, se prevé que el aumento que ha presentado la inflación general, si bien afecta las previsiones de menor plazo, se considera transitorio, por lo cual el pronóstico muestra una convergencia a la meta del Banco de México en el tercer trimestre de 2020. Por su parte, la revisión al alza en los pronósticos para la inflación subyacente anual se debe, en buena medida, a la evolución que han venido presentando los precios de los grupos de servicios de vivienda y de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, en los que se han registrado niveles mayores a los que se tenían previstos. Esta evolución pudiera estar asociada a las posibles presiones de costos, entre las cuales se incluyen aumentos en los energéticos y los mayores incrementos salariales. No obstante, se continúa esperando que la inflación subyacente se ubique en 3% desde el segundo trimestre de 2020 (Cuadro 3 y Gráficas 97 y 98).

Cuadro 3
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
 Variación anual en por ciento

	2019				2020				2021	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
INPC										
Informe Actual ^{1/}	4.8	4.1	4.3	4.0	3.7	3.8	3.2	3.1	3.0	3.0
Informe Anterior ^{2/}	4.8	4.1	4.3	3.8	3.4	3.5	3.1	2.8	2.7	
Subyacente										
Informe Actual ^{1/}	3.7	3.6	3.8	3.6	3.4	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0
Informe Anterior ^{2/}	3.7	3.5	3.6	3.4	3.2	3.2	2.9	2.8	2.7	

1/ Pronóstico a partir de mayo de 2019.

2/ Pronóstico a partir de febrero de 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cabe señalar que el entorno actual presenta riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar la evolución de la inflación. Además, en el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes.

Al alza:

- i. La posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos.
- ii. Que se observen mayores presiones en los precios de los energéticos o en los productos agropecuarios, especialmente en aquellos en los que los precios internacionales se han visto presionados al alza.
- iii. Que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global.
- iv. Que se deterioren las finanzas públicas.
- v. Que dada la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales elevadas en diversos sectores. De hecho, en algunos de ellos estas han rebasado las ganancias en productividad, lo que podría generar presiones de costos, con afectaciones en el empleo formal y contribuyendo a que la inflación subyacente se mantenga elevada, evitando que la ampliación en las condiciones de holgura se traduzca en menores presiones sobre la inflación.

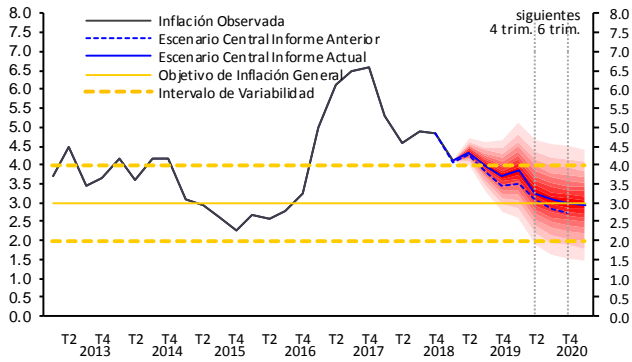
vi. La persistencia que ha mostrado la inflación subyacente podría dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos a disminuir.

A la baja:

- i. Que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente.
- ii. Que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto.

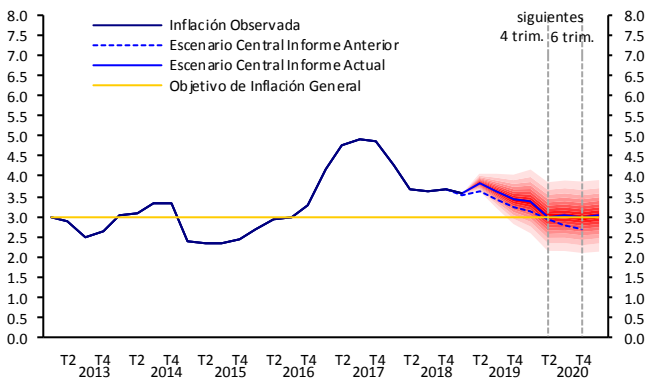
De esta forma, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. Por tanto, en un entorno de marcada incertidumbre, se considera que aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico.

Gráfica 97
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 segundo trimestre de 2019, es decir, el segundo y cuarto trimestre de 2020, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 98
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 segundo trimestre de 2019, es decir, el segundo y cuarto trimestre de 2020, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Para atender los retos y rezagos que enfrenta la economía mexicana, es necesario adoptar y mantener políticas que sienten bases sólidas para el crecimiento del país y que corrijan los problemas estructurales e institucionales que le han impedido alcanzar una mayor productividad y que desincentivan la inversión en el país. En este sentido, como se ha señalado en Informes anteriores, es prioritario robustecer el estado de derecho, de modo que, además de combatir la inseguridad, la corrupción y la impunidad, las autoridades competentes garanticen la certeza jurídica, el cumplimiento del marco legal y el respeto a la propiedad privada. Asimismo, una agenda clara con objetivos de largo plazo de políticas que impulsen el adecuado funcionamiento microeconómico, la competencia y una mayor eficiencia del uso de recursos de la economía, en conjunto con un marco macroeconómico sólido caracterizado tanto por disciplina fiscal, como por la estabilidad de precios, contribuiría a una mayor certidumbre y generaría mayor confianza en el país. Ello permitiría fomentar la inversión, elevar la productividad e incrementar el potencial de crecimiento del país, lo que redundaría en un mayor bienestar para todos los mexicanos.

Capítulo II: Informe Trimestral Abril – Junio 2019

CONTENIDO

1.	Introducción.....	83
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2019	86
2.1.	Condiciones Externas.....	86
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	87
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	94
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	95
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	96
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	100
2.2.1.	Actividad Económica	100
2.2.2.	Mercado Laboral	107
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	115
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	115
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	118
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F)	123
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	128
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	129
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	129
2.2.5.2.	Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple.....	130
2.2.5.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	130
2.2.5.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple.....	132
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras.....	132
3.	Evolución Reciente de la Inflación	135
3.1.	La Inflación en el Segundo Trimestre de 2019.....	135
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	138
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	139
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	141
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	143
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	158
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica.....	158
5.2.	Previsiones para la Inflación	160

RECUADROS

Recuadro 1. Efectos de la Mayor Incertidumbre en la Inversión de Negocios de Estados Unidos	88
Recuadro 2. Evolución Reciente del Empleo Afiliado al IMSS a Nivel Sectorial y Regional	110
Recuadro 3. Plan de Negocios de PEMEX	124
Recuadro 4. Actualización de la Estimación de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México	145
Recuadro 5. Evolución de las Primas por Plazo en México	152

Capítulo II. Informe Trimestral Abril – Junio 2019

1. Introducción

Durante el periodo que se reporta, la economía mexicana enfrentó un entorno complejo debido tanto a factores globales, como a otros más asociados con el ámbito interno, que implican riesgos que pudieran afectar la capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. Respecto de las condiciones externas, las tensiones comerciales se han intensificado, particularmente entre Estados Unidos y China, lo que ha propiciado mayor incertidumbre. En este contexto, la economía global se desaceleró y sus expectativas de crecimiento se revisaron a la baja. Lo anterior, aunado a la ausencia de presiones inflacionarias, ha conducido a que se empiecen a adoptar posturas monetarias más acomodaticias en un amplio número de bancos centrales. Estas condiciones se han visto reflejadas en reducciones considerables en las tasas de interés de las principales economías avanzadas en todos los plazos. Así, los escenarios centrales para el crecimiento global se han ajustado a la baja y persisten diversos riesgos, como los asociados a un escalamiento de las tensiones comerciales globales, a nuevos episodios de volatilidad financiera, y a factores políticos y geopolíticos. En el ámbito interno, los mercados financieros en México han reflejado los efectos tanto de menores tasas de interés en economías avanzadas, como algunos episodios de volatilidad asociados a factores externos e idiosincrásicos. Un primer episodio a principios de junio estuvo asociado con la amenaza de la imposición de aranceles a las importaciones de productos mexicanos por parte de Estados Unidos, así como con las revisiones a la perspectiva o a la calificación de la deuda soberana y de Pemex por parte de algunas agencias calificadoras. Dicha volatilidad se atenuó con el acuerdo migratorio alcanzado entre las autoridades de México y Estados Unidos y, en su momento, un mayor apetito por riesgo entre los inversionistas. No obstante, de manera más reciente se han dado episodios adicionales de volatilidad que han estado relacionados con la intensificación, desde inicios de agosto, de las disputas comerciales entre Estados Unidos y China, así como con la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías, entre otros.

En el ámbito interno, la actividad económica en México presentó en el periodo que se reporta una evolución por debajo de lo esperado, de modo que las condiciones de holgura de la economía continúan relajándose más de lo previsto. A su vez, en el primer trimestre del año el comportamiento de la inflación general estuvo en línea con los pronósticos correspondientes dados a conocer por el Banco Central en su momento, mientras que en el segundo trimestre se situó ligeramente por debajo de lo previsto. Esto fue reflejo sobre todo del comportamiento a la baja de la inflación no subyacente, ya que la inflación subyacente se ha mantenido estable en niveles relativamente elevados. En este ambiente complejo e incierto, el Banco de México ha conducido la política monetaria buscando preservar el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, con una postura monetaria que conduzca a la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico previsto, reforzando la confianza en la economía nacional y propiciando un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la actividad económica.

En efecto, si bien la inflación general anual aumentó entre el primer y el segundo trimestre de un promedio de 4.10 a 4.21%, su comportamiento más reciente ha mostrado una tendencia decreciente y alcanzó 3.29% en la primera quincena de agosto. Este comportamiento a la baja de la inflación general ha reflejado, principalmente, la evolución de la inflación no subyacente anual, la cual se redujo de un promedio de 5.84 a 5.35% en los trimestres referidos, y a 1.81% en la primera quincena de agosto. Al interior de la inflación no subyacente se observaron menores incrementos especialmente en los precios de los energéticos, así como en los de las frutas y verduras, en tanto que la tasa de crecimiento de los precios de los productos pecuarios ha aumentado. En contraste, la inflación subyacente anual promedio pasó de 3.56 a 3.83% entre el primer y el segundo trimestre, situándose en 3.77% en la primera quincena de agosto. De esta manera, la inflación subyacente ha mantenido su persistencia.

Respecto de las decisiones de política monetaria, en sus reuniones de mayo y junio, la Junta de Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 8.25%, mientras que en la de agosto redujo dicho objetivo en 25 puntos base a un nivel de 8%.

En la reunión de mayo la Junta mencionó que las condiciones de holgura se relajaron y que el balance de riesgos para el crecimiento mantenía un sesgo a la baja. Señaló que se habían intensificado algunos riesgos a la baja para la inflación, como la mayor holgura, mientras que otros podrían mantenerla en niveles elevados. Consideró que persistía un balance de riesgos al alza para la inflación, en un entorno de marcada incertidumbre. En la reunión de junio mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y que se ha ampliado su sesgo a la baja. En cuanto a la inflación, señaló que, si bien algunos de los riesgos para esta respecto a su pronóstico habían disminuido, otros habían ganado relevancia, por lo que prevalecía un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. Por su parte, la disminución de la tasa de referencia en la reunión de agosto se llevó a cabo tomando en cuenta que la inflación general ha disminuido conforme a lo previsto por el Instituto Central, la ampliación en la holgura mayor a la esperada, y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas a diferentes plazos. Esto, considerando que bajo las condiciones actuales el nivel de 8% en la tasa de referencia es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

En cuanto al entorno internacional, la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mundial durante el segundo trimestre del año reflejó la menor expansión de las principales economías avanzadas y emergentes, tales como Estados Unidos, la zona del euro, Japón, Reino Unido y China. En el periodo que cubre este Informe, se acentuaron las disputas entre Estados Unidos y otras economías, tanto en materia comercial, como asociadas a temas migratorios, tecnológicos y de aspectos de política cambiaria, elevando la preocupación sobre los efectos de dichas tensiones sobre el crecimiento. Lo anterior profundizó la caída de la confianza de los negocios, la debilidad de la inversión y la desaceleración de la actividad manufacturera. De este modo, se registró

una nueva revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento mundial. Por su parte, la inflación general y subyacente en las principales economías avanzadas se ha mantenido en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En este escenario de crecimiento moderado y con presiones a la baja y menores perspectivas de inflación, un amplio número de bancos centrales tanto de economías avanzadas, como de emergentes, han adoptado posturas monetarias más acomodaticias. Si bien esto último propició un clima de mayor apetito por riesgo y una recuperación de los activos en los mercados financieros internacionales, se han presentado episodios de volatilidad, como los registrados desde inicios de agosto, con el anuncio de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos a las importaciones provenientes de China, la designación de China como país manipulador de tipo de cambio con fines competitivos, y la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías. Así, los riesgos que enfrenta la economía global han aumentado, destacando la posibilidad de una intensificación de las tensiones comerciales, de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea y de un agravamiento de algunos conflictos políticos y geopolíticos.

En este entorno de marcada incertidumbre y de confluencia de los factores externos e internos mencionados, en el periodo que se reporta persistió el estancamiento que la economía mexicana ha venido mostrando en los trimestres previos. Este comportamiento ha sido reflejo de una mayor debilidad de los componentes internos de la demanda agregada, lo que condujo a que las condiciones de holgura en la economía continuaran relajándose, incluso más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo. En particular, la inversión continuó exhibiendo una trayectoria a la baja derivada, principalmente, de fuertes caídas en el gasto en construcción y en la maquinaria y equipo importado. Asimismo, se acentuó la debilidad que el consumo privado ha venido registrando desde la última parte de 2018, tanto en el de bienes, como en el de servicios. En contraste, en el segundo trimestre del año, y a pesar del debilitamiento del comercio mundial y del escalamiento de las tensiones comerciales, las exportaciones manufactureras presentaron cierta

recuperación con relación a la desaceleración mostrada en los dos trimestres anteriores.

En comparación con el Informe Trimestral anterior, los pronósticos para la inflación general anual se ajustan a la baja para los próximos cuatro trimestres como resultado de una trayectoria más favorable a la prevista anteriormente para el crecimiento de los precios de los energéticos y de los agropecuarios, en tanto que se mantiene en niveles similares para el resto del horizonte de pronóstico. Así, se prevé que la inflación general anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera que presente una trayectoria ligeramente mayor a la estimada en el Informe anterior para los siguientes doce meses como resultado de incrementos mayores a los previstos en los precios de los servicios y de un tipo de cambio ligeramente más depreciado. No obstante, a partir del cuarto trimestre de 2020 la inflación subyacente esperada es ligeramente menor debido, principalmente, a las mayores condiciones de holgura previstas en relación con las anticipadas en el Informe previo. De esta forma, se espera que la inflación subyacente anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020.

Respecto a los riesgos para la inflación destacan los siguientes. Al alza: i) que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente; ii) la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos; iii) la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado; iv) que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos agropecuarios; v) un entorno de debilidad en las finanzas públicas; vi) el escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global; y vii) que dada la magnitud de diversas revisiones salariales se generen presiones de costos, en la medida que dichas revisiones superen las ganancias en la productividad. Entre los riesgos a la baja destacan: i) que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias

más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos; ii) que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, tal como ha sucedido con los energéticos ante una mayor debilidad económica mundial, lo cual también contribuiría a reducir la inflación subyacente; y iii) que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual incidiría en el comportamiento de la inflación subyacente. Por lo anterior, aún persiste marcada incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. El Banco de México estará atento a la posible materialización de los riesgos para la inflación, tanto a la baja como al alza.

La Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria.

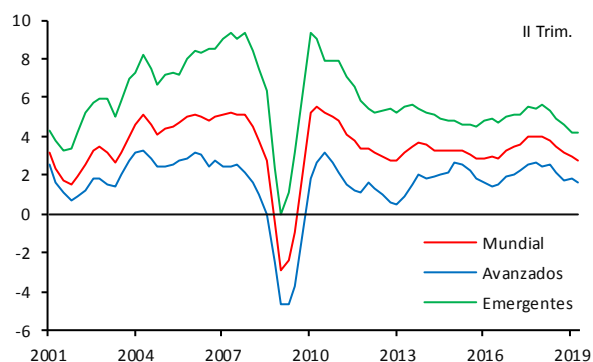
El entorno actual sigue presentando importantes riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, es particularmente importante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, es necesario atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019. En adición, es importante que el Paquete Económico para 2020 genere confianza. Asimismo, es indispensable fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad.

2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Segundo Trimestre de 2019

2.1. Condiciones Externas

La información disponible sugiere que en el segundo trimestre del año la economía mundial moderó su ritmo de crecimiento con respecto al primero, como consecuencia de la menor expansión de las principales economías avanzadas y emergentes, tales como Estados Unidos, la zona del euro, Japón, Reino Unido y China (Gráfica 99). Durante el periodo que cubre este Informe, se profundizaron las disputas entre Estados Unidos y otras economías, no solo en relación con los desbalances comerciales bilaterales, sino también en temas relacionados con tecnología, migración y aspectos de política cambiaria, elevándose así los riesgos derivados de los efectos de dichas tensiones sobre el crecimiento global. Lo anterior acentuó la caída en la confianza de los negocios, la debilidad de la inversión privada y la desaceleración de la actividad manufacturera (Gráfica 100). En contraste, el gasto en consumo privado y el sector de los servicios han seguido mostrando una relativa fortaleza, apoyados por el crecimiento del empleo y la aún elevada confianza de los consumidores. Por su parte, la inflación general y subyacente en las principales economías avanzadas se ha mantenido en niveles reducidos y por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales a pesar de la aparente ausencia de holgura en los mercados laborales.

Gráfica 99
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

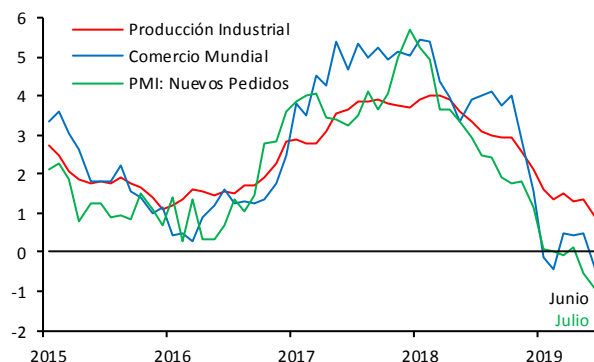
Nota: Se utilizan estimaciones para el cálculo del segundo trimestre. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 100

Indicadores de Actividad Global

Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50



Fuente: CPB Netherlands y Markit.

Los pronósticos de crecimiento de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI) se revisaron a la baja para 2019 y 2020 debido, en gran medida, a la mayor incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales, migratorias y sobre tecnología y a que el crecimiento de algunas de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, ha sido menor a lo que se venía anticipando. En este escenario central de un crecimiento más moderado y con perspectivas de baja inflación, los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como de emergentes, han comenzado a adoptar políticas monetarias más acomodaticias. Esto último propició, temporalmente, un clima de mayor apetito por riesgo y una recuperación de los precios de los activos en los mercados financieros internacionales. No obstante, el anuncio del gobierno de Estados Unidos de nuevos aranceles a las importaciones provenientes de China, la designación de ese país como manipulador del tipo de cambio con fines competitivos, las medidas adicionales por parte de China en represalia a lo anunciado por Estados Unidos y la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías, se reflejó durante la primera mitad de agosto, en una caída en los precios de los activos financieros, la cual se acentuó ante eventos de carácter electoral y político en Argentina, los disturbios sociales en Hong Kong, la reciente dimisión del Primer Ministro de Italia y el escalamiento en las tensiones entre China y Estados Unidos a finales de agosto. Así, los riesgos que enfrenta la economía global han aumentado, destacando un escalamiento en las disputas

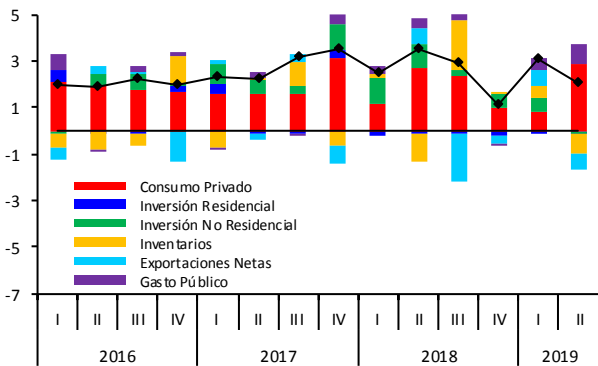
comerciales, una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea y un deterioro en algunos conflictos políticos y geopolíticos, por lo que no se pueden descartar episodios de volatilidad y de aversión al riesgo.

2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, la actividad económica se desaceleró en el segundo trimestre, al crecer 2.1% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de avanzar 3.1% en el primer trimestre (Gráfica 101). Dicha moderación se dio a pesar de la mayor expansión del gasto público y del repunte del consumo privado, este último apoyado por los aún elevados niveles de confianza de los consumidores y los elevados niveles de empleo. La referida moderación se relaciona con la mayor debilidad de la inversión fija de los negocios, la fuerte desacumulación de inventarios y la contribución negativa de las exportaciones netas (ver Recuadro 1).

Gráfica 101
EUA: PIB Real y Componentes

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

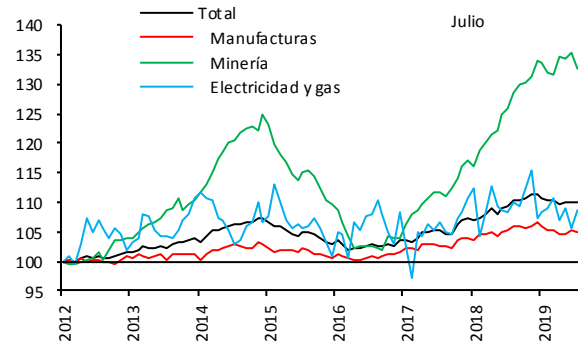


a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

Por su parte, la producción industrial de ese país disminuyó por segundo trimestre consecutivo, al contraerse a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 2.1%, luego de caer 1.9% en el trimestre previo (Gráfica 102). Lo anterior se debió principalmente a la debilidad del sector manufacturero, el cual acentuó su caída como reflejo

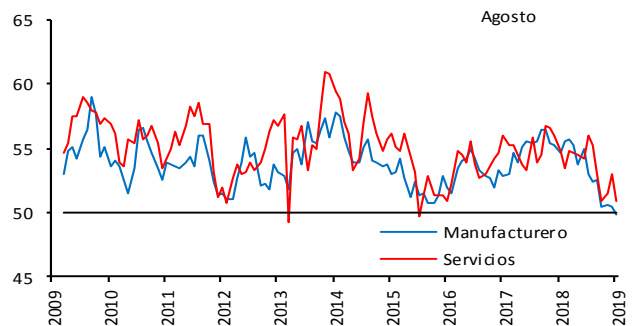
del menor gasto de capital del sector privado, el menor crecimiento global, las preocupaciones sobre las tensiones comerciales, así como factores transitorios relacionados con problemas técnicos en el sector aeronáutico. Dicha debilidad continuó en julio, al registrarse una contracción de 0.2% a tasa mensual en la actividad industrial y de 0.4% en la manufacturera. Adicionalmente, el Índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector manufacturero alcanzó en agosto su nivel más bajo desde septiembre de 2009, ubicándose en zona de contracción, en 49.9 puntos (Gráfica 103).

Gráfica 102
EUA: Producción Industrial
Índice enero 2012=100, a.e.



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

Gráfica 103
EUA: Índice de Gerentes de Compras
Índice de difusión, a.e.



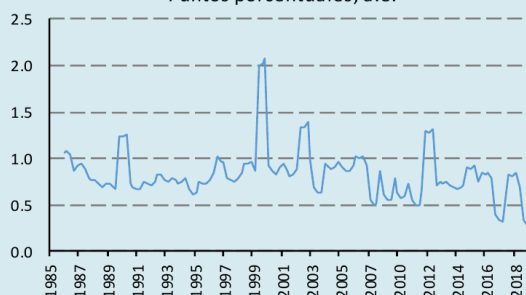
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit

Recuadro 1. Efectos de la Mayor Incertidumbre en la Inversión de Negocios de Estados Unidos

1. Introducción

En Estados Unidos, la inversión fija de los negocios se ha debilitado desde la segunda mitad de 2018, en un entorno de incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento global e intensificación de las disputas comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales (Gráfica 1). Si bien es probable que existan otros factores que pudieran estar contribuyendo a la debilidad que ha registrado la inversión desde la crisis financiera, la incertidumbre ha sido un elemento que ha adquirido cada vez mayor importancia. Lo anterior se debe a que un escenario de elevada incertidumbre pudiera reflejarse en un debilitamiento de la economía de Estados Unidos en la medida en la que las empresas pospongan sus decisiones de contratación e inversión.

Gráfica 1
Tasa de Crecimiento Anual de la Inversión Fija no Residencial
Puntos porcentuales, a.e.



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

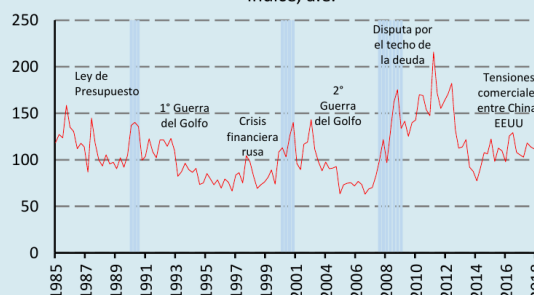
Dado que la incertidumbre no es una variable que pueda observarse directamente, en la actualidad se han producido diversos indicadores con el objetivo de medir el nivel de incertidumbre en la economía de Estados Unidos. Un indicador que ha ganado popularidad es el de Baker et al. (2016), quienes proponen el índice de incertidumbre de política económica (IPE), que está compuesto por medidas proxy de incertidumbre, tales como la cobertura que dan a noticias relacionadas con incertidumbre económica los periódicos de mayor circulación en Estados Unidos (esto se lleva a cabo haciendo una búsqueda de la combinación de palabras como “incertidumbre” o “incierto” con “económica” o “economía” y alguna de las siguientes: “congreso”, “déficit”, “Reserva Federal”, “legislación” o “regulación”); la cantidad de disposiciones del código tributario federal que expiran en años futuros y las diferencias entre los pronósticos de analistas

¹ Baker et al. (2016) calculan el IPE de la siguiente forma: sean X_{it} los conteos mensuales de artículos que contengan una combinación de las palabras clave mencionadas arriba para el periódico $i = 1, 2, \dots, I$ en el mes t , y sean $T1$ y $T2$ los intervalos de tiempo que se utilizarán en los cálculos de estandarización y normalización respectivamente seleccionados por los autores: (1) Se calcula la varianza, σ_i^2 , en el intervalo $T1$ para cada periódico i . (2) Se estandariza X_{it} dividiéndolo entre la desviación estándar

económicos. En el ejercicio que se presenta, utilizamos el IPE como medida de incertidumbre en Estados Unidos.¹

El IPE muestra que existe una importante correlación entre niveles elevados del indicador y episodios donde el entorno económico de Estados Unidos es incierto, incluyendo tanto los periodos de recesión como otros eventos geopolíticos, entre los que destacan las elecciones presidenciales, el ataque terrorista de 2001 y los problemas relacionados con el techo de la deuda. Nótese, además, que el nivel de incertidumbre ha sido mayor al promedio histórico después de la crisis financiera de 2009. Los datos más recientes sugieren que la incertidumbre en Estados Unidos se ha elevado como consecuencia de las tensiones comerciales con China (ver Gráfica 2).

Gráfica 2
Índice de Incertidumbre de Política Económica
Índice, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional
Nota/ En azul los periodos de recesiones económicas.
Fuente: Baker, Bloom y Davis (2016), y NBER.

El objetivo de este recuadro es analizar el impacto de la incertidumbre sobre la inversión fija y otras variables macroeconómicas, de Estados Unidos. El análisis se lleva a cabo a través de estimar un modelo de vectores autorregresivos (VAR) no lineal siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y Jackson et al. (2018), quienes encuentran que la incertidumbre puede tener efectos macroeconómicos no lineales que pueden afectar la forma de propagación de los choques en la economía.

2. Datos y Metodología

Como se mencionó anteriormente, la medida de incertidumbre seleccionada es el IPE. Las variables macroeconómicas seleccionadas en este análisis son: el PIB (pib_t) o la producción industrial (pi_t) como indicador de actividad económica, la inversión fija de los negocios (ifn_t), el deflactor del gasto en

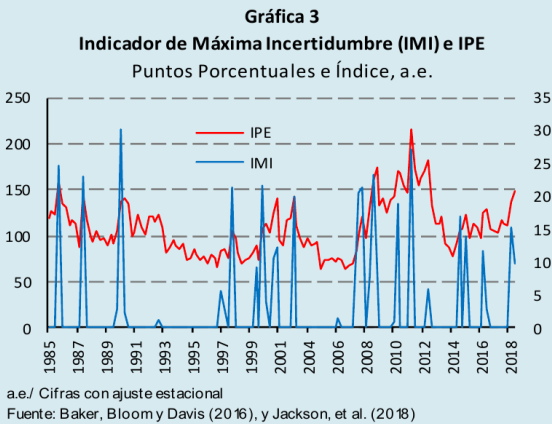
σ_i para todo t . Esta operación produce una serie Y_{it} , para cada periódico, con desviación estándar unitaria en el intervalo $T1$. (3) Se calcula la media sobre los periódicos Y_{it} en cada mes para obtener la serie Z_t . (4) Se calcula M_t , el valor medio de Z_t en el intervalo $T2$. (5) Finalmente se multiplica Z_t por $(100/M_t)$ para todo t , y así obtener el índice del IPE normalizado.

consumo personal como medida de inflación (π_t), el empleo total no agrícola (emp_t) y la tasa de fondos federales (r_t). La frecuencia de las series es trimestral y el periodo de análisis abarca desde el primer trimestre de 1985 al primero del 2019. La fuente es el Banco de la Reserva Federal de St. Louis.²

El análisis del impacto de la incertidumbre sobre la inversión fija de los negocios se lleva a cabo a través de la estimación de un modelo VAR no lineal propuesto por Jackson et al. (2018) denominado “Max Uncertainty VAR”. El modelo supone que si la incertidumbre alcanza niveles muy elevados, esta podría tener no solo un efecto lineal sobre las variables macroeconómicas, sino también un impacto no lineal que pudiera amplificar el choque. Para tomar en cuenta los potenciales efectos no lineales de la incertidumbre, los mencionados autores sugieren construir una nueva variable, denominada indicador de máxima incertidumbre (\tilde{Z}_t), la cual refleja el incremento porcentual del IPE sobre el nivel máximo alcanzado en “m” periodos anteriores; es decir:

$$\tilde{Z}_t = \max \left\{ 0, \frac{Z_t - \max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}}{\max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}} \right\} \quad (1)$$

Por construcción, este indicador alcanza niveles elevados en episodios en los que el nivel del IPE es muy alto, lo que contribuye a identificar periodos en los que el canal no lineal de la incertidumbre pudiera estar activo (ver Gráfica 3).



De esta manera, el modelo a estimar es:

$$\begin{bmatrix} Z_t \\ Y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta^{ZZ} & \beta^{ZY} \\ \beta^{YZ} & \beta^{YY} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Z_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0 \\ \gamma^{YZ} \end{bmatrix} \tilde{Z}_{t-1} + \begin{bmatrix} \epsilon_t^Z \\ \epsilon_t^Y \end{bmatrix} \quad (2)$$

Donde Z_t es el IPE, $Y_t = [pi_t \text{ ifn}_t \pi_t emp_t r_t]'$ y $[\epsilon_t^Z \ \epsilon_t^Y]' \sim N(0, \Sigma)$ todas las variables en Y_t se expresan en diferencias logarítmicas con excepción de r_t , la cual entra en niveles. El indicador \tilde{Z}_t esta construido con $m = 4$. Nótese que el modelo también se estima utilizando al PIB en lugar de la producción industrial.

Por un lado, si el nivel de incertidumbre en tiempo t es tan bajo tal que $Z_t < \max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}$ entonces \tilde{Z}_{t-1} será igual a

cero y Z_t tiene solo un impacto lineal de $\beta^{YZ}Z_{t-1}$ sobre Y_t . Por otro lado, en periodos en los que la incertidumbre alcanza niveles suficientemente elevados, tal que $Z_t > \max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}$, el efecto en Y_t se compone del efecto lineal más el no lineal equivalente a $\beta^{YZ}Z_{t-1} + \gamma^{YZ}\tilde{Z}_{t-1}$. Dado lo anterior, si \tilde{Z}_{t-1} es pequeño, el impacto no lineal no tendrá un efecto importante sobre la respuesta de Y_t a un incremento en Z_t ; pero si este fuera significativamente mayor al máximo de los m periodos anteriores, \tilde{Z}_{t-1} también será alto y por lo tanto los efectos no lineales tendrán un impacto considerable en la respuesta de Y_t .

La estimación del modelo en (2) se lleva a cabo con métodos bayesianos, imponiendo una distribución a priori normal inversa de Wishart en los coeficientes del modelo de forma reducida, asumiendo que los parámetros tienen media cero y no están correlacionados. Se incluye un rezago de las variables dependientes de acuerdo con el criterio de información Bayesiano (BIC).

Una dificultad al estimar un VAR no lineal es que las funciones de impulso respuesta (FIR) dependen no solo de la historia de la variable de choque, en este caso de la incertidumbre, sino también de la dirección y magnitud del choque. Por dicha razón, las FIR no pueden calcularse de la manera tradicional. Para solucionar este problema, Koop et al. (1996) sugieren utilizar funciones de impulso respuesta generalizadas (FIRG) las cuales se obtienen mediante simulación con métodos de Monte Carlo. En particular, dada una historia Ω_{t-1} (que no es más que el valor observado de las variables endógenas en un periodo determinado) y un choque de tamaño δ en la variable i , la FIRG en el horizonte k se define como:

$$FIRG_k(\delta) = E_t[Y_{t+k} | \Omega_{t-1}, \epsilon_t = \delta] - E_t[Y_{t+k} | \Omega_{t-1}, \epsilon_t = 0]$$

Donde el primer elemento del lado derecho de la ecuación es la esperanza Y_{t+k} condicional al choque δ y a la historia Ω_{t-1} . El segundo elemento es la esperanza condicional a la historia únicamente; es decir, las FIRG son un promedio de lo que podría suceder dado el presente y el pasado.³ En este análisis el choque δ se normaliza para representar un aumento de una desviación estándar de la serie histórica de Z_t (29 puntos del IPE).

Finalmente, se comparan las FIRG acumuladas del modelo no lineal contra las funciones de impulso respuesta acumuladas (FIR) obtenidas de la estimación de un VAR lineal con el propósito de mostrar las diferencias en el tamaño y persistencia del choque de incertidumbre en ambos modelos.

3. Resultados

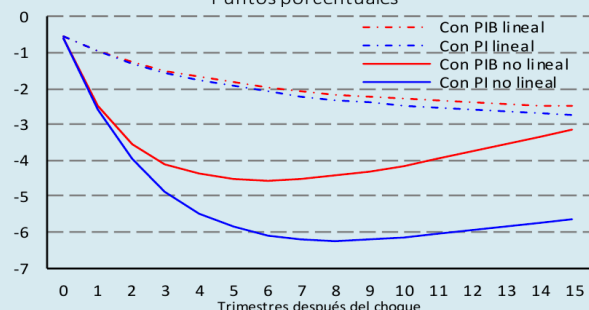
En este análisis, el estudio de los resultados se derivará de la visualización de las FIRG descritas anteriormente. En ese sentido, los resultados indican que el impacto de la incertidumbre sobre la inversión es negativo y que tiende a ser mayor en el caso del modelo no lineal que en el lineal, si bien

² La tasa de fondos federales y el IPE se transformaron en frecuencia trimestral utilizando el promedio mensual de las series.

³ Para obtener más detalles de cómo construir las FIRG véase a Koop et al. (1996).

su magnitud relativa depende de la utilización del PIB o de la producción industrial (PI) en el modelo. En particular, cuando se utiliza la segunda el efecto negativo sobre la inversión es más grande (Gráfica 4).

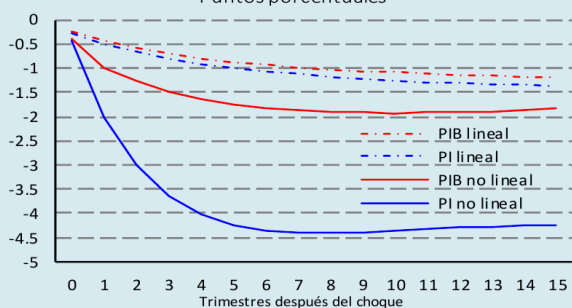
Gráfica 4
Respuesta Acumulada de la Inversión Fija de los Negocios
Puntos porcentuales



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y de Jackson et al. (2018).

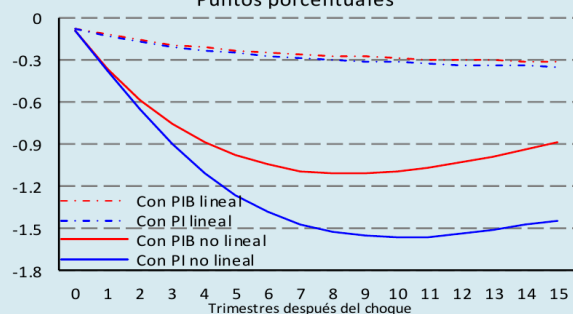
De la misma manera, se encuentra una respuesta negativa de los indicadores de actividad tanto en las estimaciones con el PIB como en las que utilizan la producción industrial (Gráfica 5). Nuevamente, se observa un efecto mayor en el modelo no lineal. Por último, las mismas características de los resultados descritos anteriormente se observan en las respuestas del empleo no agrícola (Gráfica 6).

Gráfica 5
Respuesta Acumulada de la Producción Industrial (PI) y del PIB
Puntos porcentuales



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y de Jackson et al. (2018).

Gráfica 6
Respuesta Acumulada del Empleo
Puntos porcentuales



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y de Jackson et al. (2018).

4. Consideraciones Finales

En Estados Unidos, se ha debatido mucho sobre el por qué la inversión fija de los negocios recientemente ha registrado un debilitamiento. Uno de los factores a los que se le atribuye dicha debilidad es la incertidumbre económica, la cual ha aumentado recientemente ante la intensificación de las disputas comerciales y el frágil entorno económico internacional.

En este recuadro se pretende ilustrar el impacto de un escenario de alta incertidumbre en la inversión fija de los negocios estimando un VAR en el cual niveles elevados de incertidumbre activan un canal no lineal que amplifica su efecto sobre la inversión, la actividad económica y el empleo. Los resultados apuntan a que cuando dicho canal está activo, el deterioro de la inversión es significativamente mayor y más persistente que en el modelo lineal. Dicha situación también se observa en la producción industrial, o el PIB, y el empleo no agrícola.

La magnitud de las respuestas pueden interpretarse como una cota superior (respuestas del modelo no lineal) y una cota inferior (respuestas del modelo lineal) de los posibles efectos negativos de la incertidumbre sobre la inversión (y sobre otras variables de actividad). Los resultados de otros documentos que han analizado este tipo de efectos con metodologías distintas parecen ubicarse dentro de este intervalo. Por ejemplo, Caldara et al. (2019) encuentran un impacto negativo en el nivel de la inversión agregada de entre 1 y 2 por ciento.

5. Bibliografía

Baker, Scott R. & Bloom, Nicholas & Davis Steven J., 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 131, Issue 4, 1593-1636.

Caldara, Dario & Iacoviello, Matteo & Molligo, Patrick & Prestipino, Andrea & Raffo, Andrea, 2019. "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty," Mimeo Board of Governors of the Federal Reserve System.

Jackson, Laura E. & Kliesen, Kevin L. & Owyang, Michael T., 2018. "The Nonlinear Effects of Uncertainty Shocks," Working Papers 2018-35, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Jurado, Kyle & Sydney, C. Ludvigson & Ng, Serena, 2015. "Measuring Uncertainty," *American Economic Review*, 105 (3), 1177-1216. Koop, Gary & Pesaran, M. Hashem & Potter, Simon M., 1996. "Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models," *Journal of Econometrics*, Elsevier, vol. 74 (1), 119-147.

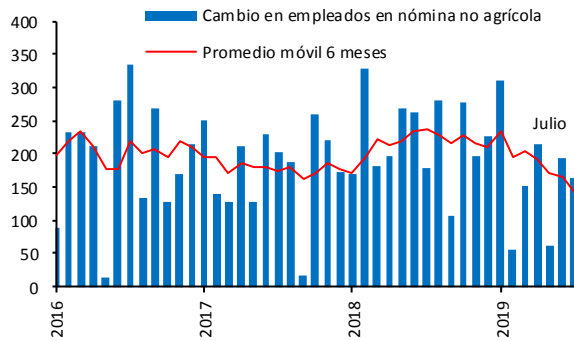
Sydney, C. Ludvigson & Ma, Sai & Ng, Serena, 2019. "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?" Forthcoming in *American Economic Journal: Macroeconomics*.

En lo referente al mercado laboral, diversos indicadores continuaron reflejando condiciones de fortaleza en ese mercado. Si bien la generación de nuevas plazas en el sector no agrícola se desaceleró de 223 mil nuevos empleos mensuales en promedio durante 2018 a 159 mil de abril a julio de este año, esta permanece por encima del nivel necesario para absorber el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 104). En consecuencia, la tasa de desempleo siguió disminuyendo, al pasar de 3.8% en marzo a 3.7% en julio, cerca de su nivel más bajo en los últimos 50 años. En este entorno, las remuneraciones promedio por hora crecieron a un ritmo ligeramente más moderado (Gráfica 105).

Gráfica 104

EUA: Nómina No Agrícola

Cambio mensual y promedio móvil de seis meses del cambio mensual, en miles de empleos, a.e.

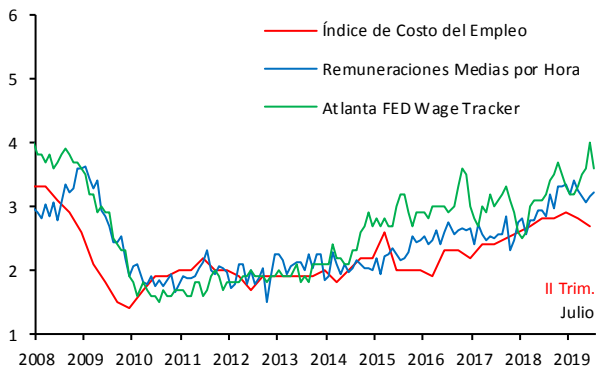


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

Gráfica 105

EUA: Indicadores Salariales

Variación en por ciento anual, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal de Atlanta y BLS.

Durante el periodo que cubre este Informe, aumentó la incertidumbre en materia de política económica en Estados Unidos:

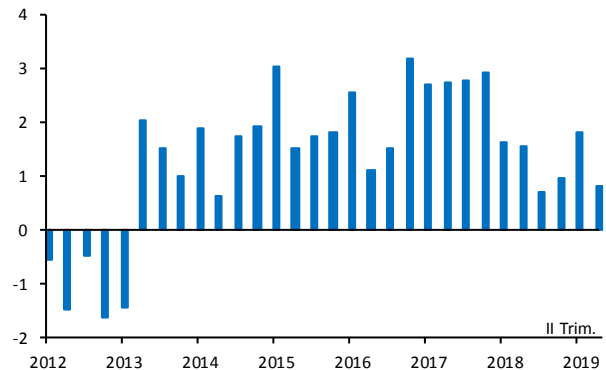
- vi. A mediados de mayo, el gobierno de ese país anunció que aumentaría de 10 a 25% los aranceles sobre 200 mil millones de dólares de importaciones provenientes de China y amenazó con imponer una tasa del 25% al resto de las importaciones. Lo anterior condujo a que China respondiera con aranceles de entre 5 y 25% a 60 mil millones de dólares de importaciones provenientes de Estados Unidos. Además, el gobierno estadounidense adoptó algunas acciones en contra de una de las principales empresas tecnológicas del país asiático. Por otra parte, luego de que en junio se estableciera una tregua para reanudar las negociaciones comerciales, como se mencionó anteriormente, el gobierno de Estados Unidos anunció a inicios de agosto que impondría a partir del mes de septiembre un arancel de 10% a 300 mil millones de dólares de importaciones provenientes de China, y designó a ese país como manipulador del tipo de cambio con fines competitivos. En respuesta, el gobierno de China anunció la suspensión de nuevas compras de productos agrícolas provenientes de Estados Unidos por parte de empresas estatales. Si bien a mediados de agosto el Presidente de Estados Unidos pospuso la entrada en vigor de parte de los últimos aranceles anunciados e informó de la posible reanudación de las negociaciones con China, las tensiones entre ambas economías siguieron escalando. En efecto, a finales de agosto, el gobierno de China anunció la imposición de aranceles adicionales sobre diferentes productos como la soya, la carne de cerdo, los automóviles y el petróleo, a lo que, a su vez, el gobierno de Estados Unidos respondió anunciando un aumento en los aranceles a 30% sobre 250 mil millones de dólares de importaciones que ya estaban gravadas a 25%, y a 15% sobre 300 mil millones de dólares adicionales que iban a ser gravadas a 10%.
- vii. Por otra parte, Estados Unidos declaró a finales de mayo su intención de imponer aranceles de 5% a todas las importaciones provenientes de México, los cuales escalarían gradualmente a 25% en caso de no presentarse avances significativos por parte de México para disminuir los flujos migratorios a través de la frontera entre ambos países. Cabe destacar que, aunque las

tensiones de Estados Unidos con México disminuyeron, ante el acuerdo alcanzado en junio entre estos dos países en materia migratoria, persiste la posibilidad de que Estados Unidos anuncie acciones en materia comercial en contra de México probablemente asociadas con temas no comerciales.

viii. A finales de julio, el gobierno de Estados Unidos llegó a un acuerdo con los líderes del Congreso de ese país para suspender el techo de endeudamiento y elevar los límites al gasto de los próximos dos años fiscales, eliminando el riesgo de una moratoria de la deuda y reduciendo los temores de un nuevo cierre de gobierno. No obstante, la eliminación de los límites al gasto contenidos en la Ley de Control Presupuestal de 2011 ha contribuido a una mayor preocupación sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano plazo. Al respecto, el Comité para la Responsabilidad del Presupuesto Fiscal del Congreso de ese país estimó que la deuda en poder del público pudiera alcanzar el 97% del PIB a finales de 2029, comparado con una cifra de 84% del PIB en un escenario inercial.

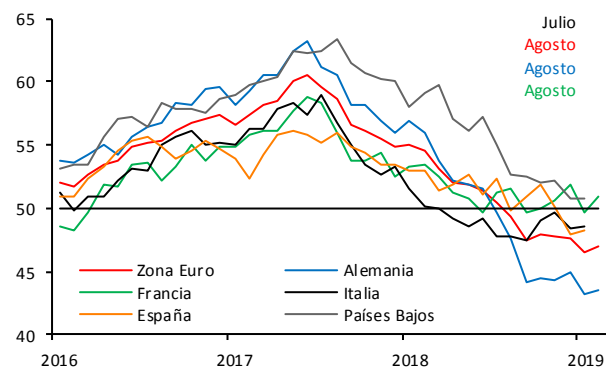
En la zona del euro, el crecimiento del PIB se moderó en el segundo trimestre, al registrar una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.8%, luego del incremento de 1.8% observado en el primero, el cual se vio impulsado por el desvanecimiento de factores transitorios (Gráfica 106). El consumo privado continuó mostrando fortaleza, impulsado por el aumento en el empleo, la aún elevada confianza de los consumidores y las condiciones financieras más acomodaticias. No obstante, las exportaciones y la inversión siguieron débiles, como reflejo del menor dinamismo global. Por su parte, la actividad industrial ha acentuado su caída en Alemania, mientras que en otras economías de la región parece estarse estabilizando (Gráfica 107). En este entorno, el mercado laboral siguió fortaleciéndose, al registrarse una disminución en la tasa de desempleo de 7.6 a 7.5% entre marzo y junio.

Gráfica 106
Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

Gráfica 107
Economías Seleccionadas: Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero
Índice de difusión, a. e.

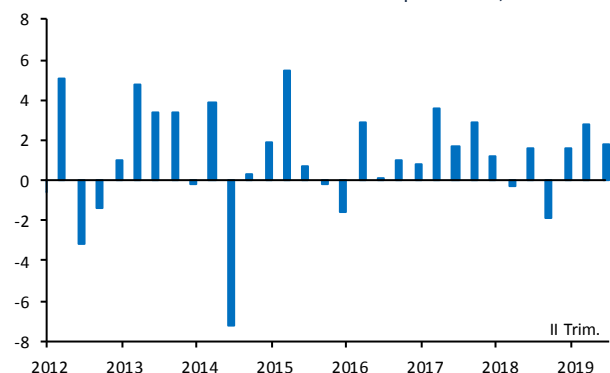


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

En Japón, la economía registró un crecimiento del PIB de 1.8% a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad en el segundo trimestre (Gráfica 108). Si bien el crecimiento fue menor al 2.8% observado en el primer trimestre, el resultado fue superior a lo anticipado por analistas. El crecimiento de la inversión fija de los negocios repuntó significativamente, mientras que el gasto en consumo privado se vio apoyado por el mayor número de días festivos y por las compras anticipadas en previsión al aumento, esperado para octubre, en la tasa del IVA. Por otra parte, las tensiones políticas de carácter histórico entre Japón y Corea del Sur se extendieron al plano comercial cuando el primero impuso restricciones a sus exportaciones a Corea de algunos químicos que son utilizados como insumos en la industria tecnológica de este último país. En respuesta, Corea eliminó a Japón de su lista de socios

preferenciales, lo que significaría mayores procedimientos administrativos para los exportadores de ciertos bienes estratégicos hacia Japón. Lo anterior pudiera entorpecer el funcionamiento de las cadenas globales de valor y acentuar la desaceleración del comercio global.

Gráfica 108
Japón: Producto Interno Bruto Real
 Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Oficina del Gabinete.

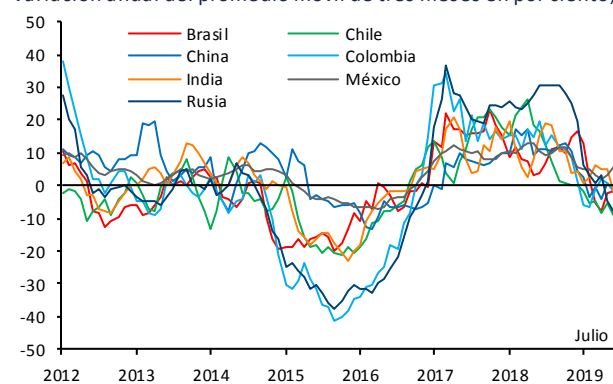
En el Reino Unido, el PIB se contrajo 0.8% a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad durante el segundo trimestre, después de haber registrado un crecimiento de 2.0% en el primero. Dicha contracción se debió, en parte, a la desacumulación de inventarios por parte de las empresas, las cuales habían anticipado compras ante la posibilidad de una salida de ese país de la Unión Europea el 29 de marzo pasado. Por su parte, la inversión de los negocios se contrajo ante la incertidumbre tanto de las relaciones futuras con la Unión Europea, como del panorama económico global. En este entorno, el mercado laboral siguió mostrando condiciones de apretamiento, al situarse la tasa de desempleo trimestral en 3.9% en junio, por debajo de la tasa de largo plazo estimada por el Banco de Inglaterra de 4.25%.

Después de varios intentos fallidos por negociar las condiciones del proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, y dado que el nuevo Primer Ministro se opone a varios puntos del acuerdo previo, la probabilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido ha aumentado. En particular, el Primer Ministro ha expresado su desacuerdo respecto a la cláusula de la frontera irlandesa incorporada en el acuerdo previo, la cual estipulaba el libre tránsito de

bienes y personas entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda.

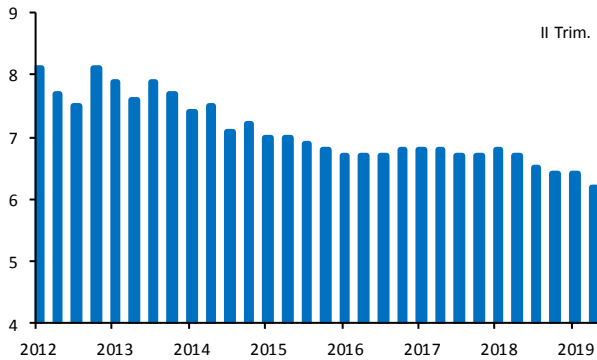
En la mayoría de las economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren debilidad de la actividad económica durante el segundo trimestre, tanto por factores idiosincrásicos como por el debilitamiento del comercio internacional (Gráfica 109). El crecimiento de las economías de la región asiática ha sido diferenciado. En el caso de China, el PIB continuó desacelerándose durante el segundo trimestre del año (Gráfica 110). Adicionalmente, los indicadores de inversión, ventas al menudeo y producción industrial siguieron debilitándose en julio a pesar de los estímulos implementados en los últimos meses por su gobierno, tales como las reducciones a la tasa de requerimientos de reservas de las instituciones bancarias, operaciones de mercado abierto para garantizar las condiciones de liquidez y recortes a impuestos a empresas y consumidores, los cuales han empezado a reflejarse en un incremento del crédito. En contraste, la actividad económica en Corea repuntó en el segundo trimestre, luego de haberse contraído en el primero, apoyada por un aumento del gasto público ante los crecientes riesgos que enfrenta esa economía. Mientras tanto, las economías de Europa emergente se han visto afectadas por la caída en la demanda externa y por factores idiosincrásicos, como en el caso particular de Turquía. En América Latina, el crecimiento ha sido menor a lo que se anticipaba en algunas de las principales economías de la región, también por factores idiosincrásicos.

Gráfica 109
Economías Emergentes Seleccionadas: Exportaciones
 Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento,



a.e./ Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Haver Analytics.

Gráfica 110
China: Producto Interno Bruto
 Variación anual en por ciento



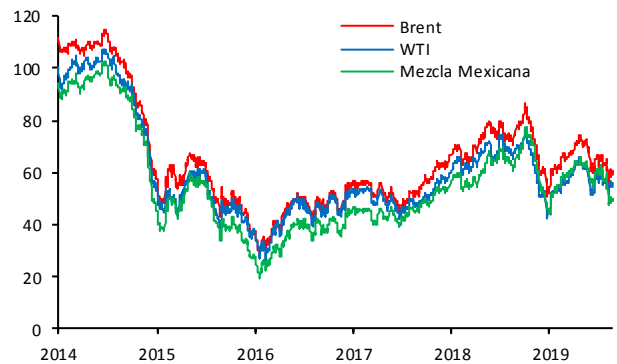
Fuente: NBS.

2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas experimentaron una elevada volatilidad en el periodo que cubre este Informe. En el caso de los precios del petróleo, luego de disminuir hasta mediados de junio, como resultado de diversos factores que afectaron la demanda mundial, tales como el escalamiento de las tensiones comerciales y la desaceleración de la actividad económica global, estos se recuperaron de manera parcial y temporal, en gran medida por factores de oferta como el acuerdo entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y algunos de los principales países productores para extender los recortes de producción hasta el primer trimestre del próximo año, así como por el incremento en las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Posteriormente, los precios del crudo disminuyeron nuevamente a partir de mediados de julio ante la posibilidad de un acercamiento diplomático entre Irán y Estados Unidos y la creciente expectativa de que los recortes en producción arriba señalados serán insuficientes para contrarrestar la caída en la demanda mundial de crudo y el aumento en la producción de petróleo de Estados Unidos (Gráfica 111). Esta caída se acentuó a

partir de agosto, al intensificarse las tensiones entre Estados Unidos y China, si bien la caída fue mitigada por las expectativas de un nuevo recorte a la producción de crudo por parte de los miembros de la OPEP y sus aliados. Por su parte, los precios de los metales industriales, luego de haber mostrado una fuerte caída ante el escalamiento de las tensiones comerciales y la perspectiva de un menor dinamismo de la actividad económica global, registraron una recuperación parcial durante junio y julio debido al optimismo generado por la tregua comercial temporal decretada entre China y Estados Unidos y la expectativa de una política monetaria más acomodaticia por parte de los principales bancos centrales. No obstante, dicha recuperación se vio interrumpida ante los temores generados por el nuevo escalamiento de las tensiones comerciales (Gráfica 112). Finalmente, los precios de los granos, particularmente del trigo y el maíz, registraron cierta volatilidad en el trimestre, al ser presionados, por un lado, al alza por las condiciones climáticas desfavorables para la siembra que se presentaron en Estados Unidos y, por otro lado, a la baja por un aumento en la oferta derivada de mejores cosechas respecto a las esperadas, especialmente en Europa, y por las preocupaciones de que las tensiones afecten negativamente la demanda de granos.

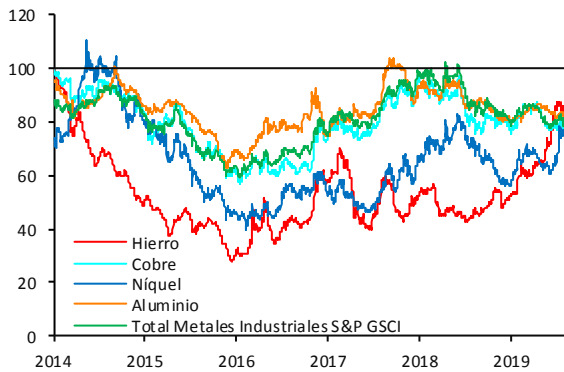
Gráfica 111
Petróleo Crudo
 En dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 112

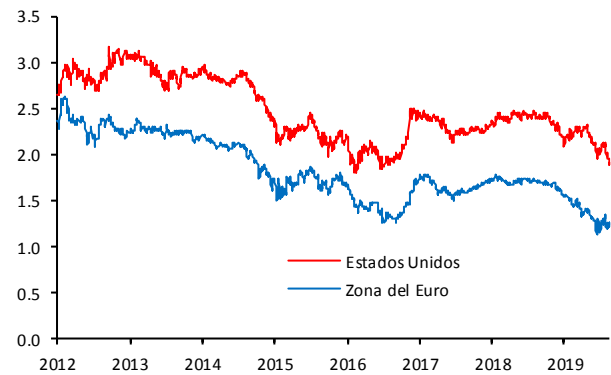
Precios de Metales Industriales Seleccionados ^{1/}
Índice 04/Ene/2010=100



^{1/} En el caso del hierro se consideró como base el 22 de diciembre de 2011. El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo. Fuente: Bloomberg.

Gráfica 114

EUA : Expectativas de Inflación 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 el que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado. Fuente: JP Morgan.

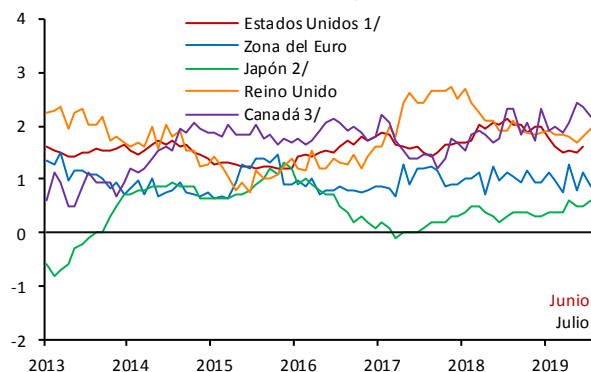
2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

En las principales economías avanzadas, la inflación general y subyacente se mantuvo en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Además, persiste la posibilidad de que, en un escenario en el que se debilite el crecimiento, aumente el riesgo de que esta permanezca en niveles bajos y disminuyan las expectativas de inflación (Gráfica 113). Mientras tanto, las expectativas de inflación provenientes de instrumentos de mercado han continuado disminuyendo (Gráfica 114).

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se mantuvo relativamente estable en junio en 1.4% a tasa anual, por debajo del objetivo simétrico de la Reserva Federal de 2% (Gráfica 115). Por su parte, la inflación subyacente mostró una ligera alza, al pasar de 1.5% en marzo a 1.6% en junio, al recuperarse los precios de ciertos rubros como vestimenta y autos usados, los cuales habían registrado lecturas inusualmente bajas en meses previos.

Gráfica 113

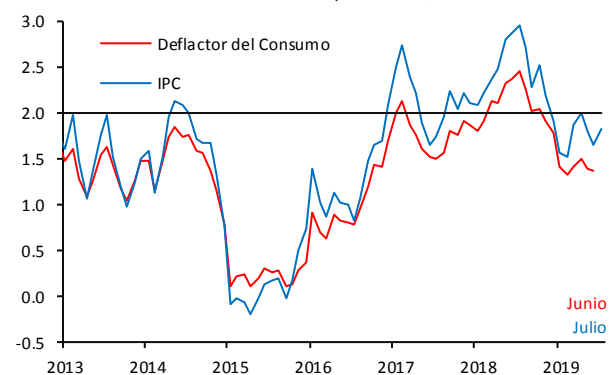
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



^{1/} Se empleó el deflactor del gasto en consumo.
^{2/} Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
^{3/} Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014. Fuente: BEA, Eurostat, Oficina del Gabinete de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

Gráfica 115

EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento, a.e.



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

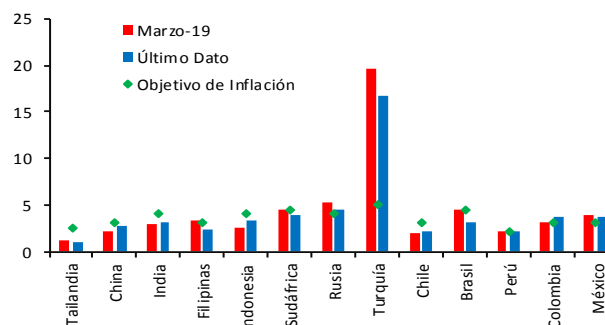
En la zona del euro, la inflación general disminuyó de 1.4% en marzo a 1% en julio, como reflejo de los menores precios de los energéticos. Por su parte, la inflación subyacente mostró una elevada volatilidad

en los últimos meses, debido principalmente al efecto aritmético asociado al cambio de fecha de ciertos días feriados respecto al año pasado en los precios de servicios turísticos y tarifas aéreas. Las expectativas de inflación a largo plazo de los especialistas encuestados por el Banco Central Europeo (BCE) disminuyeron de 1.8 a 1.7%, su nivel más bajo desde que se tiene registro, mientras que las provenientes de instrumentos financieros siguieron disminuyendo.

En Japón, la inflación general, que excluye alimentos frescos, disminuyó de 0.8% en marzo a 0.6% a tasa anual en julio, debido, principalmente, a menores precios de electricidad y gasolina, mientras que el principal indicador del Banco de Japón, que excluye alimentos frescos y energía, pasó de 0.4 a 0.6% anual. Este último incremento estuvo asociado a factores transitorios, tales como un mayor número de días no laborables respecto al año pasado y la anticipación de la demanda a la introducción del impuesto al consumo que entrará en vigor en octubre de este año. Asimismo, las expectativas de inflación a largo plazo provenientes de instrumentos financieros se mantuvieron bajas.

Por su parte, en algunas economías emergentes la inflación general aumentó moderadamente debido al incremento observado durante los primeros meses de 2019 en los precios de los energéticos, así como al reciente avance en los precios de los alimentos derivado de los efectos climatológicos adversos y la epidemia porcina, factores que han afectado particularmente a la región asiática (Gráfica 116). No obstante, la inflación subyacente en la mayoría de los casos disminuyó, en congruencia con el entorno de mayor debilidad económica.

Gráfica 116
Economías Emergentes: Inflación General Anual
Por ciento



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo.
Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este contexto, un amplio número de bancos centrales tanto de economías avanzadas como de emergentes han adoptado posturas monetarias más acomodaticias ante la ausencia de presiones inflacionarias significativas, menores expectativas de crecimiento y mayores riesgos para la economía global.²² Este entorno ha dado lugar a la expectativa de un relajamiento adicional en las posturas monetarias de diversos bancos centrales, lo que pudiera tener lugar a través de medidas de política monetaria tanto convencionales como no convencionales.

Durante el periodo que cubre este Informe, la Reserva Federal de Estados Unidos mostró una postura monetaria más acomodaticia. En particular, en su reunión de junio, esa Institución enfatizó la mayor incertidumbre que ha venido enfrentando la economía de Estados Unidos y la ausencia de presiones inflacionarias. Adicionalmente, durante su última comparecencia ante el Congreso, el Presidente de esa Institución destacó que la incertidumbre en torno a sus proyecciones económicas ha aumentado a medida que el crecimiento de la demanda externa se ha debilitado, lo que pudiera afectar al crecimiento de la economía estadounidense. Así, en su reunión de julio, la Reserva Federal determinó recortar en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos

²² Entre estos se encuentran los de Arabia Saudita, Australia, Brasil, Chile, China, Costa Rica, Corea, Estados Unidos, Filipinas, Hong Kong, India,

Indonesia, Islandia, Malasia, Nueva Zelandia, Paraguay, Perú, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania.

federales a un rango de entre 2 y 2.25%. En su último comunicado, esa Institución destacó que dicha acción apoya su escenario central de una expansión sostenida de la actividad económica y que seguirá monitoreando la información disponible y tomará las medidas apropiadas para alcanzar una inflación alrededor de su objetivo simétrico de 2%. Además, esa Institución anunció que concluirá la reducción programada de su tenencia de valores en agosto, dos meses antes de lo anunciado en la reunión de marzo. En este sentido, en las minutas de julio se destacó que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) que votaron en favor de una baja en la tasa de referencia lo hicieron con la intención de mitigar los efectos del menor crecimiento global y de la incertidumbre en torno a la política comercial, de prevenir que estos factores se reflejen en un entorno de mayores riesgos a la baja y de promover una convergencia más rápida hacia la meta de inflación. Posteriormente, en la reunión de Jackson Hole, el Presidente de la Reserva Federal señaló que los riesgos que enfrenta la economía han aumentado desde la última reunión de política monetaria, destacando la mayor debilidad global, la intensificación de las tensiones comerciales con China y el escalamiento de varios riesgos geopolíticos. En este contexto, los instrumentos de mercado incorporan la expectativa de cuatro disminuciones adicionales de 25 puntos base en los próximos doce meses.

El BCE mantuvo sin cambio sus tasas de referencia durante el periodo que cubre este Informe, si bien ha venido adoptando una postura más acomodaticia. En particular, esa Institución modificó su guía futura, al señalar que las tasas de interés se mantendrían en los niveles actuales o incluso por debajo de estos al menos hasta la primera mitad de 2020, mientras que previamente indicaba que se mantendrían en dichos niveles hasta finales de 2019. Adicionalmente, en su última reunión enfatizó la necesidad de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado debido a la persistencia de la inflación y de sus expectativas por debajo de su objetivo y destacó su compromiso de mantener la simetría en el logro del objetivo de inflación. Además, el BCE señaló estar analizando opciones, adicionales a los posibles ajustes en sus tasas de referencia, tales como un sistema escalonado para los requerimientos de reservas de los bancos y alternativas sobre el monto

y la composición de un nuevo programa de compra de activos.

Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia, reiterando que la mantendrá en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020. No obstante, en su Informe sobre Perspectivas Económicas y Precios de julio reconoció que han aumentado los riesgos externos para el crecimiento ante un clima de mayor proteccionismo, y enfatizó que no dudará en flexibilizar su postura monetaria en caso de que se ponga en riesgo la convergencia de la inflación hacia su meta.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores sin cambios en el periodo que cubre este Informe. Esa Institución reiteró que, bajo el supuesto de una salida ordenada del Reino Unido de la Unión Europea, la postura monetaria más apropiada para alcanzar de manera sostenida la meta de 2% será la de un alza gradual y limitada en su tasa de interés de referencia. No obstante, advirtió que ello dependerá finalmente de las condiciones de salida y del impacto que esta tenga sobre la oferta y demanda agregadas y en el tipo de cambio. El Banco de Inglaterra reconoce que estas proyecciones presentan una inconsistencia entre el supuesto de una salida ordenada y los precios de los activos bajo los cuales estos pronósticos también están condicionados, los cuales actualmente sugieren una elevada probabilidad de una salida sin acuerdo.

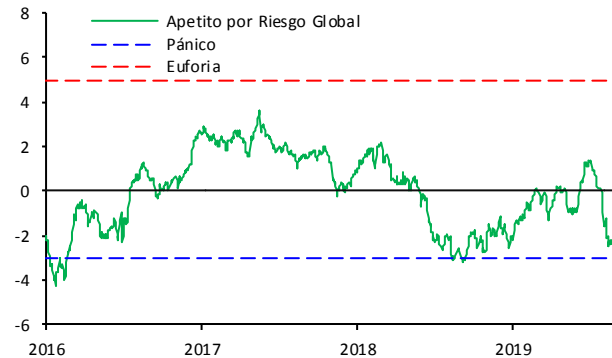
En las economías emergentes, diversos bancos centrales comenzaron o continuaron con un proceso de relajamiento de su postura de política monetaria, enfatizando principalmente el debilitamiento de la actividad económica externa e interna y el hecho de que tanto la inflación, como sus expectativas, se han mantenido bajas o alrededor de sus respectivas metas. En particular, Brasil, Chile, China, Costa Rica, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Paraguay, Perú, República Dominicana, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania recortaron sus tasas de interés de referencia, mientras que el Banco Popular de China implementó medidas adicionales para aumentar la liquidez de los bancos de menor tamaño. No obstante la expectativa de que muchos de estos sigan flexibilizando su postura monetaria, algunos han enfatizado en que aún existen riesgos al alza para la

inflación asociados principalmente a factores idiosincrásicos y a la posibilidad de un nuevo escenario de apretamiento de las condiciones financieras globales. En este contexto, las curvas de rendimientos de los países antes mencionados continúan en su mayoría mostrando una pendiente positiva.

Durante el periodo que cubre este Informe, los mercados financieros internacionales continuaron registrando una elevada volatilidad. Durante mayo, la incertidumbre en torno a las perspectivas para la economía global, las tensiones entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, y algunos eventos geopolíticos contribuyeron a un entorno de aversión al riesgo y a una caída en los precios de la mayoría de los activos financieros. No obstante, a partir de junio la expectativa de un periodo prolongado de condiciones monetarias más acomodaticias, la tregua temporal en materia comercial entre China y Estados Unidos y el acuerdo tentativo entre México y Estados Unidos en materia migratoria, propiciaron una mejoría en las condiciones financieras globales y en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales (Gráfica 117). Lo anterior se reflejó en una disminución en las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos en la mayoría de las principales economías avanzadas y en una depreciación de dólar (Gráfica 118). En este entorno, los mercados accionarios de las principales economías registraron niveles históricamente elevados (Gráfica 119). No obstante, a principios de agosto, el anuncio de que Estados Unidos podría imponer nuevos aranceles a importaciones provenientes de China, la designación de este último país como manipulador del tipo de cambio y la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías generó un fuerte aumento de la incertidumbre sobre el panorama de la economía mundial y una elevada volatilidad en los mercados financieros, tendencia que se intensificó ante la incertidumbre sobre el proceso electoral de Argentina, los mayores disturbios sociales en Hong Kong y el escalamiento en las tensiones entre China y Estados Unidos a finales de agosto. Lo anterior se reflejó en un reacomodo de las carteras hacia activos de menor riesgo de mercado, lo que se tradujo en fuertes caídas en los principales índices accionarios, en disminuciones adicionales en las tasas de interés

de largo plazo y en un deterioro significativo de los activos de algunas economías emergentes.

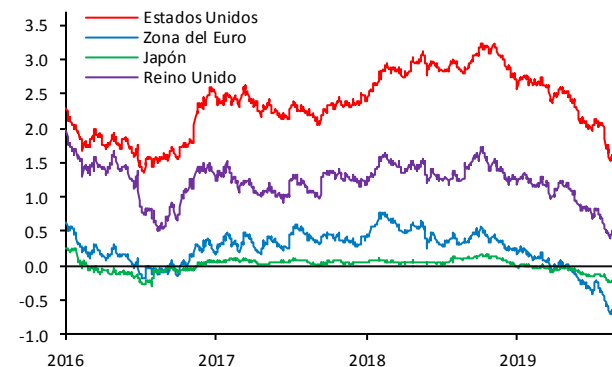
Gráfica 117
Índice de Apetito por Riesgo Global
Índice



Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros, tales como los bonos gubernamentales de Estados Unidos, zona del euro y Japón, tienden a presentar rendimientos negativos. Mientras tanto, en periodos de bajo apetito por riesgo sucede lo contrario. En este contexto, el valor del índice se refiere al coeficiente de una regresión del rendimiento diario de 64 activos en función de su volatilidad.

Fuente: Credit Suisse.

Gráfica 118
Rendimiento de los Bonos a 10 años en Economías Avanzadas
Por ciento



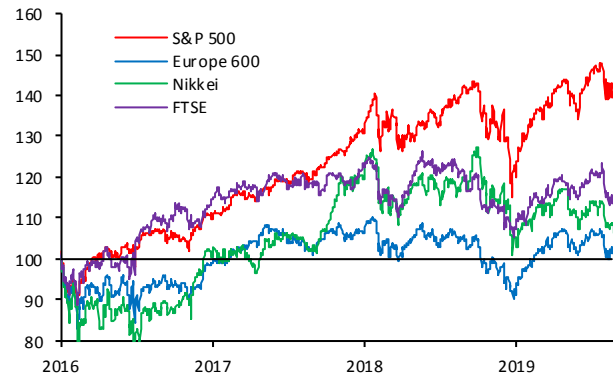
Fuente: Bloomberg.

En el caso de Estados Unidos, la curva de rendimientos se mantuvo invertida durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe. No obstante, las expectativas de una política monetaria más acomodaticia contribuyeron a que las tasas de interés de corto plazo bajaran en mayor proporción que las de largo plazo, lo que provocó que la pendiente de la curva se acercara a cero en julio (Gráfica 120). Posteriormente, el recrudecimiento de las tensiones entre Estados Unidos y China a

principios de agosto derivó en una significativa disminución en las tasas de interés de largo plazo, lo que provocó que la curva de rendimientos se volviera a invertir. En particular, el diferencial entre la tasa de 10 años y la de 2 años fue negativo por primera vez desde 2007. Si bien la presencia de primas por plazo históricamente bajas en dicha economía pudiera debilitar las señales que la curva de rendimientos pudiera estar arrojando en relación con la posibilidad de una recesión económica, la inversión de la curva de rendimientos es congruente con una desaceleración de esa economía.

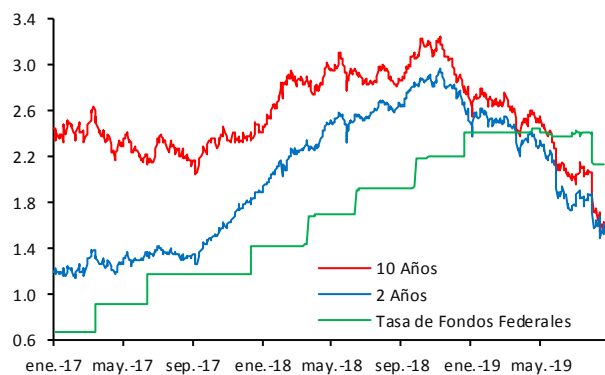
registraron entradas de capitales, en los mercados accionarios se observó un comportamiento diferenciado entre países. En este entorno, los precios de los activos financieros mostraron un comportamiento positivo, observándose una ligera apreciación de sus divisas frente al dólar y una disminución en las tasas de valores gubernamentales (Gráfica 122). No obstante, a partir de agosto, las mayores tensiones entre China y Estados Unidos, sumadas a la incertidumbre sobre el proceso político en Argentina, la debilidad mayor a la anticipada en Alemania y China y la inestabilidad política en Italia, se reflejaron en caídas de los principales mercados accionarios, depreciaciones de los tipos de cambios y en salidas de capitales.

Gráfica 119
Mercados Accionarios de Economías Avanzadas
Seleccionadas
 Índice 01/01/2016=100



Fuente: Bloomberg.

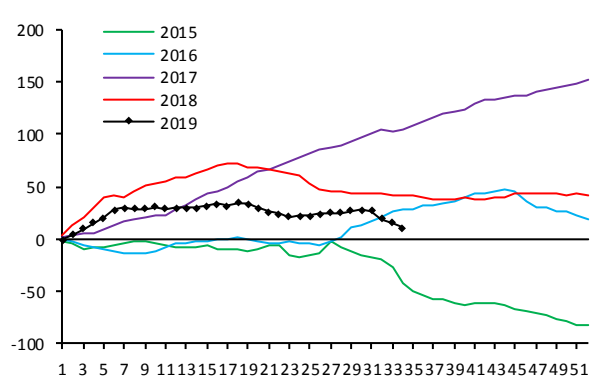
Gráfica 120
EUA: Rendimiento de los Fondos Federales y Bonos del Tesoro
 Por ciento



Fuente: Bloomberg y Banco de la Reserva Federal de San Luis (FRED).

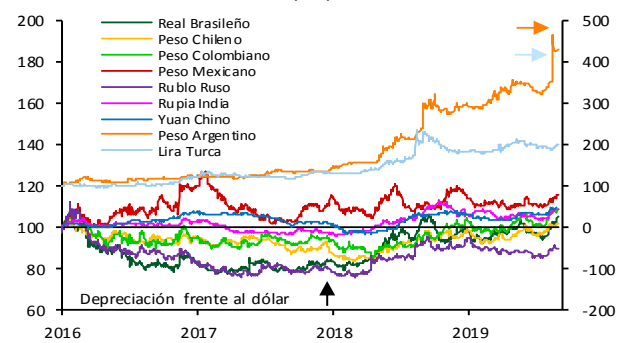
En los mercados emergentes, hasta julio se había observado una relativa estabilidad en los flujos de inversión dirigidos hacia estas economías ante condiciones financieras globales más favorables (Gráfica 121). Si bien los mercados de deuda

Gráfica 121
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año^{1/}
 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.

Gráfica 122
Tipo de Cambio de Países Emergentes
 Índice 01/01/2016=100



Fuente: Bloomberg

En este contexto, el balance de riesgos para la actividad económica mundial se ha deteriorado, destacando:

- i. La posibilidad de que la debilidad que han registrado el sector manufacturero, el comercio y la inversión en las principales economías se acentúe y se transmita a otros sectores, como los servicios y la construcción, conduciendo a una desaceleración más pronunciada de la actividad económica. Ello pudiera reflejarse en una mayor disminución de la inflación y de sus expectativas, en un entorno en el que el margen de maniobra de los bancos centrales es limitado.
- ii. Un recrudecimiento de las tensiones entre Estados Unidos y otras economías que pudiera poner en riesgo otros ámbitos de la estabilidad económica y política internacional, al incorporar en sus discusiones temas de seguridad nacional, tecnología, migración, política cambiaria, entre otros aspectos. Adicionalmente, continúa pendiente la resolución del gobierno de Estados Unidos sobre la posibilidad de imponer aranceles a las importaciones de automóviles.
- iii. Un escalamiento de las tensiones geopolíticas alrededor del mundo pudiera generar volatilidad en los mercados financieros y provocar inestabilidad económica y política en distintas regiones del mundo. En particular, luego del aumento en las tensiones entre Irán y Estados Unidos resultado de la ampliación de las sanciones a Irán y el aparente incumplimiento de su parte de algunas de las estipulaciones del acuerdo nuclear firmado en 2015, persiste el riesgo de que estas continúen escalando, lo que pudiera generar volatilidad en los precios del crudo. Adicionalmente, un mayor deterioro en las relaciones políticas y comerciales entre Corea del Sur y Japón pudiera poner en riesgo la estabilidad económica y militar de la región asiática.
- iv. La implementación de algunas políticas económicas que pongan en riesgo la estabilidad macroeconómica y el crecimiento a largo plazo de diversos países, por ejemplo, mediante el impulso de medidas fiscales insostenibles o un relajamiento excesivo en las condiciones de financiamiento. En particular, las medidas para

evitar una desaceleración abrupta de la economía china pudieran elevar nuevamente algunos riesgos que habían disminuido en los últimos años ante los esfuerzos para promover el desapalancamiento de esa economía.

Adicionalmente, ante los riesgos descritos anteriormente y las mayores vulnerabilidades financieras que se han gestado en algunos países como resultado del largo periodo de bajas tasas de interés, particularmente ante los altos niveles de endeudamiento del sector corporativo, no pueden descartarse episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales que pongan en riesgo las condiciones de financiamiento para las economías emergentes.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

En el segundo trimestre de 2019, continuó el estancamiento que la actividad económica de México ha venido registrando en los trimestres previos. Este comportamiento fue resultado de una mayor debilidad de los componentes internos de la demanda agregada, en un contexto de marcada incertidumbre, derivada tanto de factores internos como externos. En particular, la inversión fija bruta siguió mostrando un desempeño desfavorable, siendo más notorio en los rubros de inversión en construcción y de maquinaria y equipo importado. Asimismo, se acentuó la debilidad que el consumo privado ha presentado desde finales de 2018, reflejo, a su vez, de la evolución negativa en el consumo de servicios y del estancamiento en el consumo de bienes. En contraste, en el periodo abril – junio las exportaciones manufactureras registraron una recuperación.

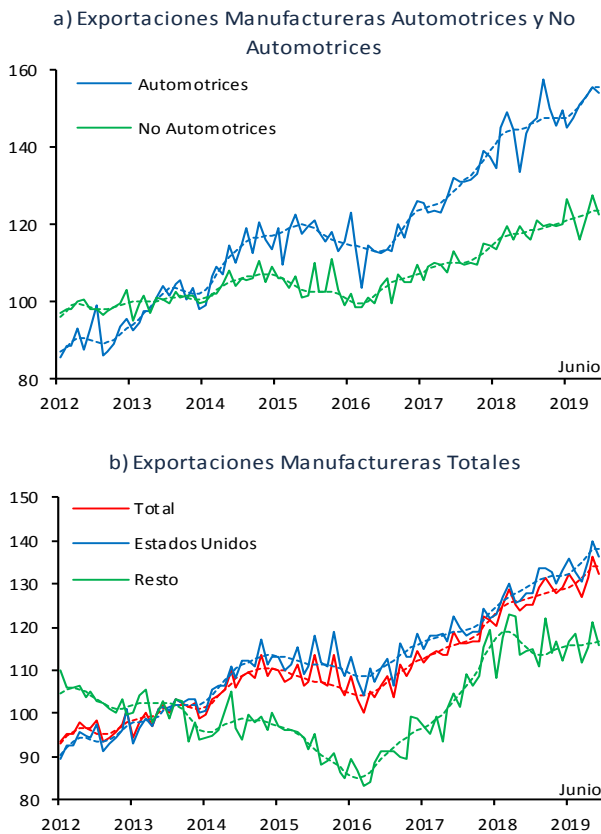
Profundizando en el desempeño de la demanda externa, no obstante el entorno de debilitamiento del comercio mundial y del escalamiento de las tensiones comerciales, en el segundo trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras mostraron una mejoría respecto de la desaceleración observada los dos trimestres previos. Dicha recuperación fue resultado de una reactivación en los envíos automotrices y de un avance del resto de las manufacturas (Gráfica 123a). Por destino de las exportaciones manufactureras, en el periodo

reportado se observaron incrementos tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las canalizadas al resto del mundo, si bien estas últimas continuaron exhibiendo atonía (Gráfica 123b).

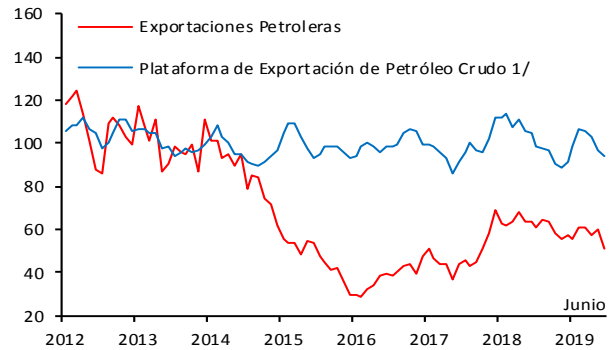
Por su parte, en el segundo trimestre de 2019 las exportaciones petroleras presentaron una contracción trimestral. Lo anterior se debió a una caída en la plataforma de crudo de exportación, toda vez que el precio promedio de la mezcla mexicana aumentó con relación al trimestre previo (Gráfica 123c).

Gráfica 123
Exportaciones de México

Índice 2013=100, a. e.



c) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

1/ Índice con base en el 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., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

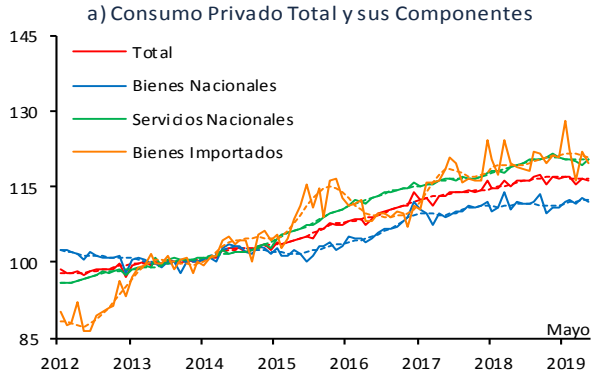
En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, en el periodo abril – mayo de 2019 se profundizó la debilidad que el consumo privado ha venido mostrando desde finales de 2018. Lo anterior fue reflejo de la evolución desfavorable que el consumo de servicios ha venido exhibiendo desde finales de 2018, lo que contrasta con el dinamismo que este indicador había registrado entre finales de 2017 y el tercer trimestre de 2018, así como del estancamiento en el consumo de bienes (Gráfica 124a).

iii. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, exhibieron un desempeño relativamente débil en el segundo trimestre de 2019. En particular, si bien los ingresos en establecimientos comerciales al por menor presentaron una moderada recuperación, las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo de bienes en el mercado nacional se mantuvieron estancadas. Por su parte, las ventas de vehículos ligeros continuaron registrando una trayectoria a la baja (Gráfica 124b).

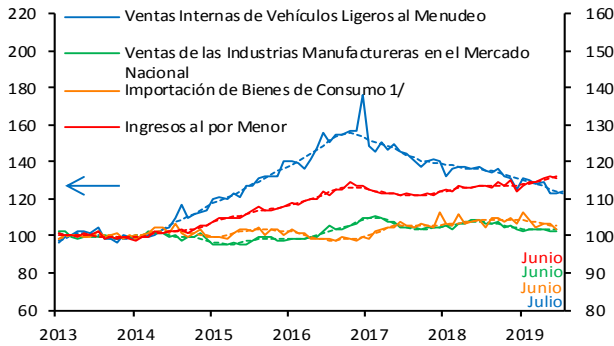
iv. En cuanto a los determinantes del consumo, en el periodo abril – junio de 2019 la masa salarial real presentó un aumento con relación al trimestre previo (Gráfica 125a). Asimismo, las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior mostraron un avance en el periodo que se reporta y se mantienen en

niveles históricamente altos (Gráfica 125b). En contraste, aunque la confianza del consumidor continuó situándose en niveles relativamente elevados, ha mostrado disminuciones consecutivas en los últimos cinco meses (Gráfica 125c). A su vez, el crédito destinado al consumo siguió exhibiendo debilidad (ver Sección 2.2.3).

Gráfica 124
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo, Ventas de las Industrias Manufactureras en el Mercado Nacional, Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor e Importaciones de Bienes de Consumo



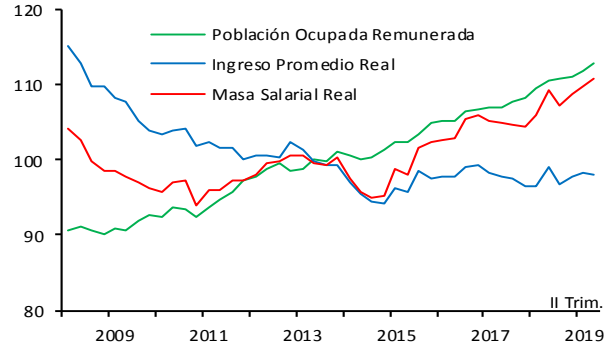
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Se refiere a las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en términos reales.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Elaboración de Banco de México con información del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM); de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI; y SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

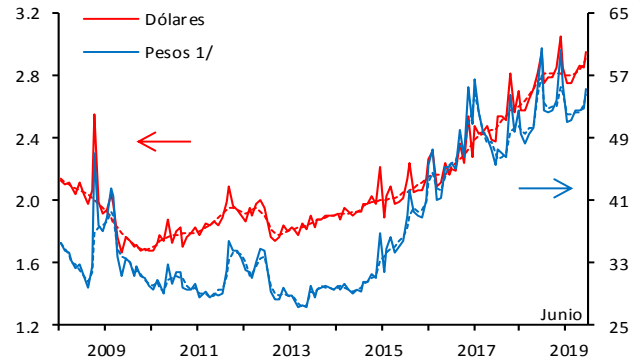
Gráfica 125
Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.

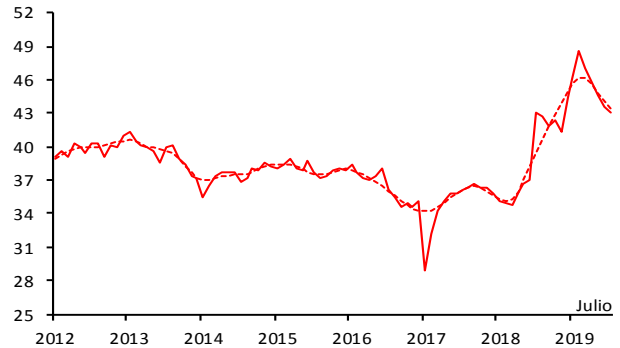


b) Remesas

Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



c) Confianza del Consumidor
Balance de respuestas, 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 julio de 2018.

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

En el periodo abril – mayo de 2019, la inversión continuó mostrando una tendencia negativa, situándose incluso en su nivel más bajo desde agosto de 2014 (Gráfica 126a). Ello como reflejo de fuertes disminuciones en el gasto en construcción y en el de maquinaria y equipo de origen importado. En particular:

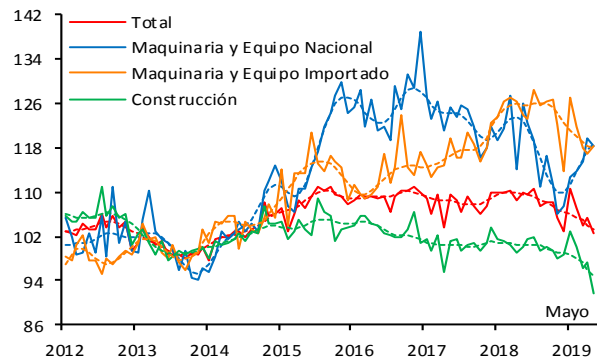
iii. Se estima que en el segundo trimestre en su conjunto tanto el rubro de construcción residencial, como el no residencial hayan seguido registrando una evolución desfavorable, manteniéndose este último en niveles especialmente bajos (Gráficas 126b y 126c). Por sector contratante, la reducción de la obra contratada por el sector público durante el trimestre abril – junio de 2019 se asocia, en parte, con retrasos de ciertas obras de infraestructura pública relacionadas con los rubros de transporte y urbanización, así como con los agregados de electricidad y telecomunicaciones, y de edificación. Asimismo, el débil desempeño de la construcción privada fue resultado, en buena medida, de un descenso en el gasto en edificación, principalmente de vivienda, así como de una caída en el de otras construcciones, tales como obras y trabajos auxiliares, e instalaciones en edificaciones.

iv. Por su parte, si bien el componente de origen nacional de la inversión en maquinaria y equipo ha presentado cierta recuperación respecto de lo observado en el segundo semestre de 2018, se sigue ubicando en niveles relativamente bajos. A su vez, se acentuó la trayectoria decreciente del componente de origen importado, la cual se espera que persista ante la considerable contracción que se registró en las importaciones de bienes de capital hacia el cierre del periodo que se reporta. En efecto, el desempeño desfavorable de las importaciones de bienes de capital exhibido desde el último trimestre de 2018 se explica por una debilidad relativamente generalizada entre los sectores, incluidos aquellos que se pueden asociar a los rubros de generación de electricidad y de telecomunicaciones, mismos que habían mostrado un mejor desempeño hasta el tercer trimestre de 2018.

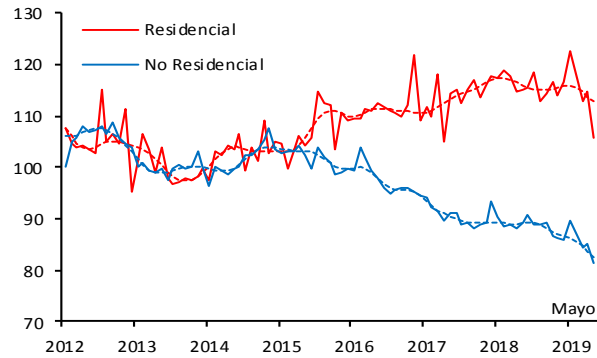
Gráfica 126
Indicadores de Inversión

Índice 2013=100, a. e.

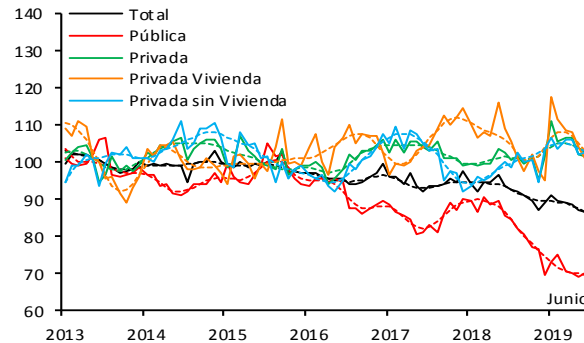
a) Inversión y sus Componentes



b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante



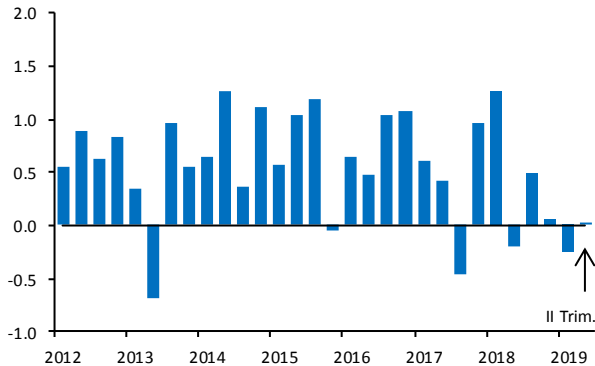
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.

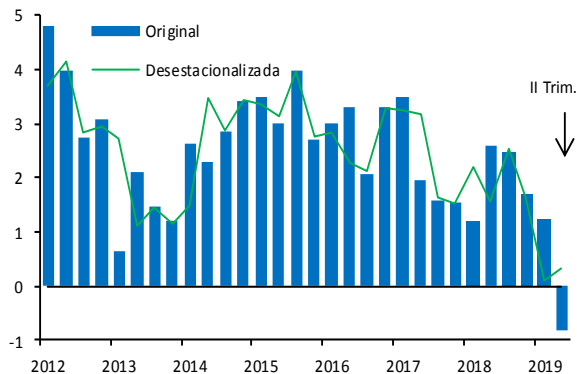
Por el lado de la producción, en el periodo que se reporta el PIB exhibió un nivel similar al registrado el trimestre previo, persistiendo así el estancamiento que la actividad económica ha venido mostrando por varios trimestres. En particular, en el segundo trimestre de 2019 el PIB mostró una variación

trimestral de 0.02% en términos desestacionalizados (caída anual de 0.8% con cifras originales y avance anual de 0.3% con datos ajustados por estacionalidad), luego de variaciones respectivas de 0.07 y -0.26% en el cuarto trimestre de 2018 y en el primero de 2019 (Gráfica 127).

Gráfica 127
Producto Interno Bruto
a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a. e.



b) Variaciones Anuales
Por ciento



a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

El desempeño de la actividad económica en el periodo de referencia fue reflejo de la debilidad que se siguió observando en la producción industrial, así como de la importante contracción de las actividades primarias, toda vez que las terciarias exhibieron una moderada recuperación con relación al retroceso registrado el trimestre previo, si bien continuaron mostrando una pérdida de dinamismo (Gráficas 128 y 129a). En particular:

vi. Al interior de las actividades secundarias, la construcción ha venido presentando una mayor volatilidad en su evolución mensual, si bien se ha

profundizado la trayectoria negativa que esta industria ha exhibido desde inicios de 2018. En este contexto, los tres subsectores de la construcción muestran un débil desempeño (Gráfica 129b).

vii. Asimismo, la minería continuó registrando una tendencia a la baja, derivada, en gran medida, de la trayectoria decreciente de la extracción de petróleo y gas. A su vez, el rubro de minerales metálicos y no metálicos mostró atonía, en tanto que los servicios relacionados con la minería siguieron exhibiendo debilidad (Gráficas 129c y 129d).

viii. En contraste, las manufacturas mostraron cierta recuperación respecto de la desaceleración observada durante la segunda mitad del 2018. En efecto, tanto el rubro de equipo de transporte, como el agregado del resto de las manufacturas han presentado un cambio de tendencia favorable en lo que va del año, en congruencia con la reactivación de las exportaciones manufactureras (Gráfica 129e). No obstante, la incipiente recuperación de las manufacturas sin equipo de transporte en el periodo abril – junio estuvo relativamente concentrada en ciertos sectores, destacando la industria alimentaria, así como la fabricación de equipo de computación, comunicación, medición, componentes y accesorios electrónicos, sectores en los que el desempeño de las exportaciones manufactureras ha sido relativamente más favorable, especialmente en las dirigidas a Estados Unidos.

ix. Por su parte, la moderada recuperación de las actividades terciarias en el periodo abril – junio se explicó, principalmente, por los avances del comercio al por menor; los servicios de transporte, correos y almacenamiento; y los servicios de apoyo a los negocios. Por el contrario, contribuyeron negativamente los rubros de servicios profesionales; información en medios masivos; comercio al por mayor; y servicios financieros y de seguros (Gráfica 130).

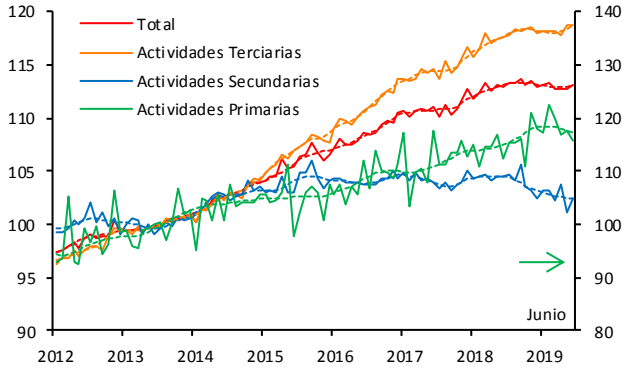
x. Finalmente, la caída de las actividades primarias en el segundo trimestre de 2019 se derivó, en parte, de una menor superficie sembrada para el ciclo primavera – verano, así como de

contracciones en la producción de algunos cultivos como maíz en grano, papa, naranja y chile verde, además de reducciones en la producción de carne de caprino y bovino.

Gráfica 128

Indicador Global de la Actividad Económica

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.

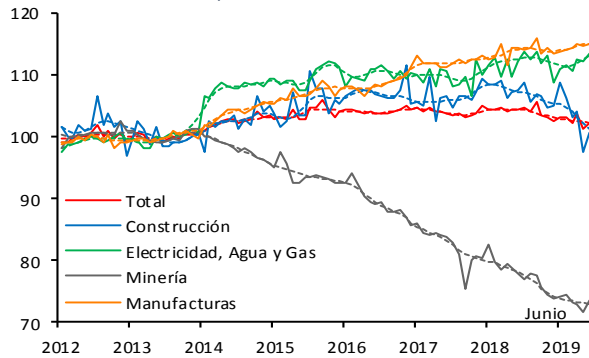
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Gráfica 129

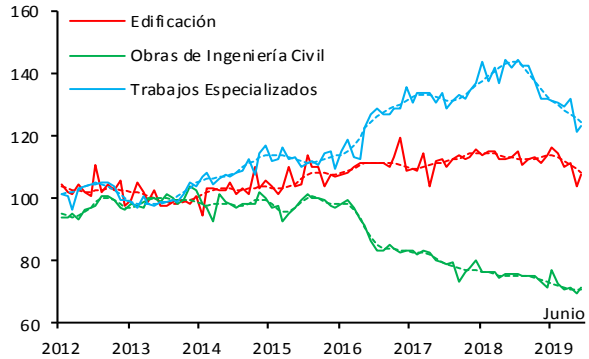
Indicadores de Producción

Índice 2013=100, a. e.

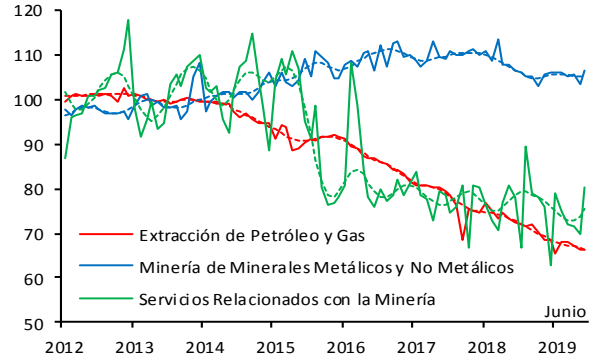
a) Actividad Industrial



b) Componentes del Sector de la Construcción

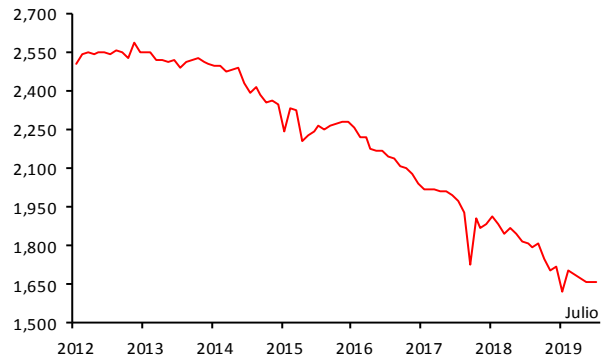


c) Componentes del Sector de la Minería

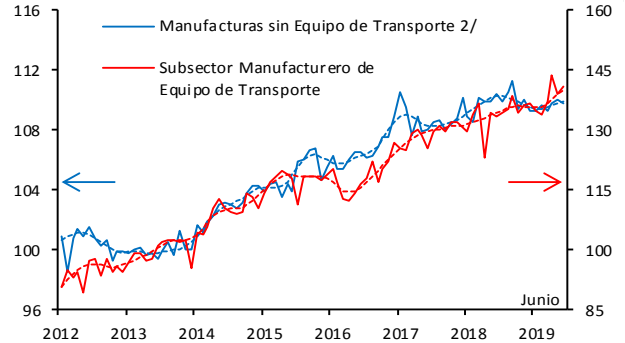


d) Plataforma de Producción Petrolera^{1/}

Miles de barriles diarios, a. e.



e) Sector Manufacturero



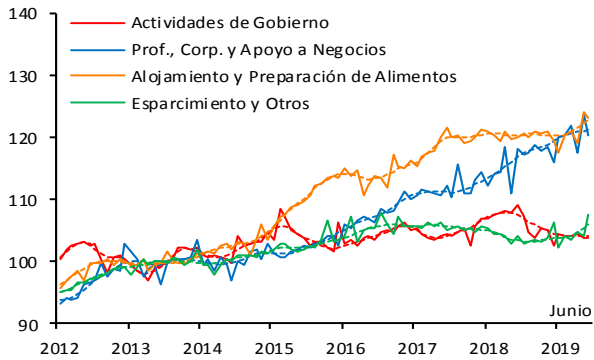
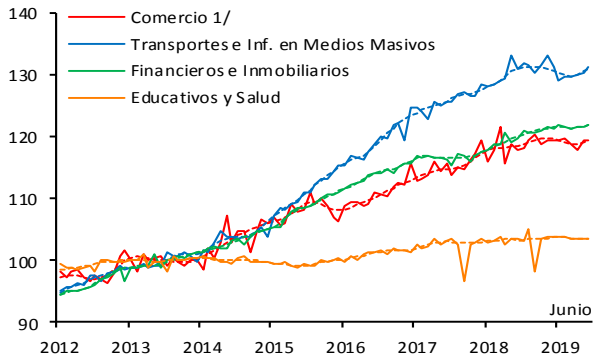
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

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

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

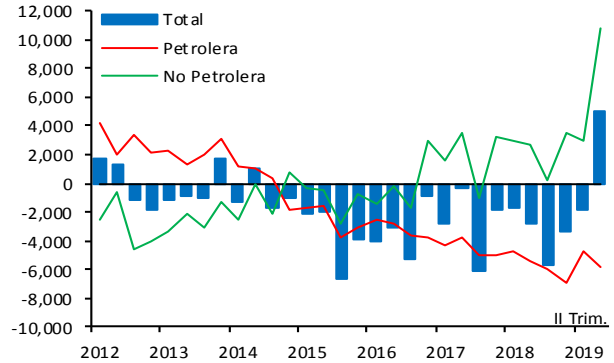
Gráfica 130
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.



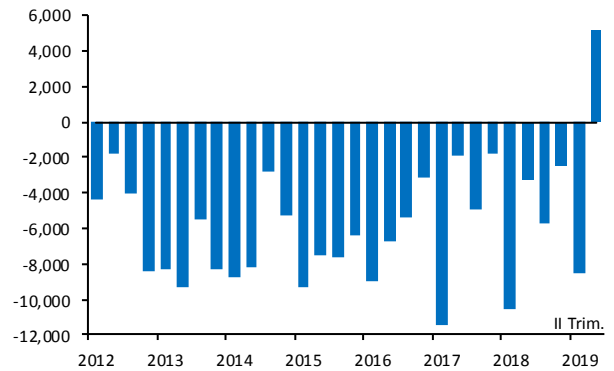
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Incluye comercio al por menor y al por mayor.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con relación a las cuentas externas del país, en el segundo trimestre del año se registró un superávit en la cuenta corriente de 1.6% del PIB, que contrasta con el déficit de 1.1% del PIB reportado en igual lapso de 2018. Cabe señalar que este es el primer superávit observado desde el segundo trimestre de 2010. El incremento del saldo respecto del mismo trimestre del año anterior fue reflejo, principalmente, de una importante ampliación anual del superávit de la balanza comercial no petrolera, así como de una reducción del déficit de la balanza de servicios, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un aumento del déficit de la balanza de ingreso primario (Gráfica 131).

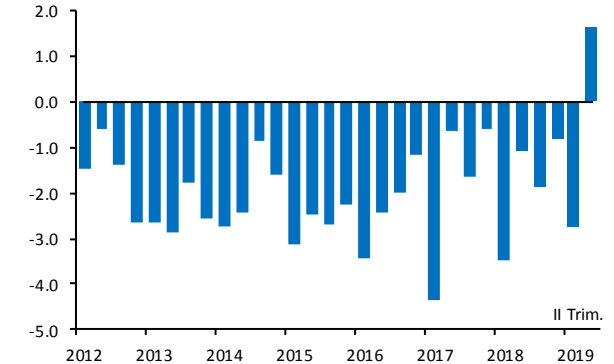
Gráfica 131
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
a) Balanza Comercial
Millones de dólares



b) Cuenta Corriente
Millones de dólares



c) Cuenta Corriente
Proporción del PIB

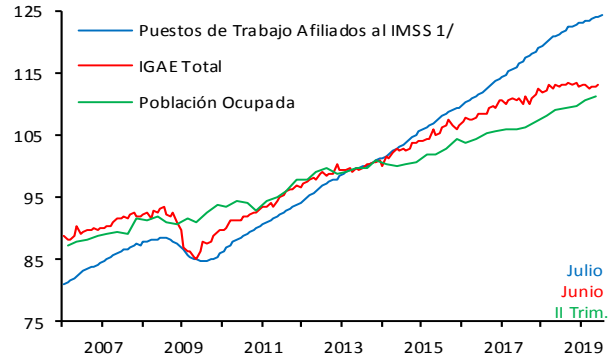


Fuente: a) SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional. b) y c) Banco de México e INEGI.

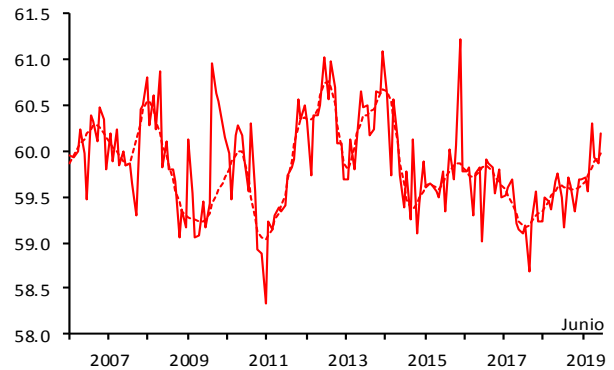
2.2.2. Mercado Laboral

En el segundo trimestre de 2019, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, siguieron mostrando niveles superiores a los reportados en la mayor parte de 2018 (Gráficas 132).²³ Ello en un contexto en el que tanto la población ocupada, como la tasa de participación en la fuerza laboral, continuaron presentando una trayectoria positiva. No obstante, persistió la desaceleración en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. A este respecto, el Recuadro 2 muestra la evolución de la creación de empleo formal en el IMSS a nivel sectorial y regional y presenta una discusión acerca del posible efecto de factores tales como la menor actividad económica sobre el empleo formal. A su vez, si bien la tasa de informalidad laboral presentó una ligera reducción respecto del trimestre previo, la tasa de ocupación en el sector informal mantuvo una tendencia al alza. De esta forma, las estimaciones puntuales de la brecha del desempleo siguieron exhibiendo cierto relajamiento en relación con los niveles observados el año previo (Gráfica 133).

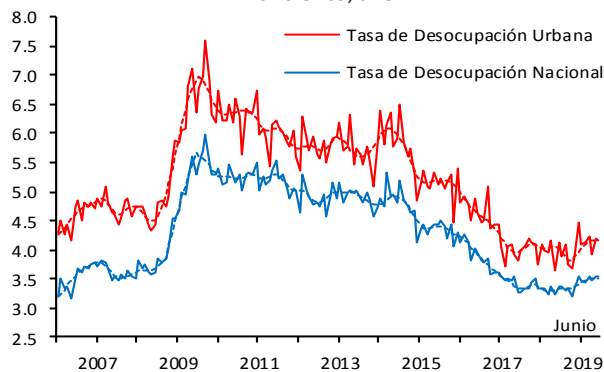
b) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



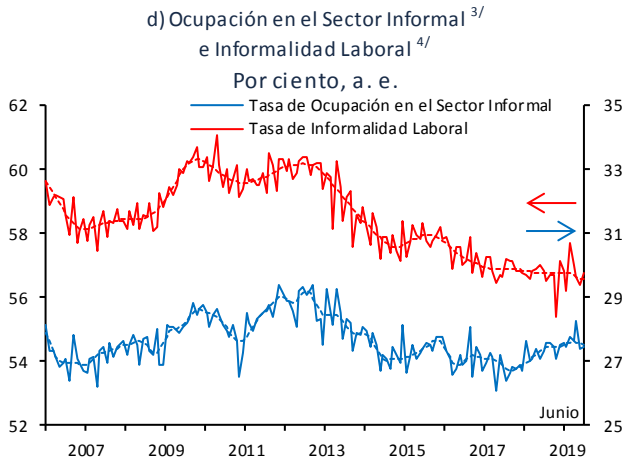
c) Tasa de Participación Laboral Nacional^{2/}
Por ciento, a. e.



Gráfica 132
Indicadores del Mercado Laboral
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



²³ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral, se miden con base en los resultados de la ENOE, la cual comenzó a levantarse en 2005.



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

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

3/ 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.

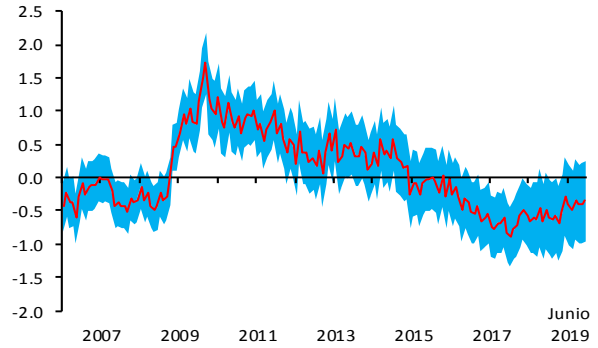
4/ Incluye a los trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

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

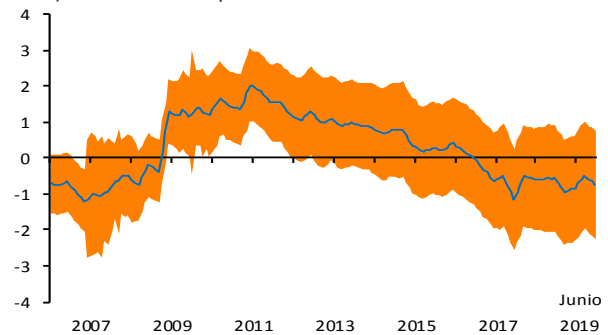
En cuanto a la evolución de los indicadores salariales, en el segundo trimestre de 2019 el salario promedio para la economía en su conjunto se incrementó a una tasa de 4.6%, mismo ritmo que el registrado en el primer trimestre del año. A su vez, en ese periodo el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 6.7% en promedio, cifra que se compara con la de 6.9% registrada el primer trimestre del año en curso (Gráfica 134). A su interior, el salario para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte presentó un incremento anual de 14.7%, misma tasa promedio que la observada en el trimestre anterior, al tiempo que para los trabajadores que laboran en el resto del país se observó un incremento de 5.9% en dicho salario, cifra ligeramente inferior a la de 6.0% del trimestre previo. Lo anterior, aunado al comportamiento de la inflación, dio como resultado un avance en términos reales para ambos indicadores salariales. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el periodo que se reporta fue de 5.5%, tasa superior a la de 4.9% observada en el mismo lapso de 2018. Este avance fue resultado de

una revisión promedio de 6.2% en las empresas privadas y de 3.4% en las públicas (revisiones respectivas de 5.2% y 3.5% en el mismo lapso de 2018).

Gráfica 133
Estimación de la Brecha de Desempleo^{1/}
Por ciento, a. e.



b) Tasa de Desempleo más la de Informales Asalariados



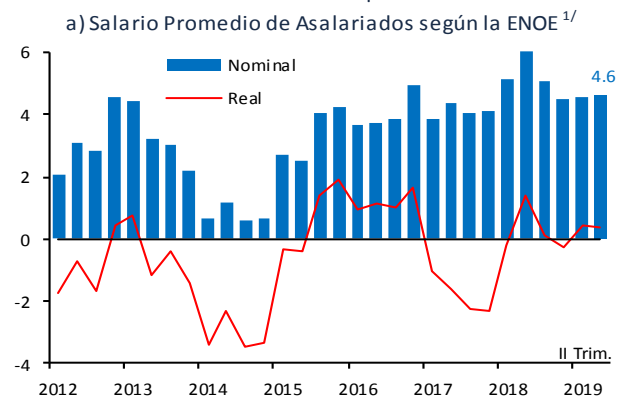
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

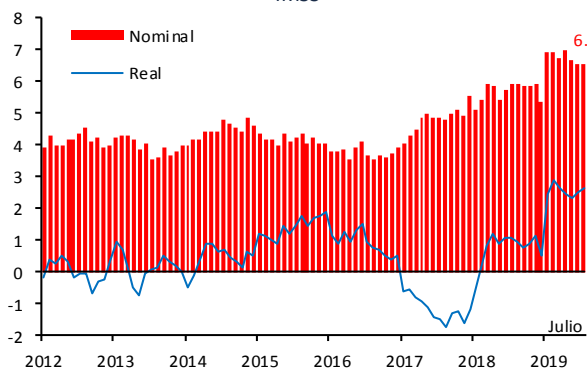
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE.

Gráfica 134
Indicadores Salariales

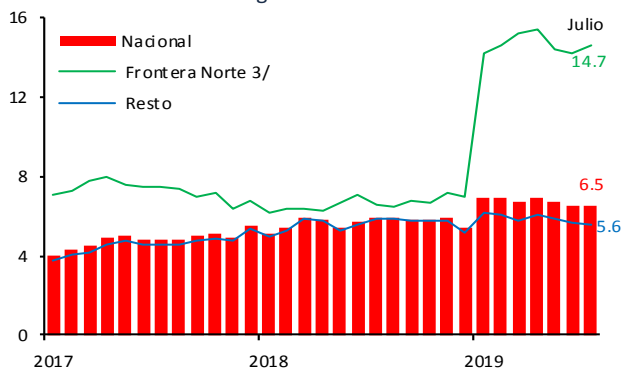
Variación anual en por ciento



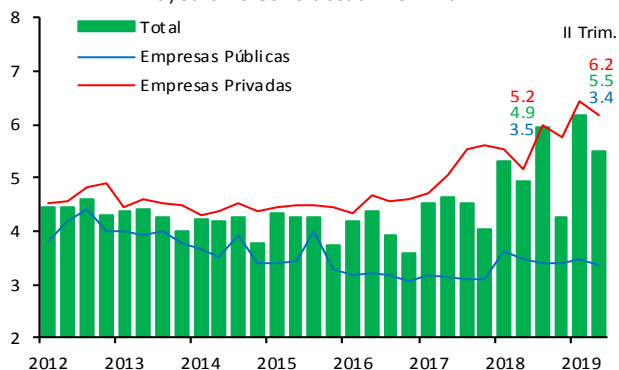
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS^{2/}



c) Salario Diario Nominal Asociado a los Trabajadores Asegurados al IMSS



d) Salario Contractual Nominal^{4/}



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

2/ Durante el segundo trimestre de 2019 se registraron en promedio 20.4 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

3/ Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

4/ 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).

Recuadro 2. Evolución Reciente del Empleo Afiliado al IMSS a Nivel Sectorial y Regional

1. Introducción

Desde los últimos meses de 2018, la creación del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS ha mostrado una desaceleración, misma que se ha acentuado durante el año en curso. La dinámica reciente se ha dado en un entorno en el que se ha observado un estancamiento de la actividad económica y revisiones al salario mínimo de mayor magnitud a las que se habían venido observando en años anteriores. En este contexto, el objetivo de este Recuadro es, en primera instancia, analizar la dinámica reciente del empleo afiliado al IMSS desde una perspectiva sectorial y regional con el fin de tener una visión más desagregada sobre la desaceleración de este indicador. Asimismo, se busca identificar mediante un modelo econométrico la posible relación entre la evolución del empleo afiliado al IMSS tanto con la actividad económica, como con las revisiones al salario mínimo, particularmente cuando estas afectan a una proporción significativa de trabajadores dentro de la distribución salarial. Con base en dicho modelo, es posible estimar, a través de un ejercicio contrafactual, la contribución relativa de la atonía de la actividad económica y de las revisiones regionalmente diferenciadas del salario mínimo sobre la desaceleración del empleo formal observada durante el primer cuatrimestre de 2019.

2. Evolución Sectorial de los Puestos de Trabajos Afiliados al IMSS

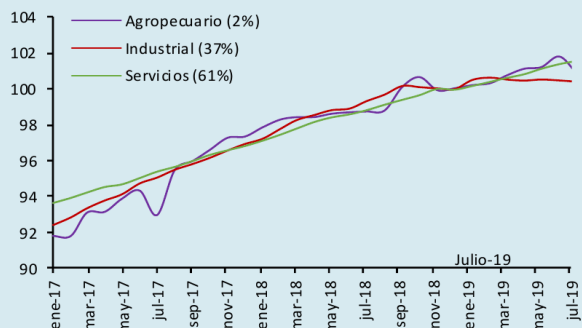
La Gráfica 1 presenta la evolución de puestos de trabajo permanentes y eventuales urbanos afiliados al IMSS de los sectores agropecuario, industrial y de servicios entre enero de 2017 y julio de 2019 con cifras ajustadas por estacionalidad.¹ Sobresale que desde julio de 2018 se ha observado una gradual pérdida de dinamismo de la creación de empleo en el sector de servicios, a la cual se sumó una notoria desaceleración del sector industrial a partir del último cuatrimestre de ese año, misma que es atribuible, en buena medida, al desempeño negativo del empleo en la construcción, particularmente a raíz del anuncio de cancelación del nuevo aeropuerto en Texcoco (NAIM). Esta pérdida de dinamismo persistió en los primeros siete meses de 2019 como resultado de una marcada desaceleración del ritmo de crecimiento del empleo en el sector de la transformación, así como de un nuevo retroceso en el de la construcción, en tanto que los servicios mostraron cierta recuperación, si bien mantuvieron un ritmo menor al observado en igual lapso del año previo.

¹ Se excluyen los puestos eventuales del campo, cuyo comportamiento tiende a ser más volátil. Estos trabajadores representaron alrededor de 1.3% del empleo total afiliado al IMSS en 2018. El empleo del sector industrial se desagrega en tres subsectores: transformación, construcción y un “otros” que agrupa las industrias extractivas y las de electricidad y agua. Las cifras desestacionalizadas se obtuvieron de ajustar por estacionalidad las diferentes series a nivel sector-región, por lo que los agregados de sector y región corresponden a la suma de sus respectivos componentes.

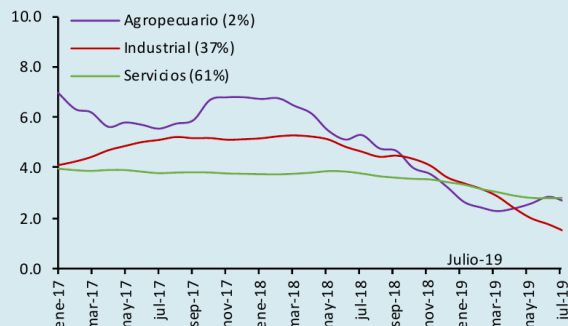
Gráfica 1

Empleo Afiliados al IMSS por Sector, a. e.

a) Índice base diciembre 2018=100



b) Variación % anual, promedio móvil de 3 meses



Nota: El universo corresponde a los trabajadores permanentes y eventuales urbanos.

a. e. / Serie con ajuste estacional. Los datos para el sector industrial corresponden a la suma de las cifras desestacionalizadas de sus subsectores.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

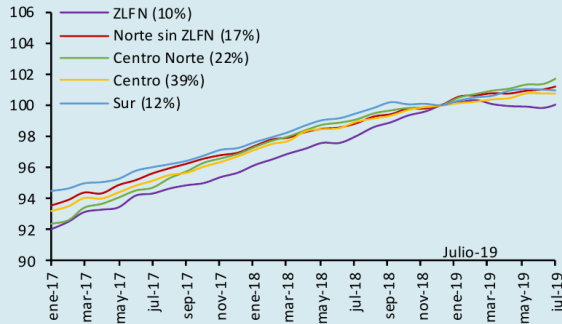
3. Evolución Regional de los Puestos de Trabajos Afiliados al IMSS

Con el fin de considerar si la desaceleración en la creación de puestos de trabajos afiliados al IMSS ha sido generalizada a lo largo del territorio nacional, o si ha estado concentrada regionalmente, se dividió al país en cinco zonas: la zona libre de la frontera norte (ZLFN), la zona Norte excluyendo la ZLFN, la región Centro Norte, la Centro y la Sur.² La desaceleración del empleo en la última parte de 2018 se explica por el menor ritmo de creación de empleo en las regiones Centro, Centro Norte y Sur (Gráfica 2). En contraste, la ZLFN mostró un mayor dinamismo en el crecimiento del empleo formal en ese periodo. En cambio, en el primer semestre de 2019, la desaceleración respondió a una caída en el nivel absoluto de

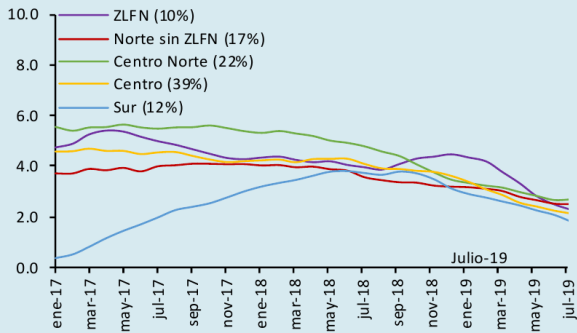
² Los estados del Norte corresponden a Baja California, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Sonora, Tamaulipas. Los estados del Centro Norte corresponden a Aguascalientes, Baja California Sur, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas. Los estados del Centro corresponden a Estado de México, Ciudad de México, Guanajuato, Hidalgo, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala. Los estados del Sur corresponden a Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán.

empleo en la ZLFN, así como a un menor ritmo de crecimiento del empleo en el resto de las regiones. Si bien en julio se registró una ligera mejoría en la ZLFN, su nivel de empleo formal permanece por debajo de lo observado a principios de año.

Gráfica 2
Empleo Afiliados al IMSS por Región, a. e.
a) Índice base diciembre 2018=100



b) Variación % anual, promedio móvil de 3 meses



Nota: El universo corresponde a los trabajadores permanentes y eventuales urbanos. ZLFN: Zona Libre Frontera Norte. La lista de los estados que conforman cada región se encuentra en la nota al pie 2.

a. e. / Serie con ajuste estacional. Los datos regionales corresponden a la suma de las cifras desestacionalizadas de sus subsectores de actividad económica

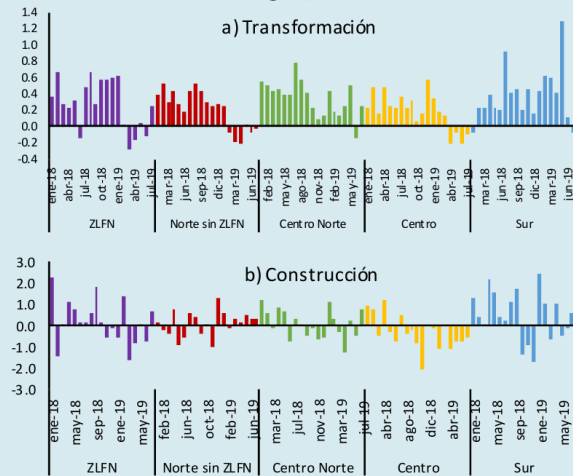
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

4. Evolución Sectorial de los Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS por Región

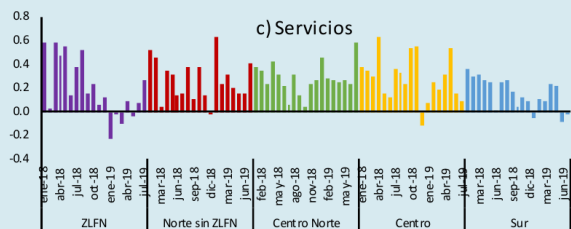
Para profundizar sobre lo que ocurre en el ámbito regional es conveniente desagregar las dinámicas regionales a nivel sectorial. La Gráfica 3 muestra la variación porcentual mensual del empleo afiliado al IMSS para los sectores de la transformación, la construcción y los servicios por región.³ En

el caso del sector de la transformación, la región Norte mantuvo una trayectoria ascendente, destacando el dinamismo observado en la ZLFN. No obstante, en el primer semestre de 2019 dicha tendencia se revirtió, toda vez que se presentaron disminuciones absolutas en el nivel de empleo. En el caso específico de la ZLFN, aunque se registró cierta recuperación a principios del segundo semestre del año, prevalece la debilidad en la creación de empleo formal en ese sector. También sobresale la marcada desaceleración del empleo de esta actividad en la región Centro en el segundo trimestre de 2019 y el mayor dinamismo mostrado por la región Sur desde la segunda mitad de 2018. No obstante, a principios del segundo semestre de 2019 se aprecia una ligera caída del empleo de este sector en la zona Sur. Respecto del empleo en la construcción, destaca la debilidad que se ha registrado en la región Centro Norte durante el primer semestre de 2019. A su vez, también se observan retrocesos en la región Centro desde el tercer trimestre de 2018. En el caso de esta última región, dicha contracción se puede asociar, en parte, con la cancelación de NAIM en Texcoco, así como la menor actividad de ese sector en la Ciudad de México que se ha reportado a lo largo del año. Asimismo, se presentó una reducción en el nivel de empleo de este sector en la ZLFN. Finalmente, el empleo del sector servicios también se ha venido desacelerando en las regiones Centro y Sur, además de que en la ZLFN reporta a inicios del segundo semestre de 2019 un nivel similar al exhibido en diciembre de 2018.

Gráfica 3
Variación % Mensual del Empleo del IMSS por Sector y Región, a. e.



³ Se omite el rubro de otros sectores industriales que, en conjunto, representan menos del 1.4% de los trabajadores permanentes y eventuales urbanos.



Nota: El universo corresponde a los trabajadores permanentes y eventuales urbanos. ZLFN: Zona Libre Frontera Norte. La lista de los estados que conforman cada región se encuentra en la nota al pie 2.

a. e. / Serie con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

5. Efecto de la Actividad Económica y la Revisión al Salario Mínimo Sobre el Empleo Afiliado al IMSS

La diferenciación de la evolución del empleo entre regiones del país y sectores de actividad económica que se describió en las secciones anteriores podría estar asociada, a su vez, con tendencias diferenciadas en el debilitamiento que se observó en la actividad económica a nivel tanto regional, como sectorial y a los efectos de los aumentos salariales observados en el periodo. Así, surgen dos factores que podrían explicar las tendencias del empleo afiliado al IMSS observadas a principios de 2019: i) la debilidad en la actividad económica de diversos sectores que se ha venido observando por varios trimestres, y ii) las revisiones al salario mínimo para 2019, las cuales fueron de una magnitud mayor a las otorgadas en años previos y regionalmente diferenciadas, toda vez que en la ZLFN el aumento de dicho salario fue de una magnitud considerablemente mayor.

Con el propósito de identificar el impacto sobre el empleo de estos dos canales, se presentan los resultados de una estimación econométrica de panel del empleo a nivel municipio-sector de actividad.⁴ Los efectos de interés se identifican aprovechando la variación que existe en los datos a lo largo de tres dimensiones: en el tiempo, entre municipios y entre sectores. En particular, el efecto de la revisión al salario mínimo sobre el empleo se identifica explotando la variación que hay en el empleo entre sectores a nivel municipio a lo largo del tiempo, así como la variación que hay entre municipios y sectores en términos de la fracción del empleo vinculada a la revisión del salario mínimo. La “fracción vinculada” se refiere a la proporción de trabajadores cuyo salario en diciembre de 2018 se ubica entre el salario mínimo vigente en 2018 y el salario mínimo vigente a partir de enero de 2019, según su región. Dado que el aumento de dicho salario fue mayor en la ZLFN, esta fracción tiende a ser mayor en esa región. De esta

manera, el modelo busca capturar la posibilidad de que el impacto de la revisión al salario mínimo sobre el empleo varíe entre municipios y sectores dependiendo de la fracción vinculada del empleo, toda vez que entre mayor sea dicha fracción, se espera que mayor sea el impacto sobre los costos para las empresas de una revisión al salario mínimo. La estimación se basa en información mensual para el periodo enero de 2015 a abril de 2019.⁵ La especificación del modelo estimado está dada por:

$$\ln\left(\frac{E_{m,s,t}}{N_m}\right) = \sum_{i=0}^2 \beta_i Z_{m,z,t-i} + (\delta_1 D_{ZLFN} + \delta_2 D_{Resto}) D_{\tau} Sh_{m,s,12/18} + \lambda_{ms} + \lambda_t + u_{m,s,t}$$

La variable $E_{m,s,t}$ representa el número de trabajadores en el municipio m , en el sector s , en el mes t ; N_m es la población del municipio m en 2015; $Z_{m,s,t}$ es un conjunto de variables que controlan por el nivel de actividad económica;⁶ $Sh_{m,s,12/18}$ denota la fracción vinculada del empleo;⁷ D_{τ} es una variable dicotómica que es igual a 1 para enero, febrero, marzo y abril de 2019 e igual a 0 en otro caso; D_{ZLFN} es una variable dicotómica igual a uno si m es un municipio que pertenece a la ZLFN e igual a 0 en otro caso ($D_{Resto} = 1 - D_{ZLFN}$); cabe destacar que los regresores $D_{ZLFN} D_{\tau} Sh_{m,s,12/18}$ y $D_{Resto} D_{\tau} Sh_{m,s,12/18}$ permiten capturar el efecto de la revisión al salario mínimo sobre el empleo de manera diferenciada entre la ZLFN y el resto del país, tomando en cuenta, además, que este efecto puede diferir entre municipios y sectores dependiendo de la fracción vinculada del empleo. Por último, λ_{ms} y λ_t son efectos fijos por duplas municipio-sector y tiempo, respectivamente. Estos efectos fijos controlan por factores no observables que son constantes para cada pareja de municipio-sector o fecha de calendario, respectivamente. Por ejemplo, los efectos fijos de tiempo (λ_t) controlan por todos los factores que pueden incidir sobre el nivel de empleo en t que son comunes a todos los sectores y municipios. La variable $u_{m,s,t}$ denota el término de error del modelo.

El Cuadro 1 presenta los resultados de la estimación. Destaca que, como era de esperarse, la actividad económica, tanto contemporánea como rezagada, tiene un impacto positivo y estadísticamente significativo sobre el empleo; es decir, un mayor dinamismo en la actividad económica está asociado con una mayor formación de empleos formales. También sobresale que mientras mayor es la fracción vinculada del empleo en un municipio-sector, mayor es el efecto negativo de una revisión salarial sobre su nivel de empleo.

⁴ El empleo se refiere al empleo del IMSS para trabajadores permanentes y eventuales urbanos en los sectores de servicios, construcción y transformación.

⁵ Debido a la falta de disponibilidad de datos para la actividad económica a nivel regional, no fue posible estimar el modelo con la información del empleo posterior a abril de 2019.

⁶ Dentro de estos controles se incluyen dos conjuntos de información. Por un lado, se incluyen índices de actividad económica que varían por sector, mes y entidad federativa. En este caso, a todos los municipios de la misma entidad federativa se les asigna el mismo valor del índice de actividad económica para cada sector y mes. Por otro lado, para cada municipio se construyen indicadores de actividad económica a partir de índices de actividad sectorial a nivel nacional, utilizando la estructura sectorial del empleo de cada municipio. Los índices para manufacturas

y construcción a nivel estatal se obtienen de la información que se desprende del Índice Mensual de Actividad Industrial (IMAI), mientras que como proxy para la actividad en servicios a nivel estatal se toma el índice de comercio al por menor de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC). En el caso de índices de actividad a nivel nacional se utilizaron los componentes sectoriales del Índice Global de Actividad Económica (IGAE).

⁷ En particular, esta variable considera el porcentaje de trabajadores que en diciembre de 2018 ganan un salario entre 88.36 y 176.72 pesos diarios en los municipios que se encuentran en la zona libre de la frontera norte (ZLFN) y un salario entre 88.36 y 102.68 pesos diarios en los municipios del resto del país.

Cuadro 1
Resultados de la Estimación

Variables	Variable dep: $\ln(E_{m,s,t} / N_m)$	
$D_{ZLFN} Sh_{m,s}$	-0.06***	(0.01)
$D_{Resto} Sh_{m,s}$	-0.06***	(0.00)
$\ln(X_{m,s,t})$	0.06***	(0.01)
$\ln(X_{m,s,t-1})$	0.05***	(0.01)
$\ln(X_{m,s,t-2})$	0.08***	(0.01)
$\ln(x_{m,t})$	0.09***	(0.04)
$\ln(x_{m,t-1})$	0.10***	(0.04)
$\ln(x_{m,t-2})$	0.16***	(0.04)
Observaciones	3,309,830	
R-cuadrada ajustada	0.96	

Nota: La estimación incluye efectos fijos por dupla de municipio-sector y efectos fijos de tiempo. Entre paréntesis se reportan los errores estándar aglomerados a nivel municipio-sector. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Las variables X y x, se refieren a las variables incluidas en el conjunto Z.

6. Ejercicio Contrafactual

Con base a la estimación presentada en el Cuadro 1, en esta sección se presenta un ejercicio contrafactual cuyo objetivo es ilustrar en qué grado el menor dinamismo de la economía durante el periodo enero-abril de 2019 y la revisión al salario mínimo para 2019 pudieron haber incidido en la desaceleración del crecimiento del número de trabajadores afiliados al IMSS en ese periodo. Así, se calcula el empleo en un escenario contrafactual que supone i) que en el primer cuatrimestre de 2019 la actividad económica hubiera crecido de manera similar a lo observado en el mismo lapso de 2018 y ii) que la revisión al salario mínimo hubiera sido de 10% para todo el país, cifra similar a la observada en enero de 2018.⁸

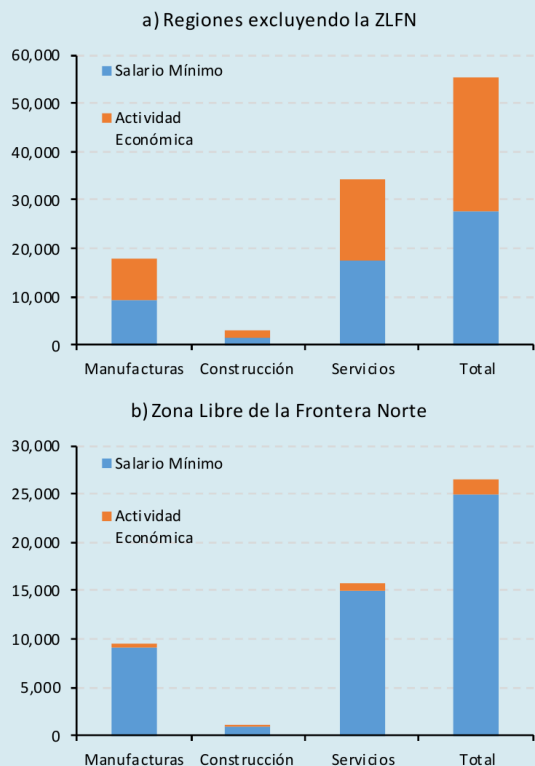
El resultado de este ejercicio sugiere que, si bien tanto el estancamiento de la actividad económica como la revisión al salario mínimo han tenido un impacto negativo sobre el nivel de empleo, este último parecería ser el factor que tuvo relativamente mayor incidencia sobre la desaceleración en el crecimiento de empleos registrados con el IMSS en el primer cuatrimestre de 2019 (Gráficas 4 y 5). En particular, en el escenario contrafactual se estima que se habría observado un mayor nivel de empleo formal a nivel nacional de cerca de 80 mil empleos en caso de que los salarios mínimos hubieran

aumentado como en 2018 y la actividad hubiese presentado un dinamismo similar. Ello significa que, en lugar de una creación observada de 125 mil nuevas plazas en términos desestacionalizados de enero a abril de 2019, se hubiese observado en el contrafactual una creación de 205 mil plazas. Esta cifra, sin embargo, sigue siendo inferior a la de 295 mil plazas en el mismo periodo del año anterior, lo que debe atribuirse a otros factores no identificados por este método estadístico. De la estimación de 80 mil empleos, se estima que cerca del 64% (es decir, 52 mil empleos) corresponderían al efecto que se puede atribuir a la diferencia en la magnitud de la revisión al salario mínimo entre el escenario contrafactual y el observado. Este efecto es particularmente pronunciado en la ZLFN, para la cual se estima que casi la totalidad de la diferencia entre el empleo en el escenario contrafactual relativo al observado se puede atribuir al efecto de la revisión al salario mínimo. Este resultado es congruente con el hecho de que, en contraste con la actividad económica para el país en general, a principios de 2019 la región Norte en su conjunto siguió creciendo, así como con el hecho de que la revisión al salario mínimo en la ZLFN fue de mayor magnitud que en el resto del país, de modo que la fracción vinculada en esa zona fue mayor. Cabe notar que, con las cifras obtenidas con base en este ejercicio, es posible obtener la elasticidad implícita del empleo respecto del salario mínimo para este episodio de revisiones a dicho salario.⁹ En particular, para el caso de la ZLFN la elasticidad estimada es de -0.02, en tanto que para el resto del país es de -0.03. Es necesario señalar que dichas elasticidades no son constantes y que, en particular, podrían llegar a ser mayores en caso de que se aplicaran aumentos al salario mínimo que involucren a una mayor fracción vinculada de trabajadores ante dichos cambios. Asimismo, cabe mencionar que dichas elasticidades miden el efecto sobre el número total de trabajadores y no sobre el ritmo de creación de empleo, el cual se ve afectado en mayor magnitud. En efecto, según estos resultados el aumento en el número de trabajadores afiliados al IMSS en el periodo enero – abril de 2019 fue 29% menor al que se hubiera observado en el caso en el que el salario mínimo hubiera aumentado como en el año previo y que el resto de los determinantes del empleo se comportaran tal como se ha observado. Finalmente, como se mencionó, la estimación econométrica se llevó a cabo con datos hasta el primer cuatrimestre del año. Sin embargo, la debilidad del crecimiento del empleo formal se ha mantenido en los meses subsecuentes, por lo que el efecto de estos factores podría ser aún mayor.

⁸ En particular, para el escenario contrafactual se supuso que las variables de actividad de las duplas municipio-sector que registraron una tasa de crecimiento promedio en el primer cuatrimestre de 2018 mayor a la observada en 2019

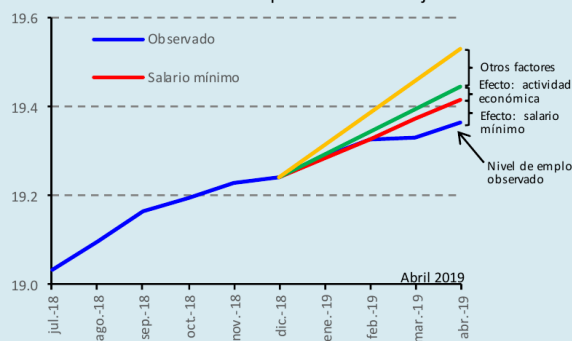
crecieron al mismo ritmo que en ese cuatrimestre del año pasado; el resto de los municipios crecieron al ritmo observado en el primer cuatrimestre de 2019.
⁹ Dicha elasticidad se refiere al cambio porcentual del empleo atribuido al incremento del salario mínimo bajo el ejercicio contrafactual dividido entre el cambio porcentual en el salario mínimo que se supone en el contrafactual.

Gráfica 4
Disminución Estimada en el Nivel de Empleo a Abril de 2019 Asociada con los Factores Considerados en el Escenario Contrafactual



Nota: Se refiere a la diferencia entre la estimación del nivel de empleo con datos observados y la estimación del nivel de empleo bajo los supuestos del escenario contrafactual, con base en la estimación presentada en el Cuadro 1.

Gráfica 5
Evolución Contrafactual del Empleo Afiliado al IMSS, a. e.
 Millones de puestos de trabajo



Nota: El nivel contrafactual (línea amarilla) replica la creación de puestos de trabajo que se observó en el primer cuatrimestre de 2018. El empleo afiliado se refiere a los puestos de trabajo de los sectores considerados en la estimación de la sección 5.

a. e. / Serie con ajuste estacional y de tendencia.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

7. Consideraciones Finales

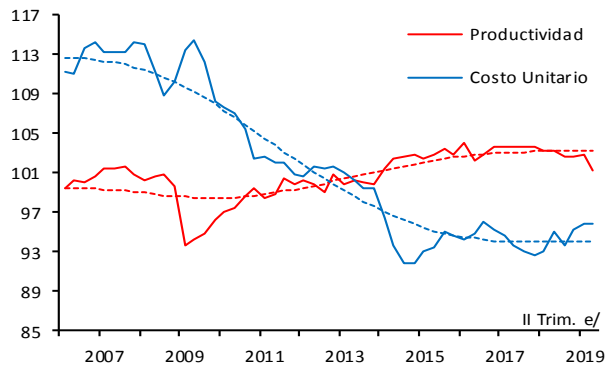
Los resultados de la estimación econométrica presentada en este Recuadro indican que tanto el estancamiento en la actividad económica que se ha venido observando por varios trimestres, como la revisión al salario mínimo que entró en vigor en enero de 2019, son factores que influyeron en la desaceleración del empleo formal que se ha registrado durante lo que va del año.

Para dar mayor impulso a la formación de empleos en el sector formal de la economía es importante que se observe un mayor dinamismo en todos los sectores de actividad económica. Si bien el país enfrenta un entorno complejo, una agenda de políticas públicas que fomente una mayor inversión privada y que disminuyan la incertidumbre interna coadyuvaría a un mayor dinamismo de la generación de empleo formal. Por otra parte, los resultados presentados sugieren que mientras mayor es la fracción vinculada del empleo, mayor es el efecto adverso sobre el empleo ante un aumento exógeno en el salario mínimo, de modo que será importante considerar el posible impacto de futuras revisiones a este salario sobre el empleo, toda vez que, en ausencia de aumentos a la productividad y dependiendo de la magnitud del incremento otorgado, dichas revisiones podrían involucrar a una proporción cada vez mayor de trabajadores. Así, para que una recuperación de los salarios, incluyendo el mínimo, no afecte de manera adversa la generación de empleo formal, es necesario adoptar medidas que contribuyan a una mayor productividad laboral, ya que, en última instancia, esta es la única forma de crear empleos mejor remunerados de manera sostenible.

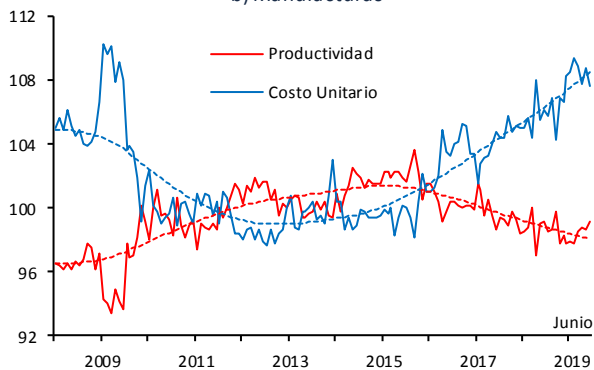
Por su parte, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, se estima que en el segundo trimestre de 2019 el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto haya exhibido un nivel similar al del periodo previo. Asimismo, en el segundo trimestre de 2019 los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron ubicándose en niveles relativamente elevados (Gráfica 135).

Gráfica 135
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

Índice 2013=100, a. e.
a) Total de la Economía^{1/}



b) Manufacturas^{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/} Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del segundo trimestre de 2019 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE, INEGI.

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 (SCNM), INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía²⁴

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

Durante el segundo trimestre de 2019, las fuentes de recursos financieros continuaron expandiéndose a un ritmo bajo respecto a años anteriores, con lo que se acentuó la pérdida de dinamismo que se ha venido observando desde la segunda mitad de 2018. En particular, se registró un flujo anual de 5.3% del PIB durante el segundo trimestre del año, lo cual se compara con una cifra de 5.6% del PIB en el trimestre anterior y con un flujo de 7.3% del PIB en promedio entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018 (Cuadro 4). Ello reflejó un menor ritmo de crecimiento tanto en su componente interno como en el externo. En particular:

- iii. Al segundo trimestre de 2019, las fuentes externas de recursos continuaron creciendo a un ritmo bajo respecto a años previos. En efecto, estas registraron un flujo anual de 0.9% del PIB al segundo trimestre de 2019, cifra menor al 1.1% del PIB del trimestre anterior y al promedio de 1.8% del PIB observado entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018 (Gráfica 136). Este menor flujo se explica principalmente por una disminución en la inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes durante el segundo trimestre del año, sobre todo en instrumentos de corto plazo y, en menor medida, en bonos de mayor plazo. Ello contrasta con lo observado en el primer trimestre del año, en el cual hubo una mayor inversión de no residentes en bonos de mediano y largo plazo. De esta forma, y pese a que el flujo como por ciento del PIB es ligeramente positivo, el saldo de las fuentes externas continuó exhibiendo una variación real anual negativa al segundo trimestre de 2019, lo que refleja la mayor restricción de financiamiento externo enfrentada por el país a partir de 2014 y que se ha mencionado en informes previos (Gráfica 137c).

²⁴ 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.

iv. Por su parte, las fuentes internas de recursos financieros —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— continuaron expandiéndose a un ritmo inferior a lo observado en años recientes (Gráfica 136). Así, el flujo anual

de las fuentes internas fue de 4.4% del PIB al segundo trimestre de 2019, cifra equivalente a la del trimestre anterior y que se compara con un flujo de 5.5% del PIB en promedio entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018.

Cuadro 4
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T2	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T2
	Flujos anuales como porcentaje del PIB						Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.3	5.5	3.4	3.9	1.3	0.2	1.3
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.6	4.6	5.5	6.6	4.2	4.4	5.1	5.2	5.4	3.7	1.7	2.8
Monetarias ^{2/}	3.2	2.7	3.6	4.3	2.8	2.5	4.1	4.6	5.7	3.9	1.9	2.2
No Monetarias ^{3/}	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	1.8	7.0	6.3	4.9	3.4	1.3	3.9
Fuentes Externas ^{4/}	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	0.9	6.1	0.6	1.5	-2.7	-2.3	-1.4
Total de Usos	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.3	5.5	3.4	3.9	1.3	0.2	1.3
Reserva Internacional ^{5/}	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.4	2.1	-9.3	-3.5	-8.6	-3.8	-1.2
Financiamiento al Sector Público	4.7	4.1	2.9	1.1	2.2	1.4	5.8	6.3	2.5	-4.1	0.1	-0.8
Público Federal ^{6/}	4.5	4.0	2.8	1.1	2.2	1.4	6.0	6.5	2.6	-4.1	0.3	-0.6
Estados y municipios	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-4.6
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	2.5	3.0	3.0	3.9	2.2	2.3	2.1	5.5	4.3	3.1	0.8	1.8
Interno	1.6	3.0	3.1	3.2	2.7	2.4	1.9	9.0	7.6	4.5	4.2	4.0
Externo	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	-0.1	2.7	-2.1	-3.5	-0.6	-8.9	-5.0
Otros conceptos ^{8/}	1.3	0.0	1.5	3.4	0.5	1.2	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año, excepto para 2019, donde se muestra al segundo trimestre.

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

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

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

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

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

^{6/} Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica 38.

^{7/} Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas.

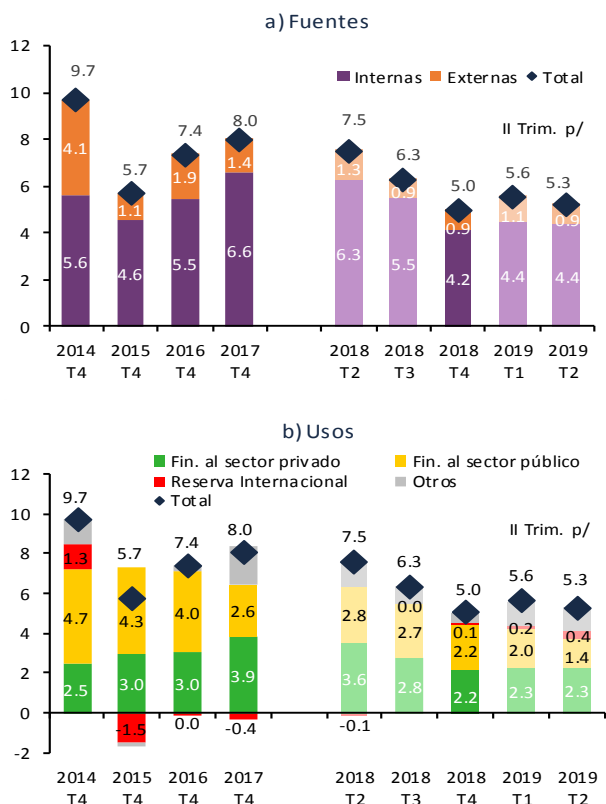
^{8/} Considera las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios, Infonavit y Banco de México (incluyendo los títulos colocados con propósitos de regulación monetaria, como aquellos asociados a la esterilización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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 136

Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

Flujos anuales como porcentaje del PIB



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1. Los rubros de Financiamiento al Sector Público y Otros difieren del Cuadro 1 ya que se excluye el efecto de la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

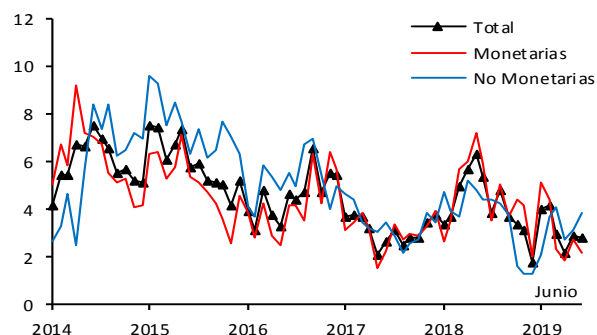
Fuente: Banco de México.

Gráfica 137

Fuentes de Recursos Financieros

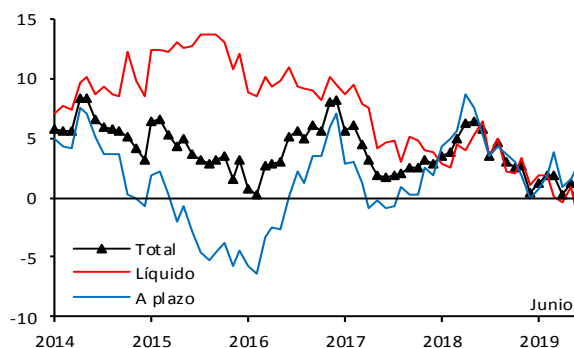
a) Fuentes Internas (F1)

Variación real anual en por ciento



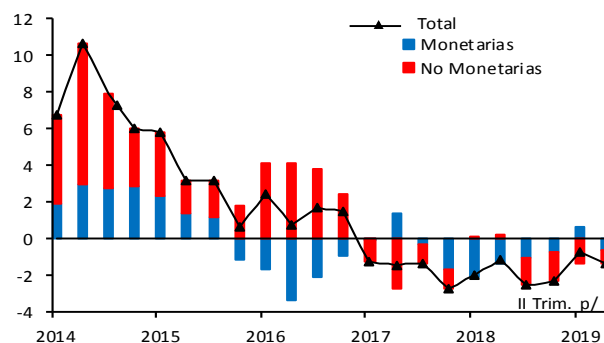
b) Agregado Monetario M2

Variación real anual en por ciento



c) Fuentes Externas

Variación real anual en por ciento y contribución al crecimiento



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1.

Fuente: Banco de México.

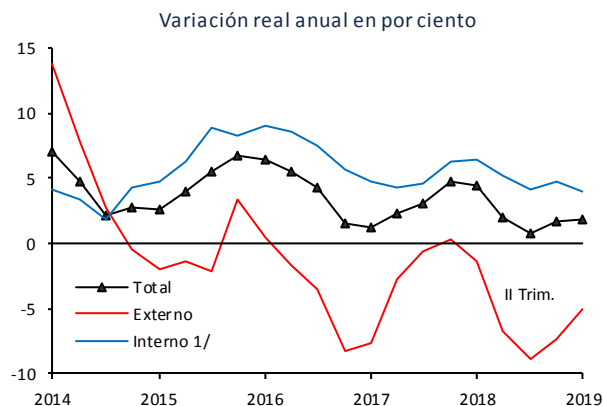
A su interior se observó un comportamiento diferenciado. Por un lado, las fuentes monetarias (M3) continuaron exhibiendo una desaceleración respecto a la primera mitad de 2018. En particular, se registró un flujo anual de 2.5% del PIB al segundo trimestre de 2019, cifra equivalente a la del trimestre anterior e inferior a la de años previos, en los cuales se registró un promedio de 3.4% del PIB entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018 (Gráfica 137a). Ello es consistente con el menor dinamismo en la actividad económica y la moderación en la creación de empleos en el primer semestre del año. Dicha dinámica conllevaría a una menor demanda de dinero en sentido amplio por parte del sector privado por motivos transaccionales. Adicionalmente, el sector privado aún estaría recomponiendo su portafolio hacia instrumentos a plazo como resultado del mayor rendimiento relativo que estos ofrecen. Lo anterior explicaría que la desaceleración en los agregados monetarios se observe sobre todo en M1, mientras que la tenencia de instrumentos a plazo —registrada

en los agregados monetarios más amplios— se ha incrementado, reflejando principalmente un mayor ahorro financiero de los hogares (Gráfica 137b). Por otro lado, las fuentes no monetarias registraron un flujo de 1.8% del PIB durante el trimestre que se reporta, cifra muy similar a la observada durante el trimestre anterior (1.9% del PIB; Gráfica 137a). Ello se explica por un crecimiento de los fondos para el retiro similar al del trimestre previo, lo cual se ha observado en un entorno en el que los activos financieros internos han registrado un desempeño favorable.

Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se situó en 1.4% del PIB, cifra inferior a la observada el trimestre anterior (2.0% del PIB) y que se compara con un flujo de 2.2% del PIB al cierre del año anterior. Este menor financiamiento al sector público refleja balances que han resultado más superavitarios con respecto a lo programado en el primer semestre del año. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó en 178.9 miles de millones de dólares (m.m.d.) al segundo trimestre de 2019, cifra ligeramente superior a la observada al cierre del trimestre anterior (176.6 m.m.d.). Asimismo, el flujo anual del financiamiento total al sector privado no financiero fue similar al del trimestre previo (2.3% del PIB). Así, en los últimos tres trimestres este flujo de financiamiento se ha situado en los niveles más bajos registrados desde el tercer trimestre de 2015. Ese comportamiento es congruente con la pérdida de dinamismo de la actividad económica observada este año. A su interior, el financiamiento externo siguió presentando un flujo anual negativo por cuarto trimestre consecutivo. Al respecto, en este trimestre se observó una importante colocación de deuda privada en el exterior, debido a la presencia de condiciones más favorables en los mercados internacionales. Las empresas emisoras reportaron que dos terceras partes de estos recursos se utilizarían para refinanciar pasivos.

De esta forma, el saldo del financiamiento total al sector privado no financiero se expandió a una tasa real anual de 1.8% en el trimestre que se reporta, cifra similar a la del primer trimestre de 1.6% (Gráfica 138). La siguiente sección ofrece mayores detalles sobre la evolución del financiamiento a los sectores público y privado.

Gráfica 138
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero



† Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía ²⁵

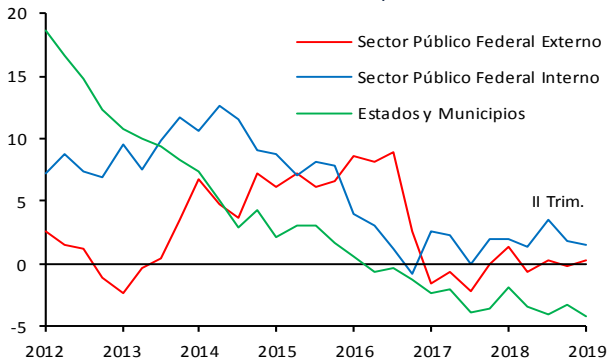
A partir de 2016 el Gobierno Federal implementó un ajuste a la postura fiscal que redujo los requerimientos de financiamiento al sector público. Con ello, el financiamiento bruto interno y externo al sector público federal ha presentado un bajo ritmo de expansión, dinamismo que persiste al primer semestre de 2019.²⁶ Asimismo, desde el tercer trimestre de 2016 los estados y municipios han registrado una contracción en su utilización de recursos financieros (Gráfica 139).

²⁵ En esta sección se analiza con mayor detenimiento la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, entendido como el financiamiento bruto que reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero —empresas y hogares—.

²⁶ El financiamiento bruto al sector público considera al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios.

A diferencia del Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), que es una medida de endeudamiento neto y que además considera pasivos contingentes, esta medida de financiamiento no contempla su tenencia de activos financieros, ni otros pasivos de este sector, tales como los correspondientes al IPAB y Fonadín, las obligaciones de la Ley del ISSSTE, los bonos de pensión de Pemex y CFE, entre otros.

Gráfica 139
Financiamiento al Sector Público No Financiero
Variación real anual en por ciento



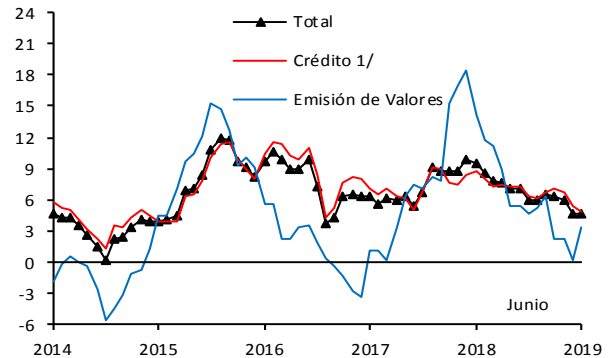
Fuente: Banco de México.

Por su parte, en cuanto al saldo del financiamiento interno, el canalizado a las empresas continúa creciendo a tasas elevadas, si bien desde el tercer trimestre de 2018 ha perdido dinamismo. En el margen, la variación real anual del financiamiento interno a las empresas fue de 4.7% en el segundo trimestre de 2019, mientras que fue de 6.3% en el primer trimestre (Gráfica 140). En el mercado de deuda interna se observó un incremento en la emisión con respecto al trimestre previo (Gráfica 141). De igual manera que en el mercado externo, las empresas emisoras reportaron que la mayoría de los títulos internos adicionales servirían principalmente para refinanciar pasivos. Así, la pérdida de dinamismo del financiamiento interno a las empresas se explica principalmente por el menor crecimiento del crédito de la banca comercial (Gráfica 142). A su interior, el segmento de empresas grandes continuó presentando tasas de expansión relativamente elevadas, mientras que el crédito destinado a las empresas pequeñas y medianas mantuvo un bajo ritmo de crecimiento. De acuerdo a la encuesta a bancos (EnBan),²⁷ un factor que pudo haber limitado la canalización de crédito a las empresas pequeñas y medianas fue la reciente reducción en el otorgamiento de garantías de crédito por parte de la banca de desarrollo. Al respecto, en la última semana de julio la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

(SHCP) anunció, entre otras medidas para apoyar a la actividad económica, que a través de la banca de desarrollo se otorgarán nuevos créditos y garantías a más de 130 mil pequeñas y medianas empresas y 370 mil micronegocios. Esta reactivación en el programa de garantías de la banca de desarrollo podría tener un efecto positivo en el otorgamiento de crédito de la banca comercial a dicho segmento en el segundo semestre de 2019.

De acuerdo a las encuestas que realiza el Banco de México, tanto a las empresas como a la banca comercial, el menor crecimiento del crédito bancario parece ser congruente con una reducción de la demanda por parte tanto de empresas grandes como de las empresas pequeñas y medianas. Ello fue resultado principalmente de una disminución de la demanda de crédito asociada a la inversión en activos fijos en un contexto en el que la inversión fija bruta siguió presentando una tendencia negativa.²⁸ Por su parte, los bancos comerciales reportaron un incremento en el uso de recursos derivado de la mayor necesidad de reestructuración de pasivos, en particular entre las empresas grandes (Gráfica 143).

Gráfica 140
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras^{1/}
Variación real anual en por ciento



^{1/} Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

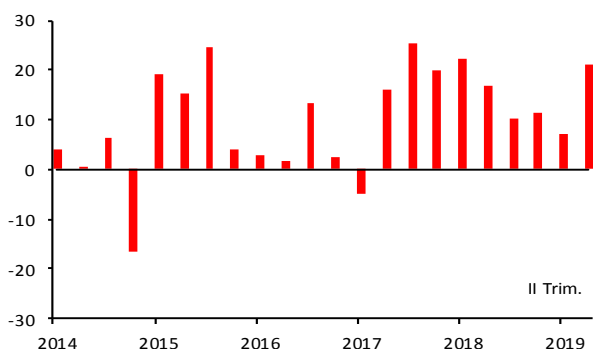
²⁷ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario durante el trimestre Abril – Junio de 2019, disponible en la siguiente liga:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/encuesta-sobre-condiciones-generales-y-estandares-condiciones-en-credito-bancar.html>

²⁸ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa sobre la Evolución Trimestral del Financiamiento a las Empresas durante el trimestre Abril – Junio de 2019, disponible en la siguiente liga:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/evolucion-trimestral-del-financiamiento-a-las-empr/evolucion-del-financiamiento-.html>

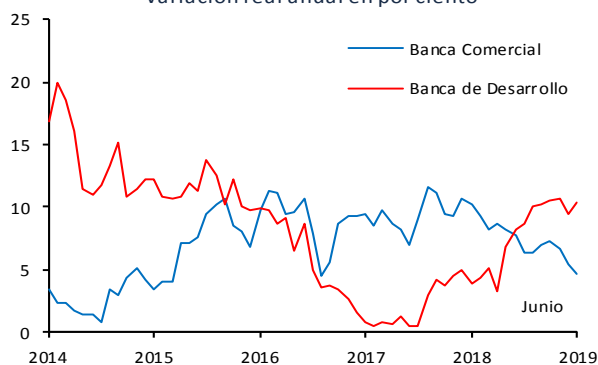
Gráfica 141
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras ^{1/}
Miles de millones de pesos



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

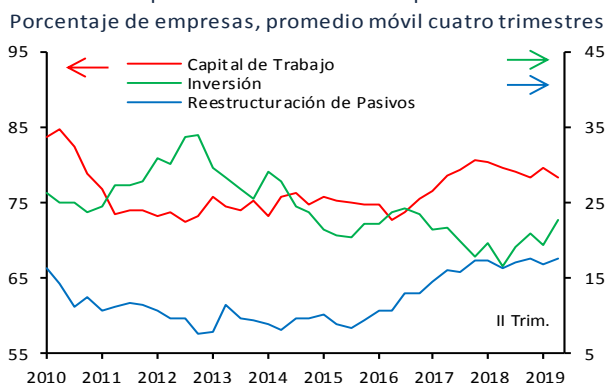
Fuente: Banco de México.

Gráfica 142
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual en por ciento

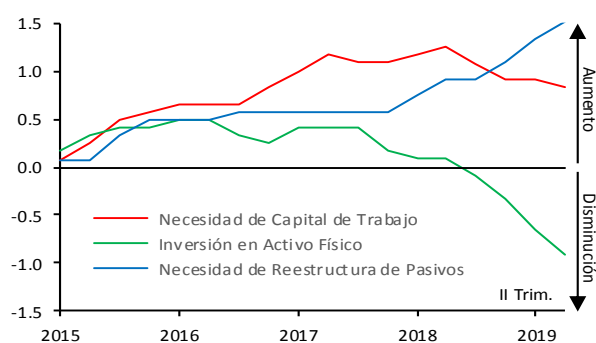


Fuente: Banco de México.

Gráfica 143
Uso de Crédito Bancario por parte de Empresas Grandes
a) Destino Principal del Nuevo Crédito Bancario según Empresas con más de 100 Empleados



b) Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento
Índice de difusión acumulado ^{1/}

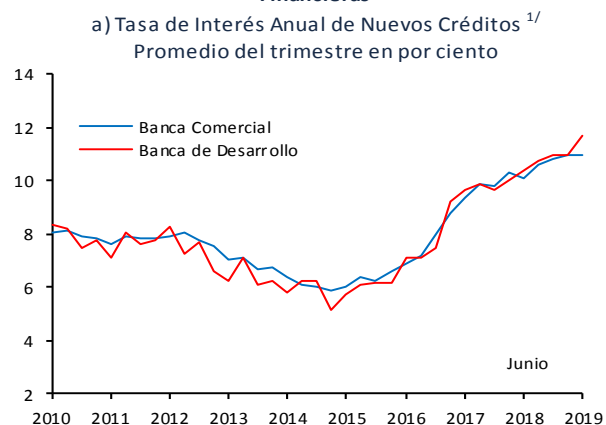


^{1/} Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.

Fuente: Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio (EECMC) y Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

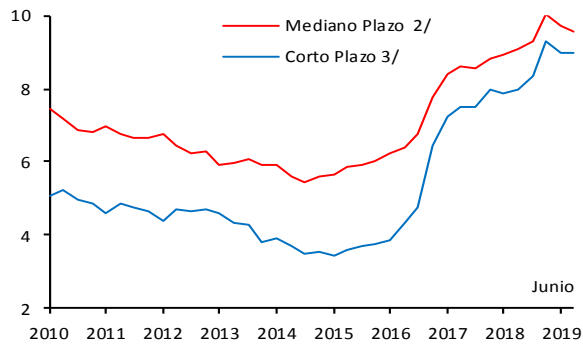
Respecto a las condiciones de financiamiento, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que hubo un apretamiento de los estándares de otorgamiento de crédito en el segmento de empresas pequeñas y medianas.²⁹ No obstante, en el segundo trimestre de 2019 los costos del financiamiento a las empresas privadas no financieras, en general, no presentaron cambios significativos con respecto al trimestre previo, si bien permanecieron en niveles elevados (Gráfica 144).

Gráfica 144
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras



²⁹ El grupo de bancos con mayor participación de mercado representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente.

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



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

2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de colocaciones de deuda con plazo mayor a un año al cierre del mes.

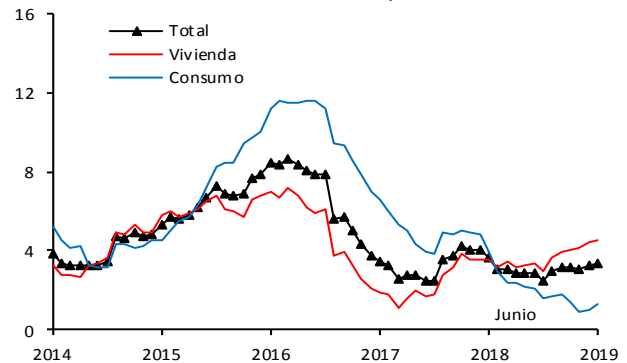
3/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada con plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.

Fuente: Banco de México.

El saldo del crédito a los hogares presentó un crecimiento real anual similar al del primer trimestre del año. En efecto, en junio su variación real anual fue de 3.4%, mientras que en marzo tuvo un incremento de 3.1%. A su interior, continuó observándose cierta heterogeneidad. Por un lado, la tasa de expansión del crédito a la vivienda se ha venido acelerando, al registrar una tasa de crecimiento real anual de 4.6% en el segundo trimestre, que se compara con la de 4.1% observada en el primer trimestre. Por otro lado, el crédito al consumo mantuvo un bajo crecimiento, que en el trimestre que se reporta fue de 1.3%, similar al del trimestre previo de 1.4%. Ello nuevamente es consistente con el menor dinamismo exhibido por el consumo privado desde el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 145).

Gráfica 145

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

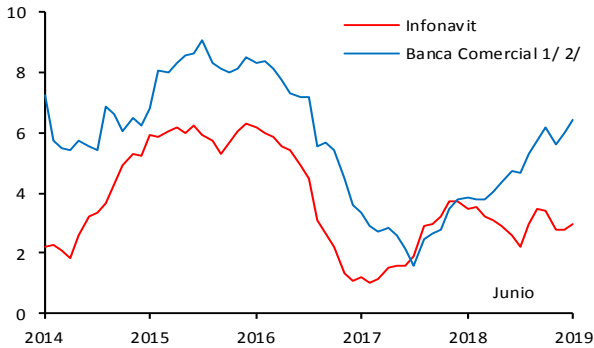


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México.

A su interior, en el trimestre de referencia el crédito hipotecario otorgado por el Infonavit presentó un crecimiento inferior al observado en el trimestre previo. Por su parte, la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo la recuperación en su ritmo de expansión que ha presentado desde 2018 (Gráfica 146). Esto último podría estar explicado, de acuerdo con la EnBan, por una mayor demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del segundo trimestre de 2018. Respecto a las condiciones del crédito, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que los estándares de otorgamiento continuaron sin mostrar cambios significativos, mientras que las tasas de interés de los nuevos créditos de la banca comercial para la adquisición de vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017. Al respecto, cabe señalar que la política monetaria ha contribuido a contener las primas de riesgo inflacionarias, que inciden en las tasas de interés de largo plazo (Gráfica 147).

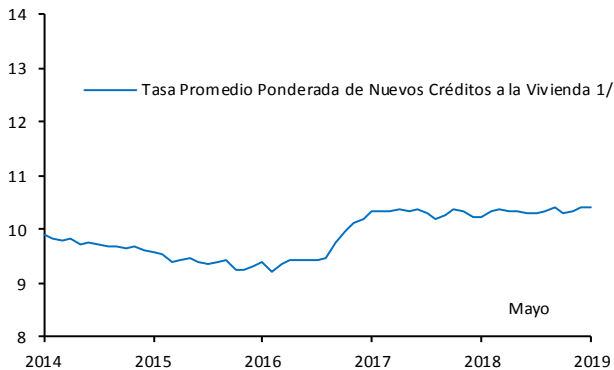
Gráfica 146
Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
2/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 147
Tasa de Interés Anual del Crédito a la Vivienda
Por ciento



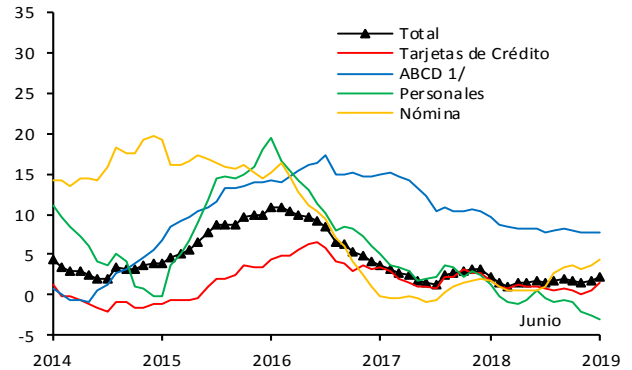
1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

Fuente: Banco de México.

En contraste, el crédito de la banca comercial al consumo mantuvo el bajo ritmo de expansión registrado a partir del segundo semestre de 2018 (Gráfica 148). Ello en un entorno en el que, de acuerdo con la EnBan, si bien los bancos con mayor participación de mercado señalaron que en el segundo trimestre de 2019 hubo una menor debilidad de la demanda de crédito con relación al trimestre previo, también reportaron que las condiciones de otorgamiento de crédito al consumo continúan siendo apretadas. Respecto a las tasas de interés de los créditos al consumo, con información hasta abril de este año se observa que aquellas asociadas a las tarjetas de crédito y créditos

personales se incrementaron durante el año (Gráfica 149).

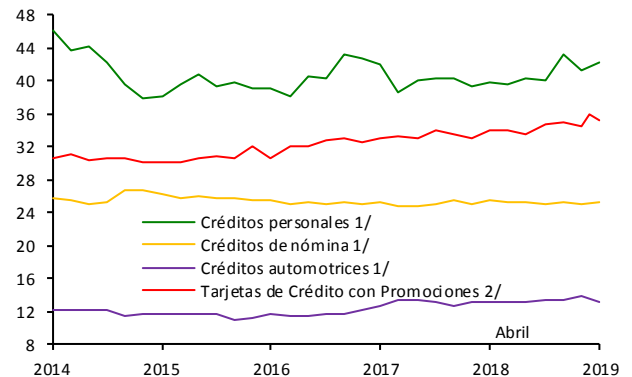
Gráfica 148
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
Variación real anual en por ciento



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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 149
Tasa de Interés Anual del Crédito al Consumo
Por ciento



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

2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

Fuente: Banco de México.

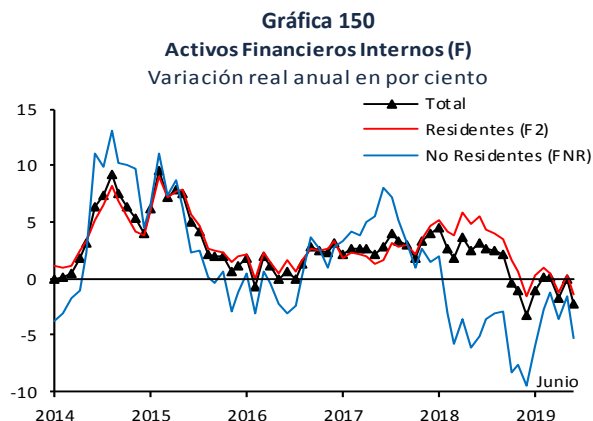
En suma, las fuentes de recursos financieros acentuaron la desaceleración que se ha observado desde la segunda mitad de 2018 y continúan expandiéndose a un ritmo bajo respecto a años anteriores. Ello, a su vez, es congruente con la desaceleración en la actividad económica que se ha venido registrando durante el año. Ante este panorama, y considerando que persisten riesgos que podrían limitar la disponibilidad de recursos financieros, es importante perseverar en el

fortalecimiento del marco macroeconómico del país. A ello contribuirá de manera importante consolidar sosteniblemente las finanzas públicas, en particular que se cumpla con la meta fiscal para 2019 y que el Paquete Económico para 2020 genere confianza. Lo anterior deberá considerar las implicaciones que pudiera tener el Plan de Negocios de Pemex 2019-2023 (ver Recuadro 3 para un recuento de los principales elementos de dicho Plan). Asimismo, se debe atender el deterioro en las calificaciones crediticias soberana y de Pemex.

Cabe destacar en este contexto, que en la última semana de julio, la SHCP anunció un paquete de medidas para impulsar a la economía nacional. En particular, son tres acciones mediante las cuales el gobierno planea orientar recursos a la economía: i) acelerar la creación de infraestructura detonando proyectos sin impacto presupuestal (inversión impulsada); ii) otorgar créditos a pequeñas y medianas empresas, y a trabajadores a través de distintos programas de la banca de desarrollo; y, iii) ejecutar las contrataciones de bienes y servicios presupuestadas en 2019 y realizar licitaciones anticipadas del Gobierno Federal del ejercicio fiscal 2020.³⁰ Estas acciones no representan una presión adicional sobre el presupuesto. Adicionalmente, en su informe de Finanzas Públicas al Segundo Trimestre de 2019, la SHCP revisó a la baja su perspectiva de crecimiento económico y de la plataforma de producción de crudo para 2019, lo que resultó en menores ingresos estimados para el año respecto de su previsión anterior, mismos que serán en parte compensados mediante el uso de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios.

2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F)³¹

En el segundo trimestre de 2019 los activos financieros internos —medidos por el agregado F— registraron un crecimiento anual en términos reales de -2.2%, lo cual se compara con la contracción registrada al cierre de 2018 de -3.3% (Gráfica 150). Las tasas anuales negativas reflejan, por un lado, la pérdida de dinamismo en el ritmo de crecimiento de las fuentes de recursos financieros observada desde la segunda mitad de 2018 y, por otra parte, efectos valuación asociados principalmente a cambios en el precio de las acciones emitidas por empresas mexicanas. A su interior, los activos financieros en poder de residentes —medidos en el agregado F2— registraron un crecimiento real anual de -1.4% en el trimestre de referencia, cifra similar a la observada al cierre de 2018 (-1.6%). Por otro lado, los activos financieros internos en poder de no residentes —medidos en el agregado FNR— registraron una contracción de -5.3% real anual durante el segundo trimestre de 2019, una reducción de menor magnitud a la observada al cierre de 2018 (-9.6%).



Fuente: Banco de México.

³⁰ Véase Comunicado de Prensa No. 071 Gobierno de México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 29 de julio de 2019.

³¹ Para mayor información sobre el cálculo de estos indicadores, consultar la nota metodológica “Redefinición de los agregados monetarios y medición de los activos financieros internos”, disponible en la siguiente liga:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/agregados-monetarios-y-actividad-financiera/metodologia/%7BBC0BC472-BB40-A80B-5BAA-0BC43DF162E2%7D.pdf>.

Recuadro 3. Plan de Negocios de PEMEX

1. Antecedentes

Desde hace 15 años, PEMEX ha enfrentado una serie de retos estructurales. Después de alcanzar un máximo en la plataforma de producción de crudo de 3.4 millones de barriles diarios (m.b.d.) en 2004, la empresa ha registrado una caída continua en su producción. Entre 2004 y 2014, la producción de petróleo disminuyó 1 m.b.d. como consecuencia de que el campo Cantarell comenzó su etapa de declive acelerado (Gráfica 1). Buscando revertir lo anterior, en el mismo periodo la inversión física de PEMEX aumentó en más de 100% hasta alcanzar un nivel en 2014 de 368 miles de millones de pesos (m.m.p.) constantes de 2019. Si bien ello mitigó la caída en la producción de crudo, no logró revertirla.

A su vez, a mediados de 2014 se observó una caída pronunciada en los precios internacionales del petróleo que incrementó las vulnerabilidades de la empresa y, por ende, condujo a que esta ajustara su gasto, principalmente en inversión de capital, mediante algunos recortes en 2015 que fueron seguidos por medidas extraordinarias en 2016 y 2017. Dichos recortes en inversión se tradujeron en nuevas caídas en la producción. Cabe destacar las consecuencias de lo anterior sobre el crecimiento de la economía en su conjunto, toda vez que la trayectoria decreciente de la producción tuvo una contribución negativa en el crecimiento del PIB de 40 puntos base anuales entre 2015 y 2018.

Dada la elevada carga fiscal que seguía enfrentando la empresa, los recortes no resultaron suficientes para generar un balance financiero superavitario. Esto, aunado a la depreciación del tipo de cambio y a las consecuencias de haber llevado a cabo algunos proyectos que no resultaron productivos, llevó a que la razón deuda a PIB de la empresa mostrara una trayectoria ascendente, alcanzando al cierre de 2018 un nivel de 8.5% del PIB, más de 2 puntos del PIB por arriba de su nivel de 2014.

En este contexto de caída en la producción, baja inversión y niveles elevados de deuda, la administración actual ha reorientado los objetivos de la empresa hacia la búsqueda de una mayor autosuficiencia energética, planteando un énfasis en las actividades de refinación y modificando el modelo con el cual PEMEX interactúa con empresas privadas, el cual regresaría a un esquema de contratos de servicios en lugar del esquema de asociación promovido en los últimos años.

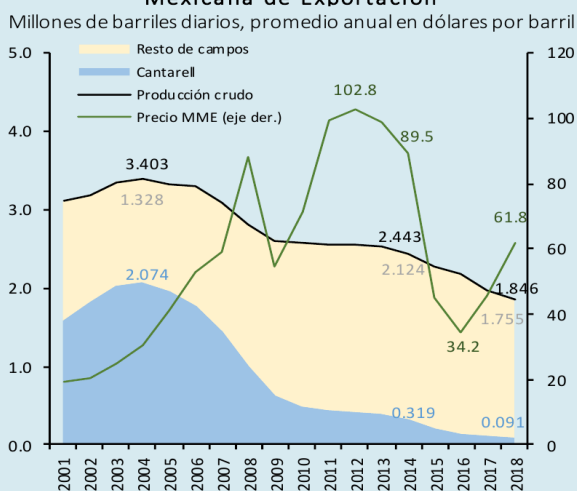
Ante dicho entorno, analistas de mercado y agencias calificadoras han expresado cuestionamientos sobre la sostenibilidad financiera de la empresa. Así, en 2018 y lo que va de 2019, tres agencias calificadoras han tomado acciones sobre la calificación crediticia de PEMEX: Fitch la redujo en dos ocasiones, y Standard & Poor's (S&P) y Moody's modificaron la perspectiva de la deuda de PEMEX de estable a negativa. Ambos cambios de perspectiva sucedieron a una acción similar sobre el soberano (Gráfica 2).¹

Fitch. Ajustó la perspectiva de la calificación de PEMEX de estable a negativa en octubre de 2018, y en enero de 2019 redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de la empresa, de 'BBB+' a 'BBB-', manteniendo la perspectiva negativa.²

- i) El deterioro continuo del perfil crediticio individual de la empresa (*stand alone credit profile*).
- ii) El monto de inversión insuficiente para reponer reservas.
- iii) Un ajuste a la baja sobre el incentivo del Gobierno Federal para apoyar a la compañía a "fuerte" desde "muy fuerte".³

En junio de 2019, la misma agencia redujo la calificación a 'BB+' y mantuvo la perspectiva en negativa. Con este cambio, la nueva calificación se ubicó por debajo del nivel considerado grado de inversión por la calificadoras. La acción se dio posterior a la baja en la calificación del soberano realizada el 5 de junio de 2019. En su comunicado, la agencia resaltó:⁴

Gráfica 1
Producción de Crudo y Precio de la Mezcla Mexicana de Exportación



Fuente: Pemex.

¹ Ver Recuadro 7 del Informe Trimestral, julio-septiembre de 2018; y Recuadro 2 del Reporte de Estabilidad Financiera, junio 2019.
² Ver "Rating Action: Fitch ratifica a PEMEX en 'AAA(mex)'; revisa perspectiva a negativa en escala internacional", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018; y, "Rating Action: Fitch baja calificación de PEMEX a 'AA(mex)'; perspectiva negativa", Fitch Ratings a 29 de enero de 2019.

³ De acuerdo con Fitch, las acciones insuficientes en diciembre y enero por parte del Gobierno para estabilizar el deterioro del perfil crediticio de PEMEX era un indicativo de que el Gobierno no había reconocido la viabilidad financiera de la empresa y la importancia estratégica de la empresa para el Gobierno y el país.
⁴ Ver "Rating Action: Fitch baja calificaciones de PEMEX acorde con soberano", Fitch Ratings a 6 de junio de 2019.

- i) El perfil crediticio individual débil de la compañía y una acción insuficiente del Gobierno para fortalecer su estructura de capital. Si bien la calificadora reconoció las medidas de recorte de costos de PEMEX y los apoyos anunciados por parte del Gobierno Federal, consideraba que la compañía continúa sin invertir lo suficiente en exploración y producción, lo que puede llevar a una disminución en la producción y las reservas.
- ii) Que la baja de calificación del soberano reflejó la debilidad continua de las perspectivas macroeconómicas, agravadas por amenazas externas por la tensión comercial, cierta incertidumbre de las políticas nacionales y limitaciones fiscales que persisten.

S&P. Modificó la perspectiva de la deuda de PEMEX en marzo de 2019, aunque señaló que considera que existe una probabilidad casi cierta de respaldo por parte del Gobierno Federal a la compañía en caso de dificultades financieras.⁵

Moody's. Modificó la perspectiva de la deuda de PEMEX en junio de 2019, considerando:⁶

- i) Un deterioro en la evaluación del riesgo crediticio base impulsada por la disminución de las reservas probadas y un nivel de inversión de capital por debajo del requerido para la sustitución de reservas.
- ii) La construcción de una refinería con costos y tiempos de terminación inciertos.

En este contexto de importantes retos, el 17 de julio de 2019 se publicó el “Plan de Negocios de Petróleos Mexicanos y sus Empresas Subsidiarias 2019–2023” (Plan de Negocios de PEMEX) que establece los lineamientos estratégicos de la empresa para los próximos años. En este se establecen las metas anuales para la producción y refinación hasta 2030, así como la inversión requerida consistente con dichas metas, sus fuentes de financiamiento y el balance financiero resultante.

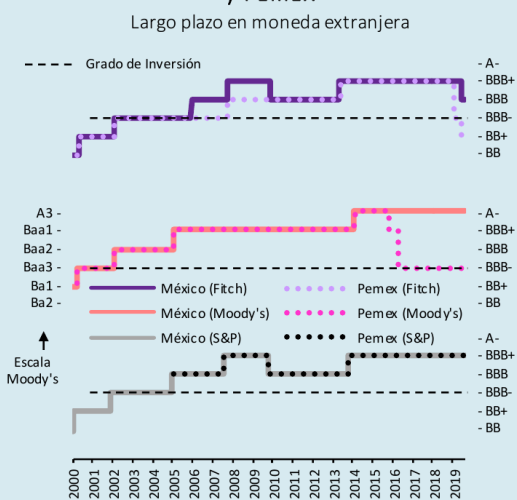
2. Descripción del Plan de Negocios de PEMEX

De acuerdo con el diagnóstico del Plan, PEMEX enfrenta tres problemas estructurales que afectan de manera negativa su desempeño financiero: i) una elevada carga impositiva; ii) un alto nivel y costo de la deuda; y, iii) bajos niveles de inversión que impactan negativamente en los resultados de producción de hidrocarburos y sus derivados.

Con el fin de hacer frente a estos retos, PEMEX buscará incrementar la producción de petróleo crudo y gas a través de un cambio en la política de inversión, dejando de invertir en aguas profundas y concentrando los esfuerzos de inversión en el desarrollo de campos terrestres y en aguas someras, así como elevar los niveles de inversión para refinación, incluyendo la construcción de una nueva refinería. En particular, los principales objetivos prospectivos del Plan de Negocios son (Gráfica 3):

1. La plataforma de producción de crudo alcanzaría un nivel de 2.7 m.b.d. en 2024, y un nivel máximo de 3.0 m.b.d. en 2027.
2. La plataforma de refinación alcanzaría un nivel de 1.5 m.b.d. a partir de 2024. Lo anterior se observaría por un aumento gradual en la utilización de la capacidad instalada en las seis refinerías existentes y la incorporación de la refinería en Dos Bocas.
3. El balance financiero consolidado observaría un superávit de 38 m.m.p. a partir de 2021, alcanzando un nivel máximo en 2028 de 459 m.m.p. (pesos reales de 2019).

Gráfica 2
Evolución de la Calificación Crediticia de México y PEMEX



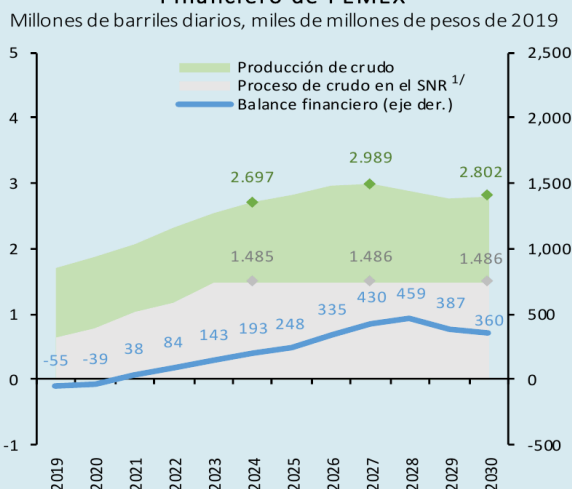
Nota: Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. La escala de calificación de Moody's fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch para facilitar su comparación.

Fuente: Fitch, Moody's y S&P.

⁵ Ver “Rating Action: S&P Global Ratings revisa perspectiva de PEMEX a negativa tras acción similar sobre el soberano; baja perfil crediticio individual a 'b-' desde 'bb-' por debilidad de fundamentos crediticios”, S&P a 4 de marzo de 2019.

⁶ Ver “Rating Action: Moody's afirma las calificaciones de PEMEX de Aa3.mx / Baa3 en escala nacional y global”, Moody's a 6 de junio de 2019.

Gráfica 3
Objetivos Prospectivos del Plan de Negocios:
Producción, Proceso de Crudo y Balance
Financiero de PEMEX



1/ Sistema Nacional de Refinación.

Fuente: Plan de Negocios de PEMEX.

Para alcanzar lo anterior, la empresa plantea mantener un endeudamiento neto de cero en términos reales. De acuerdo al Plan, la inversión requerida por PEMEX Exploración y Producción (PEP) para conseguir los niveles estimados de producción sería de alrededor de 300 m.m.p. (pesos reales de 2019) en promedio para cada año entre 2019 y 2030. Cabe señalar que la inversión promedio de PEP en 2016-2018 fue de 207 m.m.p. (pesos reales de 2019). Los recursos necesarios para financiar estas actividades provendrían de tres fuentes, en adición a los ingresos propios de la empresa (ver Gráfica 4).

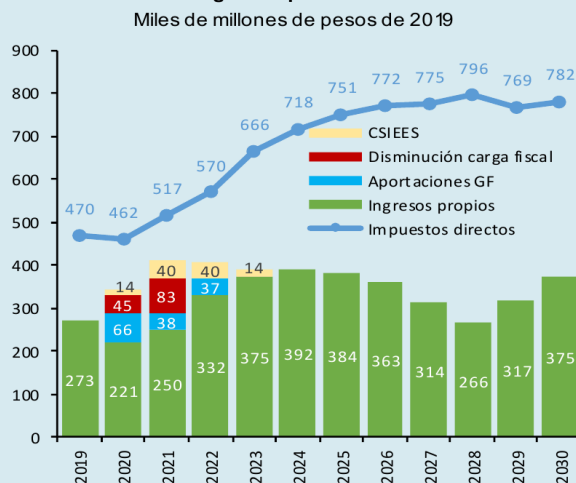
- Reducción temporal de la carga fiscal de la empresa.** El Gobierno Federal apoyará a PEMEX los primeros tres años de la administración a través de reducir la tasa del Derecho de Utilidad Compartida (DUC), el derecho más importante que paga PEMEX.⁷
- Aportaciones de capital del Gobierno Federal a PEMEX.**⁸
- Inversión de empresas privadas a través de Contratos de Servicios Integrales de Exploración y Extracción (CSIEEs).**⁹

⁷ El DUC se calcula como un porcentaje de la utilidad operativa, la cual está definida como el valor de la producción de hidrocarburos neto de deducciones autorizadas. Entre 2015 y 2018, en promedio el DUC representó 1.7 puntos del PIB, lo cual correspondió a 85% de los ingresos petroleros del Gobierno Federal. La tasa de este derecho pasaría de 65% en 2019, a 58% y 54%, en 2020 y 2021, respectivamente. PEMEX estima que esta reducción implicaría una disminución de su carga fiscal en 2020 y 2021 por 45 y 83 miles de millones de pesos (m.m.p.), respectivamente.

⁸ Las aportaciones de capital serían de 66 m.m.p. en 2020, 38 m.m.p. en 2021, y 37 m.m.p. en 2022. La mayor parte de los recursos de estas aportaciones financiarán la refinería de Dos Bocas, la cual fue clasificada como un proyecto estratégico del Gobierno Federal.

⁹ Estos contratos están diseñados bajo un horizonte de entre 15 y 25 años donde PEMEX recibe toda la producción a cambio de una tarifa que se le paga al contratista privado por cada barril extraído. El inversionista privado realiza las

Gráfica 4
Fuentes de Inversión e Impuestos Directos
Pagados por Pemex



Fuente: Plan de Negocios de PEMEX.

El Plan contempla que el aumento de la producción permita que los impuestos directos pagados por la empresa eventualmente muestren una trayectoria ascendente (Gráfica 4).

3. Perspectivas de las agencias calificadoras posteriores a la publicación del Plan de PEMEX

Desde la publicación del Plan, tres agencias calificadoras han emitido comentarios donde persisten algunas preocupaciones, si bien hasta el momento no se han tomado acciones adicionales sobre la calificación o su perspectiva.

El 17 de julio, en comentarios a medios, Moody's informó que consideran que el apoyo otorgado por el Gobierno Federal a PEMEX no sería suficiente para mantener de forma sostenida la producción y que estima que la inversión anunciada no evitaría que las reservas disminuyan, por lo que consideró que las metas de producción serían algo optimistas.¹⁰

A pesar de eso, aseguraron que el Plan de negocios de PEMEX no cambia su expectativa sobre el desempeño financiero y operativo de la empresa petrolera, aunque les da mayor claridad sobre el apoyo planeado del Gobierno en 2020, por lo

actividades pactadas en el contrato aportando el 100% de la inversión de capital (CAPEX) y del gasto de operación (OPEX) que el contratista deberá cubrir a partir de la tarifa que reciba, aunque no se descarta que haya una recuperación de costos en componentes de mayor riesgo. La remuneración al inversionista privado se realiza a través de una tarifa en dólares por unidad de hidrocarburo producido, por lo que el pago es contingente al flujo de efectivo disponible. Esta tarifa se define en función del riesgo, de las inversiones requeridas y de la eficiencia operativa. Cada proyecto puede tener diferentes tarifas dependiendo de la etapa del desarrollo. Para agilizar los pagos de la tarifa se están considerando crear de fideicomisos segregados.

¹⁰ Ver "Plan de negocios de mexicana Pemex no reduce riesgo de baja en nota: analista de Moody's", Reuters a 18 de julio de 2019. También ver <https://bit.ly/2Ghgu2V>.

que continuarán evaluando la evolución de los resultados operativos y financieros que reporte PEMEX en relación a sus estimaciones. En este contexto, Moody's previó que si el desempeño de la empresa productiva se mantiene en línea o incluso por arriba de sus expectativas, entonces evaluarían la perspectiva negativa hacia 2020, de manera consistente con el horizonte de tiempo en el que se evaluará la perspectiva de la calificación soberana de México.¹¹

Por su parte, el 22 de julio Standard & Poor's comentó que con el Plan de PEMEX, la empresa recobraría su papel cuasi-monopolístico en la exploración y producción de petróleo, al tiempo que fortalece sus actividades de transformación industrial. En general, la calificadora considera que la estrategia reflejada en el Plan:¹²

- i) Incrementa la exposición de la empresa a riesgos de ejecución inherentes en el negocio.
- ii) Prioriza objetivos de corto plazo.
- iii) Genera dudas sobre la sostenibilidad de largo plazo de la empresa.

La calificadora destacó que la menor participación de empresas privadas en el sector subestima el valor que pueden agregar las asociaciones por su experiencia y tecnología, al tiempo que señaló que los incentivos de los contratos de servicios podrían ser insuficientes. S&P también comentó que la meta de producción de crudo es ambiciosa, mientras que desviaciones en el tiempo o la magnitud de dicha trayectoria mermarían el flujo de efectivo de la compañía y posiblemente detonarían un ajuste de su plan de inversiones. Además señaló que si el agotamiento de las reservas probadas no es acompañado por inversión que las reemplace, PEMEX podría agotar sus reservas en el mediano plazo. Por último, la agencia calificadora enfatizó que su evaluación continúa reflejando la expectativa de una probabilidad “casi cierta” de apoyo por parte del Gobierno Federal en un escenario de estrés por lo que por el momento no prevé cambiar la calificación de la empresa.

Finalmente, el 12 de agosto, Fitch emitió un reporte mediante el cual plantea que las métricas crediticias de PEMEX se debilitarían si la compañía ejecuta su plan de negocios en los términos planteados. Lo anterior sería resultado de que la calificadora estima que el plan de inversión de PEMEX implicaría una tasa de restitución de reservas de 50%, por lo que considera que se generaría una reducción significativa de las reservas a mediano y largo plazo. La agencia también considera poco probable que el desarrollo de los 22 nuevos campos petroleros por parte de PEMEX frene por completo la caída en la producción, si bien podrían ayudar a mitigarla.¹³

¹¹ Ver “Plan de negocios de mexicana Pemex no reduce riesgo de baja en nota: analista de Moody's”, Reuters a 18 de julio de 2019. También ver <https://bit.ly/2XOeObW>.

¹² Ver “Plan de negocios de PEMEX: Vuelta en U puede ser una maniobra riesgosa”, S&P a 22 de julio de 2019.

4. Consideraciones Finales

El Plan de Negocios de PEMEX proporcionó información relevante sobre las metas de inversión y producción que el Gobierno planea para la empresa, así como el apoyo fiscal que el Gobierno otorgará para alcanzarlas. Dicho apoyo requeriría realizar ajustes equivalentes en las finanzas públicas en 2020 y 2021 para mantener la solidez del marco macroeconómico.

El Plan también establece una hoja de ruta para la empresa con metas precisas de producción, inversión, endeudamiento y balance financiero, que serán monitoreadas por las agencias calificadoras y por los demás participantes de los mercados financieros. Al respecto, si bien el Plan de Negocios, por su diseño, se concentra en las acciones de 2020 en adelante, las agencias calificadoras también han señalado que darán seguimiento a la evolución de los resultados de la empresa durante los últimos trimestres de 2019, en un contexto donde la Secretaría de Hacienda ha estimado que los ingresos petroleros serán menores a los programados. Por ello, cumplir con los objetivos del Plan es de suma importancia dado el peso de PEMEX en las finanzas públicas.

Más allá del impacto de corto y mediano plazo, una reducción sostenible de la carga fiscal de la empresa productiva del Estado, aunado a una consolidación de los pasivos de largo plazo que lleve a un saneamiento de su situación financiera, podría coadyuvar a revertir la contribución negativa sobre el crecimiento económico que la producción petrolera ha mostrado desde hace varios años.

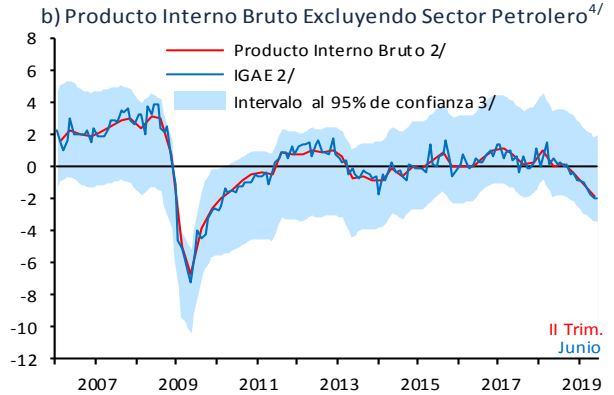
Por su parte, la guía de la OCDE para empresas estatales recomienda que las actividades de la empresa busquen maximizar el bienestar de la sociedad a través del uso eficiente de los recursos que administra.¹⁴ En el caso de PEMEX, maximizar el impacto de las inversiones requiere ejecutar proyectos rentables buscando reducir los costos de la empresa mediante la adquisición de tecnología nueva y la adopción de las mejores prácticas corporativas. Además, para que la producción sea sostenible, es importante eventualmente alcanzar niveles superiores de reposición de reservas. Todo esto permitiría que la influencia de la empresa en el buen funcionamiento de los mercados energéticos nacionales genere un impulso adicional al crecimiento potencial de la economía.

¹³ Ver “Fitch Ratings: PEMEX's 2019-2023 Plan Confirms Risk to Credit Profile”, Fitch Rating a 12 de agosto de 2019.

¹⁴ Ver “OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition”, OECD 2015.

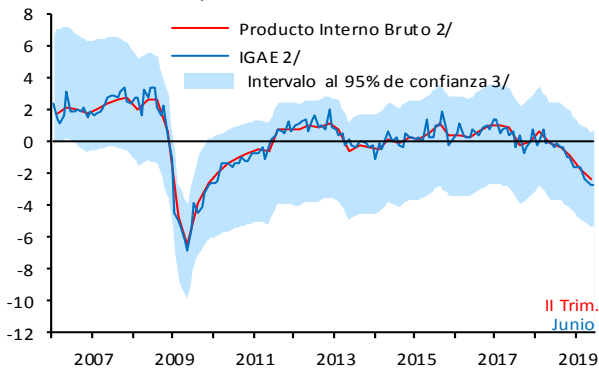
2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el segundo trimestre de 2019 las condiciones de holgura continuaron relajándose, incluso más de lo previsto, en congruencia con la debilidad que la actividad económica registró en ese periodo (Gráficas 151 y 152). En particular, las estimaciones de la brecha del producto, tanto la que se basa en el PIB total, como en la que se excluye al sector petrolero, siguieron ampliándose en terreno negativo. Por su parte, con información al mes de mayo de 2019, el indicador de holgura relacionado con el consumo mostró un relajamiento de su brecha negativa respecto de los niveles observados a principios de 2019, al tiempo que el asociado con el mercado de fondos prestables se mantuvo en niveles similares a los registrados en meses previos. A su vez, el indicador de holgura referente al mercado laboral ha venido exhibiendo un menor grado de estrechez desde finales de 2018 (Gráfica 153).³²

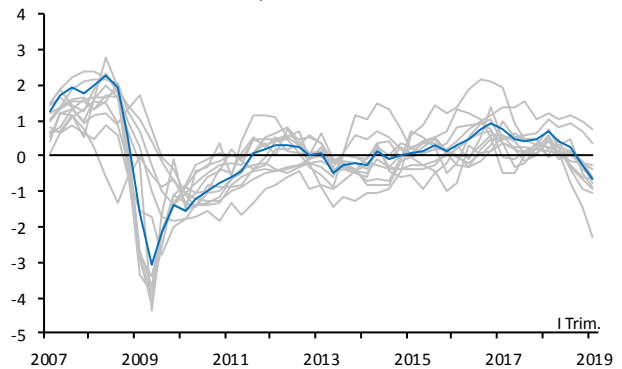


a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.
 2/ Cifras del PIB del INEGI al segundo trimestre de 2019 y del IGAE a junio de 2019.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.
 Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

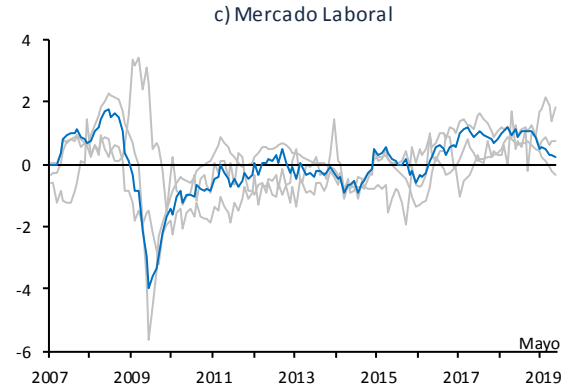
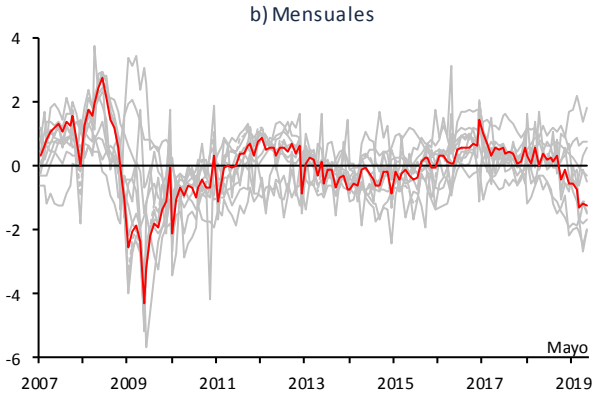
Gráfica 151
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.
 a) Producto Interno Bruto



Gráfica 152
Primer Componente Principal por Frecuencia de Indicadores^{1/}
 Por ciento
 a) Trimestrales



³² Ver Banco de México (2017). “Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias”, en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017, pp. 47-49.



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.

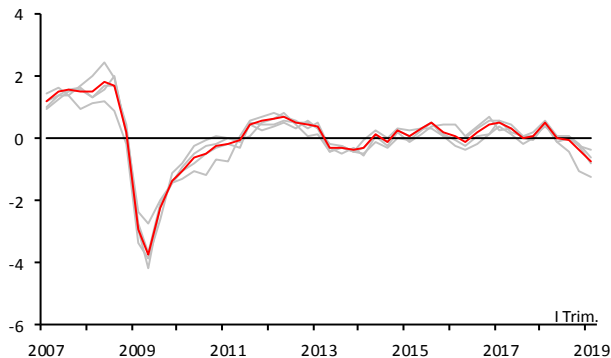
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

Gráfica 153

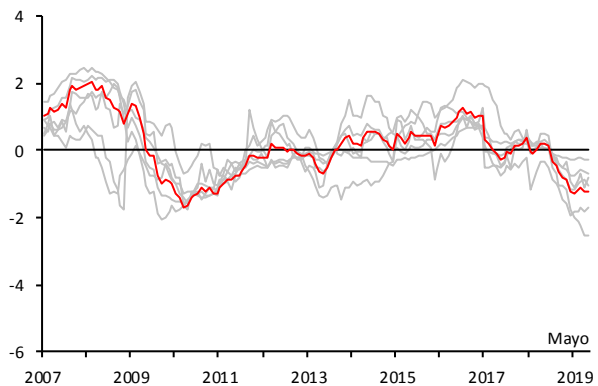
Primer Componente Principal por Grupo de Indicadores 1/

Por ciento

a) Actividad Económica y Demanda Agregada



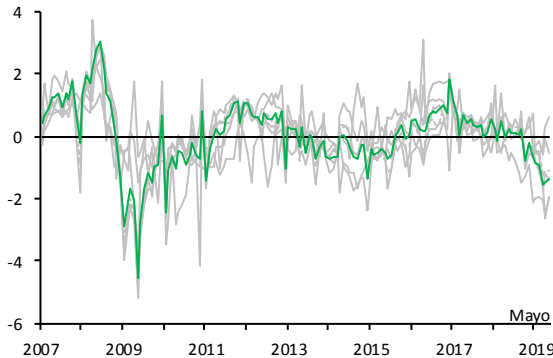
d) Condiciones de Demanda en el Mercado de Fondos Prestables



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017. 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. 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 Banco de México.

b) Consumo



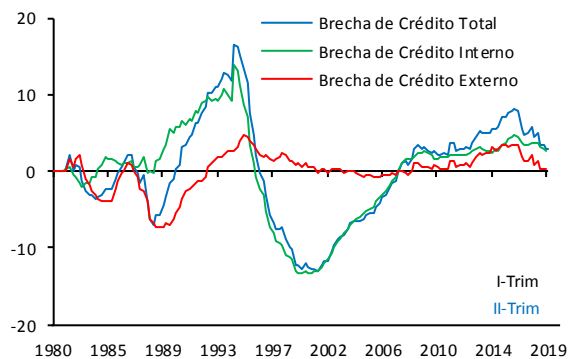
2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

Como ya se ha señalado en Informes Trimestrales previos, la brecha de crédito suele utilizarse para identificar las vulnerabilidades en el sistema financiero asociadas a un rápido crecimiento del crédito. En el caso de la economía mexicana, este indicador ha venido mostrando una trayectoria decreciente desde 2016. En particular, en el segundo trimestre de 2019, la brecha de crédito continuó disminuyendo como resultado de una reducción de las fuentes de financiamiento tanto externas como internas (Gráfica 154). Cabe destacar que, para identificar las vulnerabilidades asociadas a un patrón de crecimiento del crédito, además de la brecha de

crédito, es necesario considerar otros elementos, tales como la calidad de la cartera, los estándares de originación y otras condiciones de oferta y demanda del crédito.

Gráfica 154
Brecha de Crédito Interno y Externo^{1/}
Por ciento



^{1/} Antes de 1995, el financiamiento externo se estimó calculando la diferencia entre crédito bancario y crédito total.

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

2.2.5.2. Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple

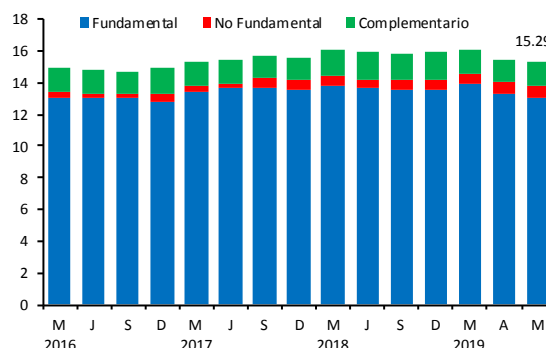
Al cierre de mayo de 2019, el índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple mostró una disminución en relación con el nivel observado en el primer trimestre de 2019, al pasar de 16.03% en marzo a 15.29% en mayo. Esta caída reflejó principalmente una reducción del capital neto, si bien también contribuyó un incremento de los activos sujetos a riesgo de crédito. En este contexto, la contracción en el índice de capital neto fue consecuencia, en parte, del pago de dividendos por parte de algunos de los principales bancos, lo cual fue compensado parcialmente por la emisión de obligaciones subordinadas. Por su parte, el aumento de los activos sujetos a riesgo de crédito es producto de una mayor colocación de crédito. Cabe destacar que el nivel de capital agregado de la banca continúa mostrando solidez para hacer frente a los riesgos que afronta (Gráfica 155).

³³ El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una

Gráfica 155

Evolución del Capital Regulatorio

En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

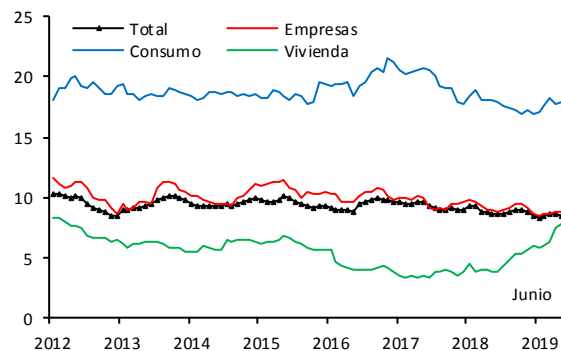
2.2.5.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)³³ como proporción del portafolio de crédito, disminuyó marginalmente en el segundo trimestre de 2019, pasando de 8.63% en marzo a 8.53% en junio, impulsado por la disminución en el riesgo de las carteras de crédito empresarial y de consumo (Gráfica 156).

Gráfica 156

Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito

Por ciento de la cartera



Fuente: Banco de México.

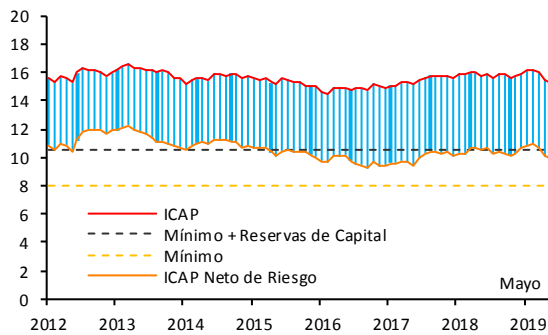
Por su parte, el índice de capitalización neta de riesgo,³⁴ indicador que permite evaluar si los niveles de capitalización de los bancos son adecuados para hacer frente a pérdidas extremas no anticipadas,

distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

³⁴ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

disminuyó ligeramente durante el trimestre de referencia, pasando de 10.63% en marzo a 9.96% en mayo; lo anterior a pesar de la disminución del CVaR de la cartera crediticia en este mismo periodo, lo que se explica por la disminución de 74 puntos base (pb) en el ICAP. No obstante la disminución en el índice de capitalización, sus niveles siguen siendo mayores al mínimo regulatorio sin considerar las reservas de capital, mostrando la resiliencia de la banca para absorber pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus carteras (Gráfica 157).

Gráfica 157
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}
Por ciento



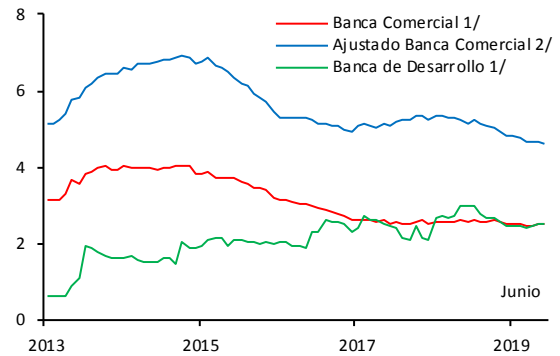
^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

Fuente: Banco de México.

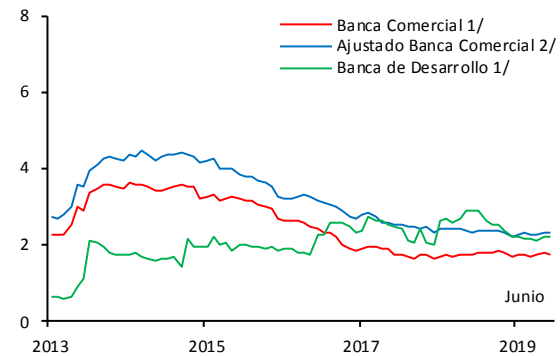
En el segundo trimestre de 2019, la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero registró un aumento marginal con respecto al observado a finales del primer trimestre, al pasar de un nivel de 2.47% en marzo de 2019 a 2.52% en junio del año en curso, si bien continúa por debajo de los niveles mostrados en el mismo periodo de 2018 (Gráfica 158). En particular, este comportamiento del índice de morosidad (IMOR) del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero refleja los aumentos exhibidos durante el segundo trimestre de 2019 en la morosidad de las distintas carteras: 5 pb en el IMOR de crédito al consumo, 10 pb en el de crédito a la vivienda y 4 pb en el IMOR de crédito a empresas. Dentro de los componentes del crédito al consumo, destaca el incremento de 30 pb en el IMOR de los créditos de nómina y el de 8 pb en los créditos personales, en tanto que el IMOR de las tarjetas de crédito mostró una disminución de 7 pb. No obstante

el alza en el IMOR de los créditos al consumo en el segundo trimestre, este se mantiene en niveles menores a los registrados en el mismo periodo de 2018, al pasar de un nivel de 4.54% en junio de 2018 a uno de 4.35% en junio de 2019.

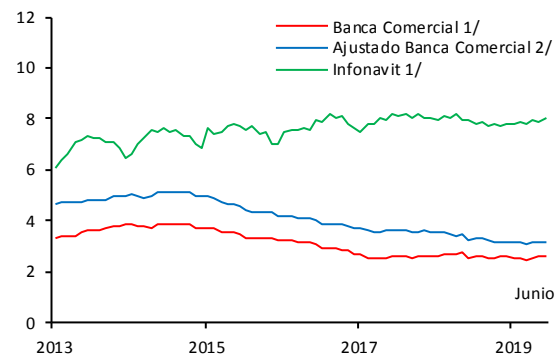
Gráfica 158
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero
a) Total
Por ciento

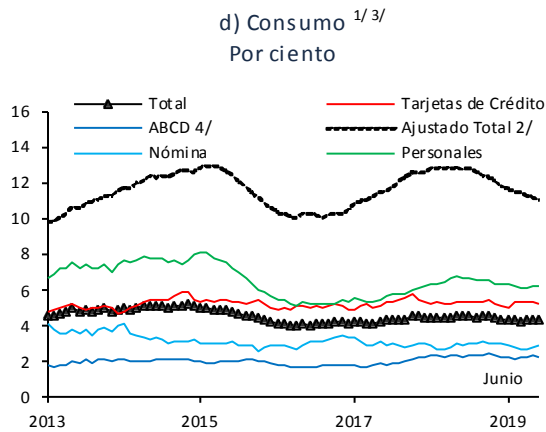


b) Empresas
Por ciento



c) Vivienda
Por ciento





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

2/ 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.

3/ Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

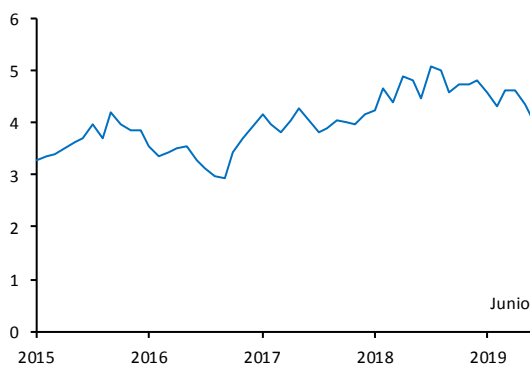
4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.

Fuente: Elaborado con información del Banco de México y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

2.2.5.4. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple

El riesgo de mercado de la banca, medido a través del CVaR de mercado como proporción del capital neto registró una disminución en el segundo trimestre, pasando de un nivel de 4.61% en marzo a 4.03% en junio. Lo anterior como resultado de ajustes en las posiciones de los bancos para hacer frente a la volatilidad de las variables de mercado registrada en el periodo y mantener así sus niveles de riesgo en rangos controlados (Gráfica 159).

Gráfica 159
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
Por ciento del capital neto



Fuente: Banco de México.

2.2.5.5. Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras

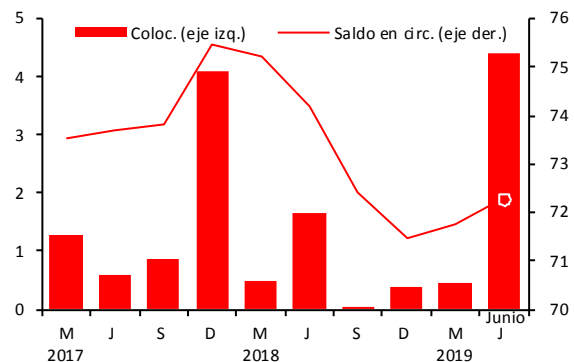
El financiamiento al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió a marzo de 2019 a 1.2 billones de pesos, representando un 10.8% del financiamiento total. Este registró un crecimiento real anual del 12.8% respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por el observado en la cartera comercial y de consumo. Por su parte, los créditos adquiridos por las entidades y empresas financieras no bancarias del país con la banca múltiple se mantienen en niveles moderados, por lo que la exposición crediticia de estas entidades a la banca múltiple está acotada; adicionalmente, las mayores exposiciones corresponden a las contrapartes de la más alta calidad crediticia, como las financieras automotrices.

Durante el segundo trimestre de 2019, se observó un repunte importante en las colocaciones por parte de empresas no financieras mexicanas en mercados internacionales, al registrarse seis emisiones de cuatro emisores distintos. Los costos de dichas emisiones, medidos a través del diferencial entre el rendimiento del cupón del respectivo bono y el del Tesoro de Estados Unidos del mismo plazo, fueron similares a los registrados para emisiones anteriores de esos mismos emisores. Cabe destacar que la gran mayoría de las nuevas emisiones fueron utilizadas para el refinanciamiento de deuda existente. Para el mismo periodo analizado, el mercado local de deuda corporativa de largo plazo continuó con su tendencia creciente en las colocaciones, incrementándose el saldo neto vigente (Gráfica 160).

Gráfica 160

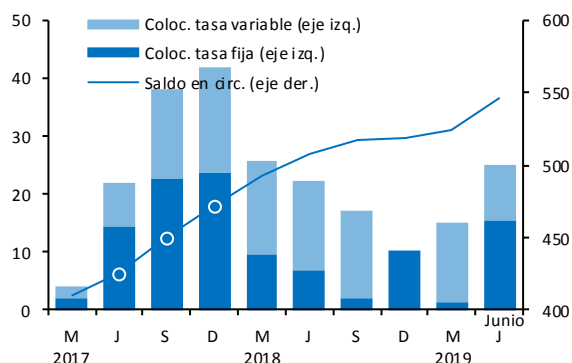
Colocaciones Trimestrales y Saldo en Circulación de Deuda de Largo Plazo de Empresas Privadas

a) Colocaciones y Saldo en Circulación en Mercados Internacionales
Miles de millones de dólares



Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

b) Colocaciones y Saldo en Circulación en México
Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

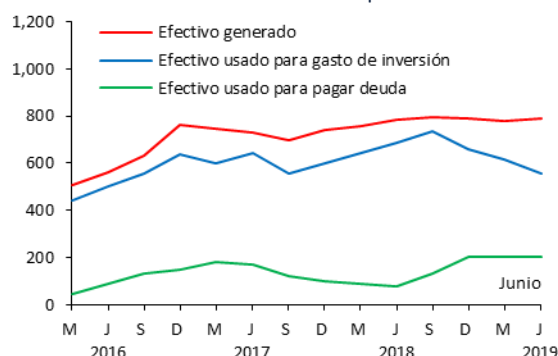
Al segundo trimestre del año se observó una mayor cautela de las empresas listadas ante un entorno de mayor incertidumbre y menores expectativas de crecimiento en la actividad económica, misma que se reflejó en una desaceleración en su gasto en inversión con respecto a los últimos tres trimestres de 2018 (Gráfica 161).

Por otro lado, para el mismo periodo, el indicador de apalancamiento para el conjunto de las empresas listadas no presentó cambios con respecto al primer trimestre. Por su parte, el indicador de servicio de deuda mostró un repunte para el periodo comentado que se explica por una sustitución de endeudamiento

desde otras divisas por endeudamiento en pesos, manteniendo el saldo total de su deuda estable.

Gráfica 161

Flujo de Efectivo Generado y Utilizado de las Empresas Privadas No Financieras Listadas 1/



1/ Las cifras a junio del 2019 son preliminares.

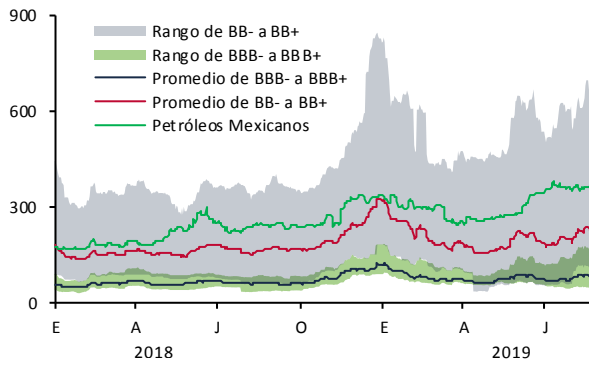
Fuente: Bloomberg.

Durante el segundo trimestre de 2019, se observó un fuerte repunte tanto en el rendimiento al vencimiento de la deuda en dólares de Pemex, como en el costo de la cobertura crediticia de esa empresa, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) (Gráfica 162). El aumento anterior se dio en un contexto en el que las agencias calificadoras disminuyeron en un caso la calificación crediticia de la empresa y en otros su perspectiva crediticia. Lo anterior está asociado principalmente a preocupaciones respecto al deterioro en su posición financiera. De hecho, una de ellas redujo la calificación de Pemex por debajo del grado de inversión el 6 de junio.³⁵ En este entorno, algunas agencias calificadoras resaltaron la importancia del Plan de Negocios de Pemex para determinar la evolución de la calificación crediticia de la empresa productiva del Estado. Al respecto, destaca que el pasado 17 de julio se dio a conocer dicho Plan, el cual contempla, entre otras medidas, beneficios fiscales a Pemex y apoyos del Gobierno Federal con el fin de financiar el gasto de inversión de la empresa necesario para impulsar la producción y mejorar su situación financiera (ver Recuadro 3).

³⁵ Ver Recuadro 2. Revisiones recientes a la perspectiva de la calificación crediticia de México y Pemex. Reporte de Estabilidad Financiera Junio 2019.

Gráfica 162
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la
Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con
Calificación BB y BBB ^{1/}

Puntos base



^{1/} Se consideraron 7 petroleras con una calificación crediticia de BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y 6 con una calificación de BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras). Las áreas representan el rango de los valores máximo y mínimo del CDS dentro del nivel de calificación descrito. Los promedios corresponden al promedio simple de los valores del CDS por nivel de calificación. La calificación corresponde a la calificación mínima que otorgó Fitch, Moody's o S&P usando la escala de S&P.

Fuente: Bloomberg.

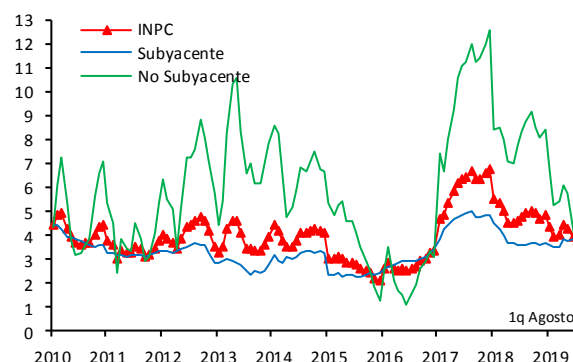
3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2019

En el segundo trimestre de 2019, la inflación general anual se ubicó ligeramente por debajo del pronóstico presentado en el Informe previo. La inflación subyacente se comportó de manera similar a lo esperado, en tanto que la no subyacente fue ligeramente inferior. Entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la inflación general anual se incrementó de un promedio de 4.10 a 4.21%. A pesar de ello, ha mantenido una tendencia decreciente respecto de los elevados niveles que presentó en 2017, y se ubicó en 3.29% en la primera quincena de agosto (Cuadro 5 y Gráfica 163). Esta disminución ha reflejado los menores niveles e incidencias de la inflación no subyacente (Gráfica 164) derivados, a su vez, de menores incrementos especialmente en los precios de los energéticos, así como en los de las frutas y verduras, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los pecuarios ha repuntado. En contraste, la inflación subyacente anual ha

mantenido su persistencia alrededor de 3.8%. A su interior, destacan las altas variaciones de precios que siguen observándose en las mercancías alimenticias y en los servicios.

Gráfica 163
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



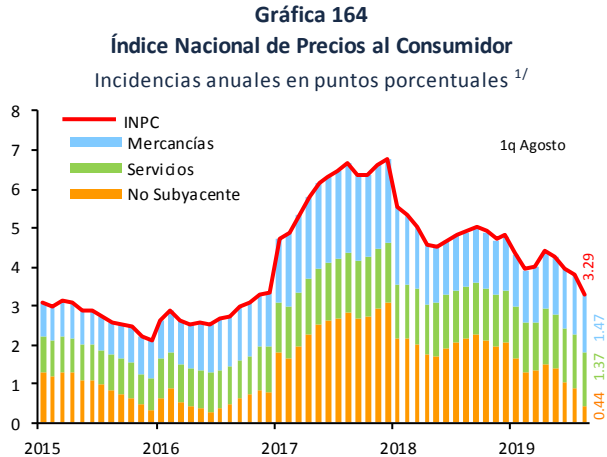
Fuente: Banco de México e INEGI.

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

	2018				2019		
	I	II	III	IV	I	II	1q Agosto
INPC	5.31	4.57	4.91	4.82	4.10	4.21	3.29
Subyacente	4.29	3.67	3.64	3.68	3.56	3.83	3.77
Mercancías	5.20	4.10	3.95	3.93	3.66	3.83	3.75
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.93	4.71	4.62	4.79	4.40	4.88	4.66
Mercancías No Alimenticias	4.58	3.59	3.38	3.19	2.94	2.79	2.81
Servicios	3.50	3.30	3.35	3.44	3.44	3.80	3.79
Vivienda	2.57	2.58	2.60	2.60	2.63	2.82	2.94
Educación (Colegiaturas)	4.79	4.82	4.83	4.69	4.79	4.85	4.54
Otros Servicios	4.07	3.58	3.84	4.12	4.03	4.56	4.39
No Subyacente	8.32	7.28	8.78	8.32	5.84	5.35	1.81
Agropecuarios	9.39	3.40	1.37	4.78	5.31	5.69	3.52
Frutas y Verduras	14.93	0.57	-0.56	6.18	11.24	10.26	0.02
Pecuarios	6.25	5.10	2.40	3.01	0.83	3.18	6.46
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.70	9.71	13.68	10.64	6.28	5.11	0.58
Energéticos	8.00	12.18	18.60	13.93	7.36	5.86	-1.02
Gasolina	7.76	14.17	20.90	20.79	11.60	8.30	2.16
Gas doméstico L.P.	19.15	17.45	25.86	9.08	2.91	2.27	-11.74
Tarifas Autorizadas por Gobierno	7.08	5.12	4.60	3.33	3.45	3.63	4.35
Indicador de Media Truncada ^{1/}							
INPC	4.22	3.87	4.16	4.16	3.79	3.86	3.49
Subyacente	4.01	3.55	3.57	3.69	3.63	3.84	3.79

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.



^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede registrar alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

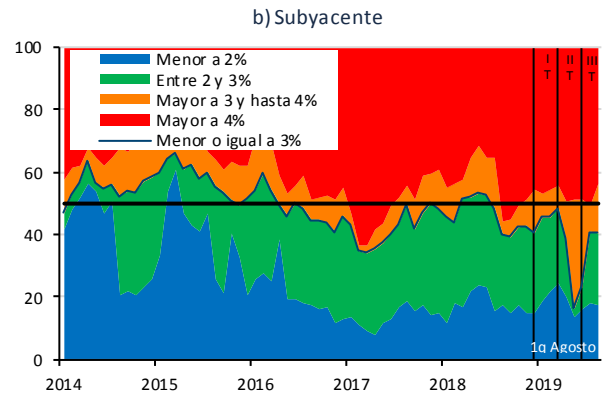
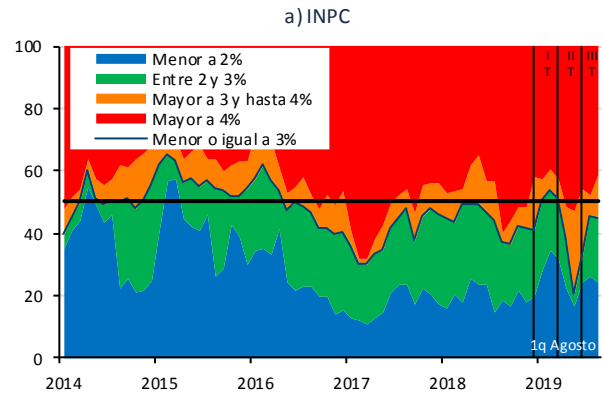
A continuación, se presentan algunos indicadores que ofrecen información detallada tanto de la tendencia de la inflación general y subyacente, como de su comportamiento en el margen.

En primera instancia, se calcula la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y del componente subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de distintos intervalos. Para ello, se agrupan los genéricos que componen dichas canastas en cuatro grupos: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. Adicionalmente se presenta el porcentaje de la canasta del INPC y del componente subyacente en dos categorías: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3%, y la que registra variaciones mensuales mayores a 3% (Gráfica 165).

En congruencia con el incremento que presentaron tanto la inflación general, como la subyacente, entre el primer y el segundo trimestre de 2019, este análisis muestra que el porcentaje de la canasta de ambos indicadores con incrementos de precios menores a 3% disminuyó entre esos periodos, destacando la caída que tuvo lugar en abril, asociada en parte, al efecto calendario por la ocurrencia de la Semana Santa en un mes distinto al del año previo. No obstante, en los meses subsiguientes los porcentajes referidos se han incrementado nuevamente (áreas azul y verde, Gráfica 165). En específico, la proporción de la canasta del índice general con

variaciones mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul), se redujo de 52 a 30% en el periodo trimestral señalado, mientras que en la primera quincena de agosto, dicha proporción fue 45%. Para la canasta del índice subyacente, las proporciones trimestrales fueron 47 y 26%, incrementándose a 40% en la primera quincena de agosto.

Gráfica 165
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.

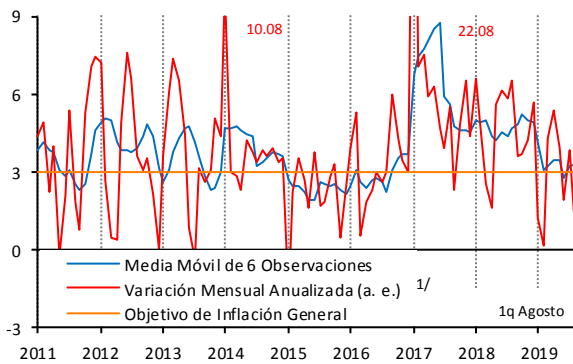
Fuente: Banco de México e INEGI.

A continuación, se muestra la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general y del subyacente, así como de los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios. Esta información revela que la medida de tendencia de las variaciones mensuales del índice general (la media móvil de seis observaciones) ha exhibido niveles por debajo de los observados en 2017 y 2018, situándose cerca de 3.30% en la primera quincena de agosto. En

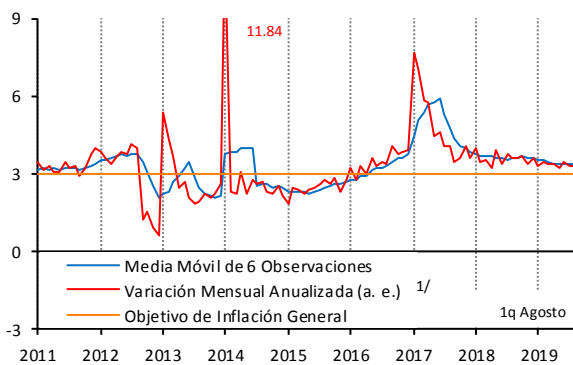
contraste, en el caso del componente subyacente, su medida de tendencia se ha mantenido estable en niveles alrededor de 3.40% desde marzo del presente año, reflejando la persistencia que sigue caracterizando a la inflación subyacente observada. Por su parte, las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del subíndice de precios de las mercancías, así como su medida de tendencia, se incrementaron durante el trimestre de referencia, exhibiendo una reducción en la primera quincena de agosto. En el caso del subíndice de precios de los servicios, sus variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad exhibieron una trayectoria al alza durante el segundo trimestre de 2019, si bien con una marcada volatilidad, mientras que su medida de tendencia ha registrado aumentos desde marzo (Gráfica 166).

Gráfica 166
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia

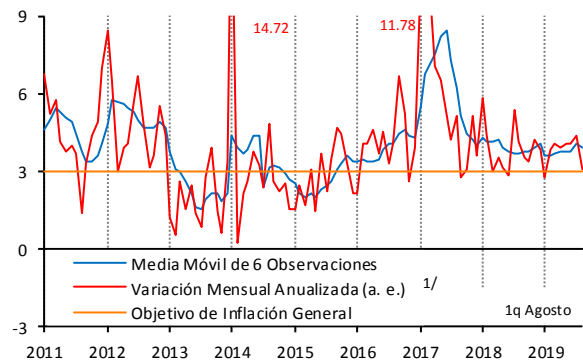
Cifras en por ciento
a) INPC



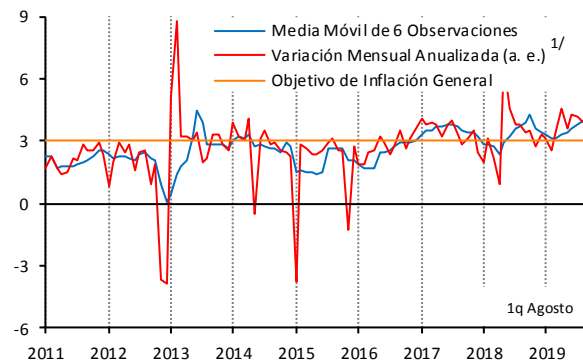
b) Subyacente



c) Mercancías



d) Servicios



a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

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

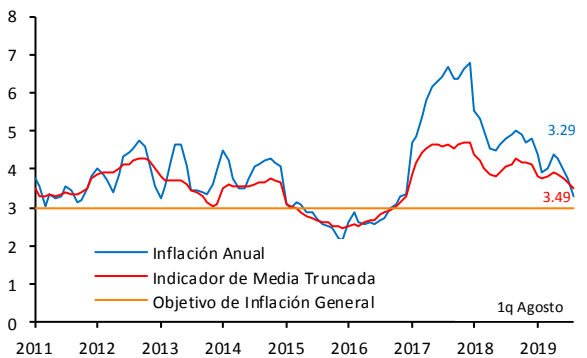
Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Asimismo, se presenta el Indicador de Media Truncada para la inflación general y para la subyacente (Gráfica 167 y Cuadro 5). En el caso de la inflación general, dicho indicador presenta una tendencia a la baja, al igual que la inflación observada, lo cual es reflejo, principalmente, de la dinámica más favorable que han tenido las tasas de variación anual de los precios del índice no subyacente. Si bien por varios meses las variaciones extremas de precios al alza llevaron al Indicador de Media Truncada a ubicarse por debajo de la inflación observada, esta diferencia fue reduciéndose gradualmente, e inclusive en la primera quincena de agosto fueron las variaciones extremas de precios a la baja las que han incidido más en la inflación general, por lo que dicho Indicador se ubicó por arriba del dato observado. Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente se ubica en niveles muy similares a los registrados por la inflación subyacente observada, revelando que las variaciones extremas de precios no han contribuido de manera importante en la evolución de esta. En

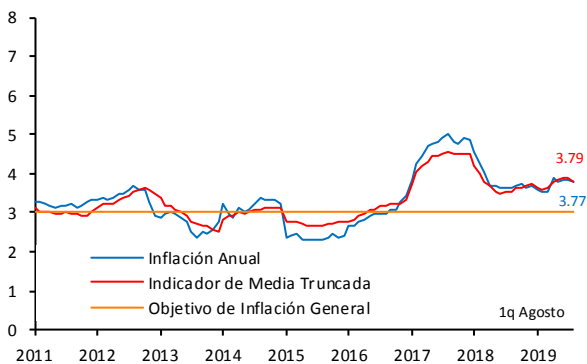
particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación general fue de 3.79 y 3.86% en el primer y en el segundo trimestre de 2019, disminuyendo a 3.49% en la primera quincena de agosto. Por su parte, los niveles de la inflación observada en esos periodos fueron 4.10, 4.21 y 3.29%. En lo que se refiere al Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente, este se ubicó en 3.63 y 3.84% en el primer y el segundo trimestre, situándose en 3.79% en la primera quincena de agosto, en tanto que la inflación subyacente en dichos lapsos fue 3.56, 3.83 y 3.77%, respectivamente.

Gráfica 167

Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada^{1/}
Variación anual en por ciento
a) INPC



b) Subyacente



^{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 % 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. La Inflación Subyacente

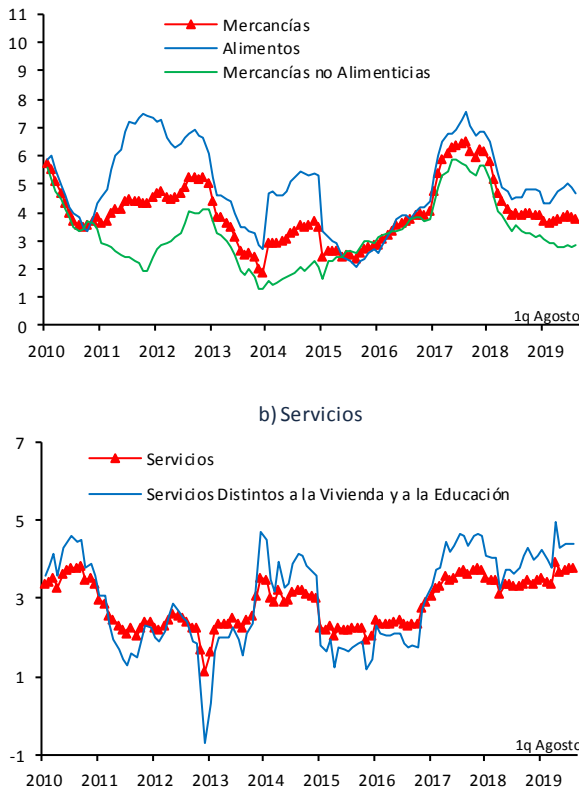
La inflación subyacente anual pasó de un promedio de 3.56% en el primer trimestre de 2019 a uno de 3.83% en el segundo, situándose en 3.77% en la primera quincena de agosto. A este comportamiento de estabilidad en niveles cercanos a 3.8% han contribuido las altas tasas de variación anual que han presentado los precios de las mercancías alimenticias y de los servicios, mientras que las variaciones de las mercancías no alimenticias han exhibido niveles bajos.

Así, al interior del componente subyacente se observó lo siguiente:

- i. La variación anual promedio del subíndice de precios de las mercancías se incrementó de 3.66 a 3.83% entre el primer y el segundo trimestre de 2019, ubicándose en 3.75% en la primera quincena de agosto (Gráfica 168a). La mayor parte de este resultado se explica por el comportamiento que ha presentado el rubro de las mercancías alimenticias, cuyas variaciones anuales de precios aumentaron entre enero y junio, lo cual podría ser producto de los efectos rezagados de los choques que se registraron en meses previos sobre los precios de los agropecuarios y de los energéticos, si bien en julio y en la primera quincena de agosto presentaron una desaceleración. En particular, entre los trimestres referidos, la variación anual promedio del subíndice de las mercancías alimenticias se incrementó de 4.40 a 4.88%. En la primera quincena de agosto, la variación anual de este rubro se ubicó en 4.66%. En contraste, las mercancías no alimenticias exhibieron una disminución de 2.94 a 2.79% en su tasa de variación anual promedio en la misma comparación trimestral, situándose en 2.81% en la primera quincena de agosto.
- ii. Entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios aumentó de 3.44 a 3.80%. Si bien este resultado estuvo influido por el elevado registro de 3.97% que se presentó en abril, asociado a la ocurrencia de la Semana Santa en un mes distinto al del año previo, en los meses siguientes la inflación de servicios se mantuvo en niveles altos y se situó en 3.79% en la primera

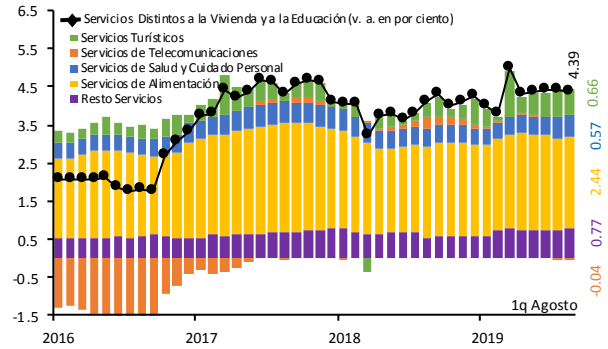
quincena de agosto. A su interior, el rubro de los servicios distintos a educación y vivienda pasó de una variación anual promedio de 4.03 a 4.56% en los trimestres referidos y a 4.39% en la primera quincena de agosto (Gráfica 168b). Este comportamiento revela que si bien comienzan a observarse disminuciones en las variaciones anuales de precios de algunos servicios, esto no es un patrón generalizado (Gráfica 169), al tiempo que persisten varios servicios con variaciones anuales en sus precios superiores a 5%.

Gráfica 168
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

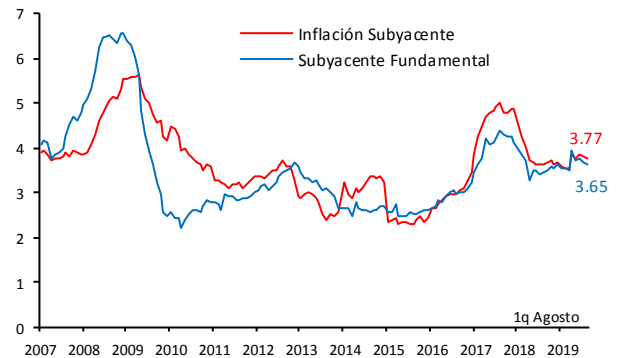
Gráfica 169
Servicios Distintos a la Vivienda y Educación
Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta se mantuvo en niveles similares a los de la inflación subyacente, pasando de una tasa de variación anual promedio de 3.51% en el primer trimestre de 2019 a una de 3.80% en el segundo. En la primera quincena de agosto la inflación subyacente fundamental disminuyó a 3.65% (Gráfica 170).

Gráfica 170
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

3.1.2. La Inflación No Subyacente

Entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la inflación no subyacente anual se redujo de un promedio de 5.84 a uno de 5.35%, disminuyendo a 1.81% en la primera quincena de agosto. Este resultado se explica, principalmente, por las menores variaciones anuales registradas en los precios del rubro de los energéticos, así como en el de las frutas y verduras, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los productos pecuarios ha aumentado.

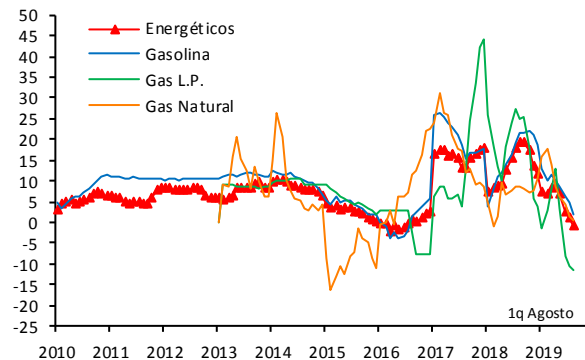
i. En efecto, entre el primer y el segundo trimestre de 2019, las tasas de variación anual de los precios del rubro de los energéticos pasaron de un promedio de 7.36 a 5.86%, situándose en -1.02% en la primera quincena de agosto. Al respecto, destacaron las menores variaciones anuales de los precios de las gasolinas y del gas L.P. (Gráfica 171), de modo que se han ido reduciendo las incidencias de estos combustibles (Gráfica 172). Este comportamiento en los precios de los energéticos podría contribuir hacia delante de manera favorable al comportamiento de la inflación subyacente a través de los efectos indirectos que tiene sobre ella.

- En particular, las variaciones anuales de los precios de las gasolinas disminuyeron de un promedio de 11.60 a 8.30% en los trimestres señalados. Ello representó una disminución de 20 puntos base en la inflación general del segundo trimestre respecto al primero. En la primera quincena de agosto la variación anual de los precios de las gasolinas continuó reduciéndose, al situarse en 2.16%. La disminución en las tasas de variación anual de los precios de las gasolinas refleja que mientras en el segundo trimestre de 2018 los precios subieron como resultado de aumentos en las referencias internacionales, en el segundo trimestre de 2019 la política de precios implementada por la SHCP de no permitir que se incrementen en términos reales por encima de su nivel del 30 de noviembre de 2018 contribuyó a mantenerlos relativamente estables.

- Por su parte, los precios del gas L.P. pasaron de una variación anual promedio de 2.91 a 2.27% entre el primer y el segundo trimestre de 2019, ubicándose en -11.74% en la primera quincena de agosto. No obstante, si bien el precio del gas L.P. ha venido disminuyendo, lo ha hecho en menor magnitud en comparación con la dinámica que ha seguido su referencia internacional. De esta forma, el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto de su precio de venta de primera mano se mantiene en niveles muy elevados (Gráfica 173).

- En cuanto a las variaciones anuales promedio de los precios del gas natural, estas pasaron de 15.92% en el primer trimestre de 2019 a 6.59% en el segundo, ubicándose en 0.27% en la primera quincena de agosto. Los precios de este energético reflejan mayoritariamente la evolución de su referencia internacional.
- Respecto de las tarifas de electricidad, las variaciones de las tarifas de servicio doméstico de alto consumo (DAC) están determinadas por la dinámica de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. De esta forma, en abril, mayo y junio de 2019 sus variaciones mensuales registraron -2.7, 1.5 y 0.0%. Por su parte, en julio dicha variación fue -2.7% y en agosto 0.1%. Por su parte, las tarifas eléctricas ordinarias continuaron ajustándose de tal forma que a lo largo de 2019 se reparta la variación anual de 4.72% que presentó el INPC en noviembre de 2018.

Gráfica 171
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento

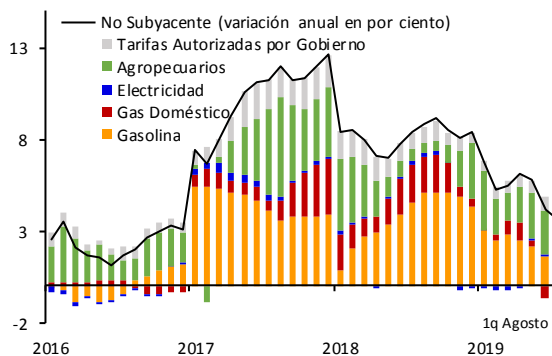


Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 172

Índices de Precios No Subyacente

Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}

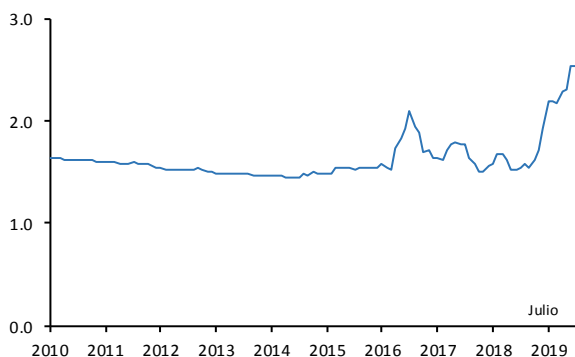


^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

Gráfica 173

Cociente del Precio del Gas LP en el INPC y su Precio de Venta de Primera Mano



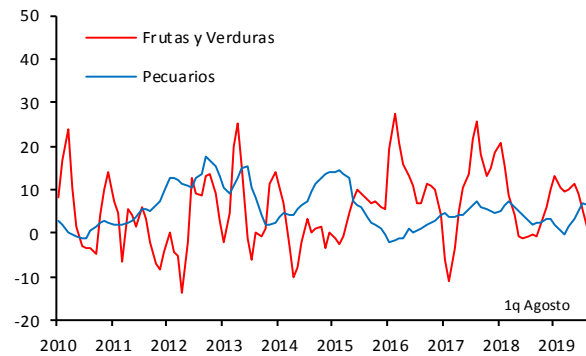
Fuente: Banco de México e INEGI.

- ii. El subíndice de precios de los productos agropecuarios pasó de una variación anual promedio de 5.31% en el primer trimestre de 2019 a 5.69% en el segundo, disminuyendo a 3.52% en la primera quincena de agosto (Gráfica 174). Este comportamiento se debió a la evolución de las tasas de variación anual del rubro de las frutas y verduras, las cuales pasaron de un promedio de 11.24 a 10.26% en los trimestres referidos, ubicándose en 0.02% en la primera quincena de agosto. En contraste, los precios de los productos pecuarios han presentado incrementos en sus variaciones anuales, las cuales pasaron de un promedio anual de 0.83 a 3.18% entre los trimestres mencionados, alcanzando 6.46% en la primera quincena de agosto, sobresaliendo los aumentos de precio en el huevo y en el pollo.

Gráfica 174

Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios

Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

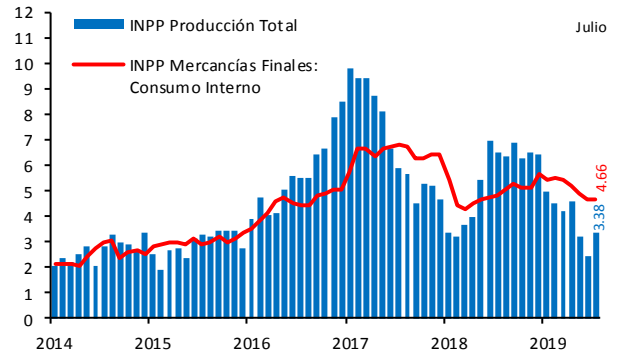
- iii. Por su parte, las variaciones anuales promedio de los precios del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno pasaron de 3.45 a 3.63% entre el primer y el segundo trimestre de 2019, situándose en 4.35% en la primera quincena de agosto. Al respecto destacaron las mayores variaciones anuales en los precios de tarifas relacionadas con el transporte, como el autobús urbano y el taxi.

3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se redujo, pasando de 4.58% en el primer trimestre de 2019 a 3.42% en el segundo trimestre de 2019, ubicándose en 3.38% en julio de 2019. Al interior de este indicador, la tasa de variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales disminuyó entre los trimestres mencionados, al pasar de 4.54 a 3.63%, y alcanzando 3.60% en julio de 2019. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su tasa de variación anual promedio disminuyó de 3.82 a 1.90% en los trimestres referidos, situándose en 2.29% en julio de 2019. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró una baja en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 4.67 a 2.96% durante el mismo periodo, ubicándose en 2.90% en julio de 2019. Cabe destacar que el subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. La tasa de crecimiento anual de este subíndice disminuyó entre los trimestres mencionados, al pasar

de 5.48 a 4.92%, al tiempo que en julio de 2019 se ubicó en 4.66% (Gráfica 175).

Gráfica 175
Índice Nacional de Precios Productor ^{1/}
 Variación anual en por ciento



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

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

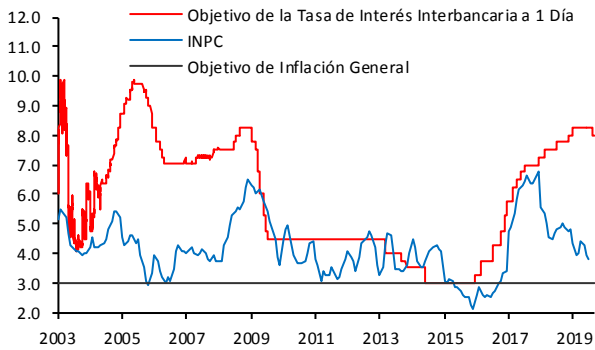
Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. De este modo, se favorece la convergencia de la inflación hacia su meta y se fortalece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

Respecto de las decisiones de política monetaria, en sus reuniones de mayo y junio, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, mientras que en su reunión de agosto decidió reducir en 25 puntos base dicho objetivo a un nivel de 8%. En su reunión de mayo, la referida Junta señaló que, en el primer trimestre de 2019, se acentuó la debilidad que la economía mexicana había exhibido durante el trimestre previo, relajándose así las condiciones de holgura. Ello como consecuencia tanto de factores externos como internos, algunos de carácter transitorio. Por consiguiente, mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se había tornado más incierto y que mantenía un sesgo a la baja. En cuanto a los riesgos para la inflación manifestó que, si bien se habían intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de su trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. En este contexto, se consideraba que aún persistía un balance al alza para la inflación respecto a su pronóstico, en un entorno de marcada incertidumbre. Posteriormente, en su reunión de

junio, la Junta de Gobierno destacó que las condiciones de holgura en la economía se habían relajado incluso más de lo previsto, al persistir un entorno de debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada. Así, el balance de riesgos para el crecimiento se había tornado más incierto y había ampliado su sesgo a la baja. En cuanto a la inflación, señaló que, si bien algunos de los riesgos para esta respecto de su pronóstico habían disminuido, otros habían ganado relevancia, por lo que persistía un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. Finalmente, la disminución de la tasa de referencia en su reunión de agosto, se llevó a cabo tomando en cuenta que la inflación general ha disminuido conforme a lo previsto por el Instituto Central, la ampliación en la holgura mayor a la esperada, y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas a diferentes plazos (Gráfica 176). Esto considerando que bajo las condiciones actuales dicho nivel es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria.

Adicionalmente, destacó que para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y que tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Tomando en cuenta las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real ex-ante se ha mantenido ligeramente por arriba de 4% (Ver Recuadro 4).

Gráfica 176
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e
Inflación General^{1/}
 Por ciento anual



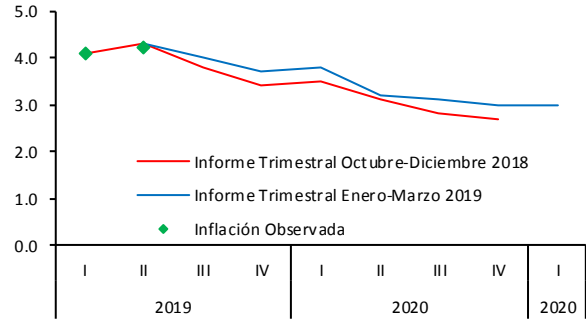
^{1/} Hasta el 20 de Enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a julio 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Considerando 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) la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo; iii) el comportamiento de los principales determinantes de la inflación; y iv) la evolución de la actualización de los pronósticos de inflación respecto a las trayectorias anunciadas.

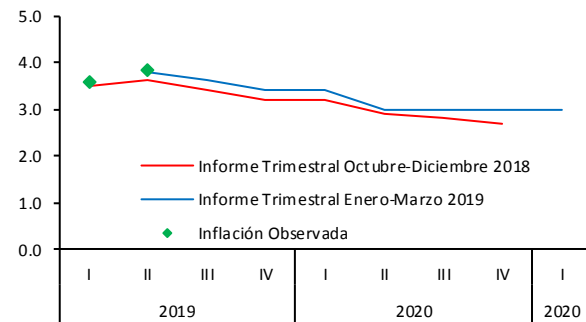
En cuanto a la evolución de la inflación con respecto a sus proyecciones, destaca que entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la inflación general aumentó, en línea con las proyecciones publicadas en febrero, mismas que se mantuvieron en mayo. Por su parte, la inflación subyacente ha seguido mostrando resistencia a disminuir, mientras que el componente no subyacente mostró reducciones importantes (Gráficas 177 y 178).

Gráfica 177
Pronósticos de Inflación General
 Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 178
Pronósticos de la Inflación Subyacente
 Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 4. Actualización de la Estimación de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México

1. Introducción

La tasa neutral de interés, referida indistintamente como tasa natural de interés, tasa neutral, o simplemente r^* , puede definirse como el nivel de la tasa de interés real de corto plazo que es consistente con el producto situado en su nivel potencial y la inflación en su objetivo (ver Laubach y Williams, 2003). Es decir, es la tasa real de corto plazo que se observaría en el largo plazo, cuando la economía se encuentra en equilibrio y se cumplen las condiciones anteriores.

La tasa neutral es relevante para los bancos centrales ya que puede usarse para determinar la postura de la política monetaria.¹ No obstante, a pesar de su importancia, la utilización de dicha tasa en la conducción de la política monetaria conlleva retos importantes, ya que la tasa neutral: (1) no es observable, y debe inferirse utilizando métodos cuantitativos que están sujetos a incertidumbre estadística; y (2) puede variar a lo largo del tiempo debido a cambios en diversos factores estructurales y transitorios.

En el largo plazo, la tasa neutral de interés depende de factores estructurales fuera del alcance de la política monetaria, tales como el crecimiento potencial de la economía, determinado, entre otras cosas, por la demografía y la evolución de la productividad total de los factores, así como por las preferencias de ahorro y la aversión al riesgo de hogares e inversionistas, entre otros. En este contexto, como se describe más adelante, para el caso de la economía mexicana hay factores, como la disminución en los flujos de recursos financieros provenientes del exterior, que en los últimos años pudieron haber contribuido a un incremento en la tasa referida. Mientras que otros, como un menor crecimiento económico potencial, pudieron haber contribuido a una disminución.

Dado que hay factores que pudieron haber afectado la tasa neutral en direcciones opuestas, un tema relevante para la conducción de la política monetaria en México, es evaluar empíricamente en cual dirección pudo haberse movido la tasa referida. En este contexto, el presente Recuadro presenta una actualización de la estimación de la tasa neutral.² Para ello, se estima r^* mediante: i) una regla de Taylor modificada que incluye un control para la política monetaria no convencional de Estados Unidos; ii) un modelo del ciclo de negocios (RBC, por sus siglas en inglés) para una economía pequeña y abierta; y iii) un modelo afín de la estructura temporal de tasas de interés.

Los resultados sugieren que el nivel de la tasa neutral real en el largo plazo se ubicaría entre 1.8 y 3.4 por ciento, lo cual con una inflación objetivo de 3 por ciento, implica que la tasa neutral nominal en el largo plazo se ubicaría entre 4.8 y 6.4 por ciento, de acuerdo a un rango promedio obtenido a través de las metodologías referidas, con un punto medio de 2.6 por ciento para la real y 5.6 por ciento para la nominal. Si bien el punto medio de la tasa neutral es 10 puntos base mayor al estimado anteriormente y presentado en el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2016, el 87% del rango nuevo está contenido en el rango anterior, lo que hace que este incremento sea relativamente pequeño y que, en consecuencia, se tome con cautela.

2. La tasa neutral en el Largo Plazo

Como se documentó en el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2016, el nivel de r^* en el largo plazo en México depende de factores que afectan el crecimiento potencial, así como del comportamiento de largo plazo del mercado internacional de capitales.

Por el lado del crecimiento potencial, este podría estar influido negativamente, en primer lugar, por un menor crecimiento de la población y de la fuerza laboral durante el periodo 2000-2019.³ Adicionalmente, la productividad registró en promedio una tasa de crecimiento negativa durante el mismo periodo, mientras que la formación bruta de capital fijo tuvo un bajo desempeño en los últimos años, lo cual también pudo haber afectado en la última parte de este periodo al crecimiento potencial de la economía.⁴ Por el lado del mercado internacional de capitales, este podría estar afectado por el importante flujo de capitales hacia los mercados emergentes que se registraron durante los años 2009-2013. En este contexto, el mercado mexicano se vio beneficiado con el arribo de capitales, sobre todo en la inversión de cartera en instrumentos de renta fija. Ello pudo, en su momento, haber presionado a la baja el nivel de r^* en los años subsiguientes a la crisis financiera internacional. Al respecto, cabe señalar que las tasas de interés reales de largo plazo en México alcanzaron mínimos históricos entre 2012 y 2013. No obstante, a partir de 2014 las tasas reales de largo plazo han venido incrementándose. Este fenómeno puede estar relacionado con el entorno de incertidumbre que ha enfrentado la economía mexicana desde la segunda mitad de 2014, donde diversos choques adversos condujeron a una mayor restricción de financiamiento externo.

¹ Esta postura es neutral si la tasa de interés real de corto plazo es igual a r^* y es contractiva (expansiva) si la tasa real de corto plazo se ubica por arriba (abajo) de r^* .

² Una estimación anterior de la tasa neutral en el largo plazo puede consultarse en el Recuadro 2. "Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México" del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2016.

³ El CONAPO estima que del 2010 al 2030 la población total crecerá más lentamente, al pasar de una tasa anual de 1.3 por ciento a 0.7 por ciento. Para

la población de 16 a 65 años de edad, su tasa de crecimiento anual pasaría de 1.8 por ciento a 0.6 por ciento en el mismo periodo.

⁴ De acuerdo con el INEGI, la productividad total de los factores en México, estimada mediante la metodología KLEMS, registró una tasa de crecimiento anual promedio de -0.50 entre 2000 y 2017 (nota metodológica: <https://www.inegi.org.mx/app/biblioteca/ficha.html?upc=702825068103>).

Entre estos choques destacan la caída en los precios internacionales del petróleo a partir de mediados del 2014, la disminución en la plataforma de producción de crudo, el proceso de normalización monetaria de la Reserva Federal y una elevada incertidumbre en torno al futuro de la relación económica entre México y Estados Unidos, entre otros. En consecuencia, los flujos de recursos financieros provenientes del exterior disminuyeron significativamente.⁵

Lo anterior pudo haber contribuido a un aumento marginal en la tasa neutral en largo plazo de 10 puntos base, de acuerdo a las estimaciones que en este Recuadro se describen.

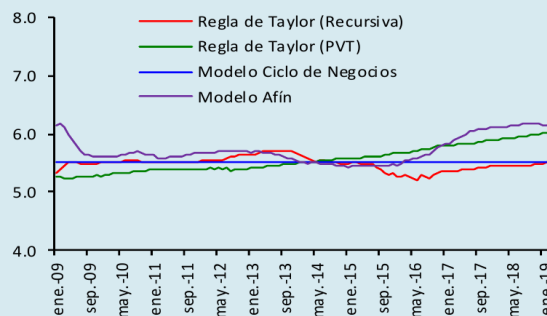
Para minimizar la incertidumbre alrededor de la estimación de r^* en el largo plazo, se usaron tres metodologías que se describen a continuación.⁶ La Gráfica 1 ilustra los resultados obtenidos con cada metodología.

- i) Regla de Taylor modificada. Se estima una regla de Taylor estándar con un indicador adicional que mide el efecto de las políticas no convencionales de la Reserva Federal que se aplicaron de 2009 a 2015 y que pudieron haber afectado la tasa neutral real en el largo plazo. Se infiere el valor de r^* a través del tiempo por medio de dos métodos, uno con una ventana recursiva y otro con parámetros que varían en el tiempo (PVT). La estimación recursiva estima que el nivel en el largo plazo de r^* es de alrededor de 2.5 por ciento en términos reales y de 5.5 por ciento en términos nominales (Gráfica 1, línea roja). Por su parte, la estimación con parámetros que varían en el tiempo promedia un nivel de 2.6 por ciento en términos reales y de 5.6 por ciento en términos nominales (Gráfica 1, línea verde).
- ii) Modelo de ciclos de negocios. Se estima un modelo de economía abierta con precios flexibles para replicar la dinámica del producto, el consumo, la inversión y las horas trabajadas en México, en línea con Lama (2011). El modelo infiere una tasa de interés real de equilibrio que es consistente con esta dinámica, la cual puede interpretarse como un nivel estimado de r^* en el largo plazo. Así, este es de 2.5 por ciento en términos reales y 5.5 por ciento en términos nominales (Gráfica 1, línea azul).
- iii) Información de mercados financieros. Se utiliza la expectativa de largo plazo de la tasa de interés nominal de corto plazo. Dicha expectativa se estima mediante un modelo afín tomando como base el trabajo de Kim y Wright (2005) utilizando datos para México. Se considera un horizonte a 10 años ya que en este periodo es muy probable que los factores transitorios más persistentes se hayan disipado. Así, r^* en el largo plazo se ubicó en 2.7 y en términos nominales en 5.7 por ciento (Gráfica 1, línea morada).

El Cuadro 1 resume los resultados de las metodologías que estiman el nivel de r^* en el largo plazo. El rango, calculado a

partir del promedio de los intervalos en cada método, apunta a que dicha tasa se ubicaría entre 1.8 y 3.4 por ciento en términos reales, lo cual para una inflación objetivo de 3 por ciento implica que la tasa neutral nominal se ubicaría entre 4.8 y 6.4 por ciento, con puntos medios en 2.6 por ciento para la tasa real y 5.6 por ciento para la tasa nominal.

Gráfica 1
Nivel de Largo Plazo de la Tasa Neutral Nominal
Por ciento



Fuente: Banco de México

Cuadro 1
Nivel de la Tasa Neutral Real y Nominal en el Largo Plazo
Por ciento

	Tasa Neutral Real		Tasa Neutral Nominal	
	Media Central	Rango	Media Central	Rango
Regla de Taylor Recursiva	2.5	1.6-3.4	5.5	4.6-6.4
Regla de Taylor PVT	2.6	1.9-3.3	5.6	4.9-6.3
Modelo de Ciclo de Negocios	2.5	1.5-3.6	5.5	4.5-6.6
Modelo Afín	2.7	2.3-3.2	5.7	5.3-6.2
Promedio actual	2.6	1.8-3.4	5.6	4.8-6.4
Promedio anterior	2.5	1.7-3.2	5.5	4.7-6.2

Nota: Para calcular la tasa neutral nominal, se añadió al promedio de cada metodología la meta de inflación del 3%. El intervalo para las reglas de Taylor corresponde a una desviación estándar de la estimación de enero 2001 a marzo 2019, para el modelo ciclo de negocios corresponde a la desviación estándar del promedio móvil con una ventana de un año y para el modelo afín corresponde a dos desviaciones estándar de la estimación. PVT significa parámetros que varían en el tiempo.

⁵ Para más detalles ver el Programa Monetario 2019.

⁶ Los detalles de estas metodologías pueden consultarse en Carrillo y otros (2018). El promedio de las estimaciones aquí presentadas abarca de enero de 2009 a marzo de 2019.

3. Consideraciones Finales

El presente Recuadro resume las estimaciones sobre el nivel de la tasa neutral en el largo plazo en México. Las estimaciones cuantitativas de esta variable sugieren que esta habría aumentado ligeramente. No obstante, cabe mencionar que los resultados presentados en este Recuadro deben tomarse con cautela, toda vez que una limitante importante acerca de los métodos cuantitativos es la incertidumbre que contienen. Esto, aunado a la dificultad para inferir de manera precisa la fase del ciclo económico en el que se encuentra la economía, hace necesario el uso de un conjunto amplio de variables e indicadores con el fin de analizar la postura monetaria necesaria para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios.

4. Referencias

Carrillo, J. A., R. Elizondo, C. A. Rodríguez-Pérez, y J. Roldán-Peña (2018). “What Determines the Natural Interest Rate in an Emerging Economy”, Documento de Investigación No. 2018-22, Banco de México.

Kim, D. H., y J. H. Wright. 2005. “An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates”, Finance and Economics Discussion Series No. 2005-33. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

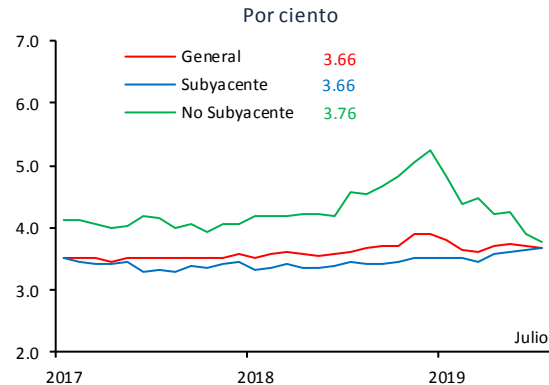
Lama (2011). “Accounting for Output Drops in Latin America”, Review of Economic Dynamics, Vol. 14, 295-316.

Laubach T. y J. C. Williams (2003). “Measuring the Natural Rate of Interest”, Review of Economics and Statistics, 85(4), 1063-1070.

En relación con las expectativas de inflación a diferentes plazos provenientes de encuestas y de los mercados financieros, destaca que estas han permanecido relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3%. En particular, las medianas correspondientes al cierre de 2019 se incrementaron en el periodo que cubre este Informe. En particular, aquella para la inflación general aumentó de 3.60 a 3.75% entre marzo y mayo, si bien disminuyó en julio colocándose en 3.66%. En cuanto a las expectativas de inflación subyacente, la mediana aumentó de 3.45 a 3.66% entre marzo y julio, mientras que la correspondiente al componente no subyacente disminuyó de 4.46 a 3.76% en el mismo periodo (Gráfica 179).³⁶ Respecto de las expectativas de inflación al cierre de 2020, estas no variaron significativamente. En particular, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente se ajustaron de 3.57 a 3.60% y de 3.43 a 3.40%, respectivamente, entre marzo y julio de este año. Por su parte, aquellas correspondientes al componente no subyacente disminuyeron de 4.42 a 4.34% (Gráfica 180). En cuanto a las expectativas de mediano plazo (próximos 4 años), la mediana para la inflación general se mantuvo alrededor de 3.55% entre marzo y mayo, para ubicarse en 3.50% en julio, mientras que para el componente subyacente se mantuvo alrededor de 3.50%, disminuyendo en julio a 3.41%.

Con respecto a las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente de largo plazo (próximos 5 a 8 años), estas se mantuvieron estables en 3.50 y 3.40%, respectivamente. De esta manera, en el periodo que cubre este Informe las expectativas de inflación continuaron ubicándose en niveles por encima del objetivo de inflación de 3% (Gráfica 181).³⁷

Gráfica 179
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2019
 Por ciento

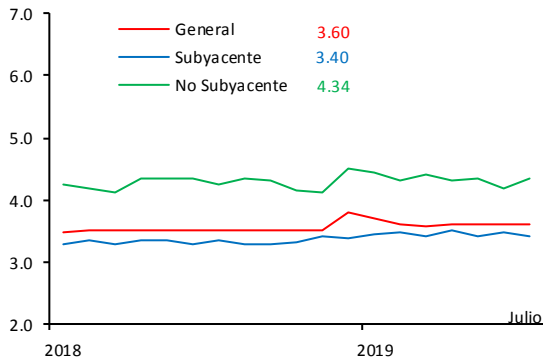


Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

³⁶ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex disminuyó de 3.70% a 3.64% entre las encuestas del 20 de marzo de 2019 y la del 20 de agosto de 2019. Por su parte la mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex se mantuvo en 3.60% entre las mismas encuestas.

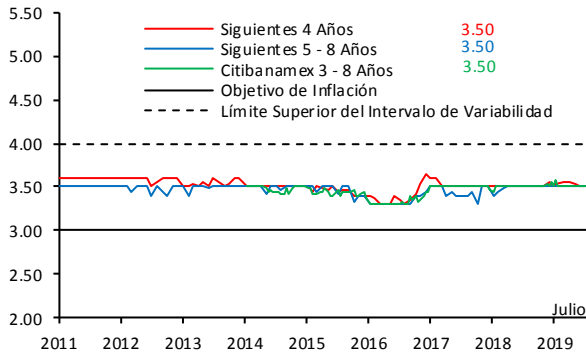
³⁷ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 20 de marzo de 2019 y la del 20 de agosto de 2019.

Gráfica 180
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2020
 Por ciento



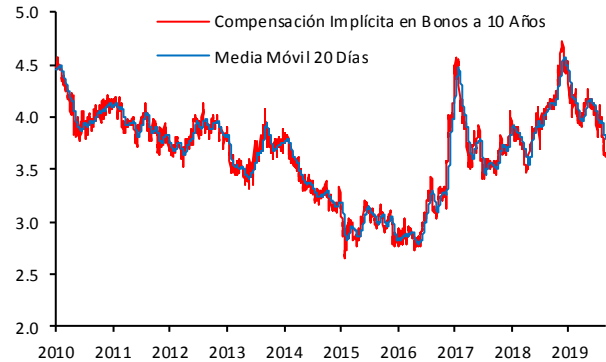
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 181
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
 Por ciento



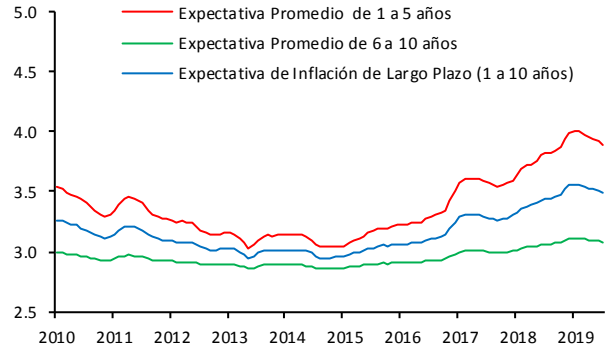
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

Gráfica 182
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
 Por ciento



Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

Gráfica 183
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}
 Por ciento



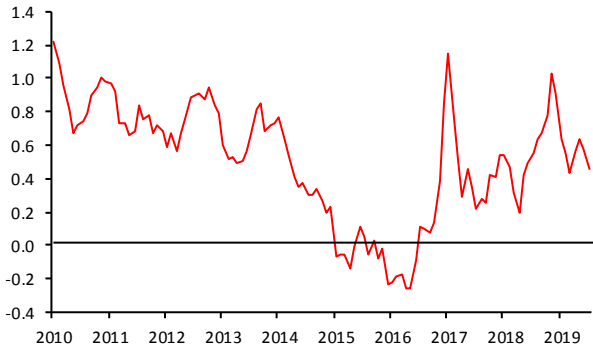
^{1/} La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
 Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

La compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo) registró un aumento entre marzo y junio de este año para posteriormente disminuir en julio y agosto (Gráfica 182). En relación con sus componentes estimados, las expectativas de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) disminuyeron de 3.10 a 3.08% entre marzo y julio de este año (Gráfica 183). Por su parte, la estimación de la prima por riesgo inflacionario, si bien aumentó de 0.43 a 0.64% entre marzo y mayo, recientemente disminuyó para situarse en 0.46% en julio (Gráfica 184).³⁸

³⁸ 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 184
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a
10 Años ^{1/}
 Por ciento



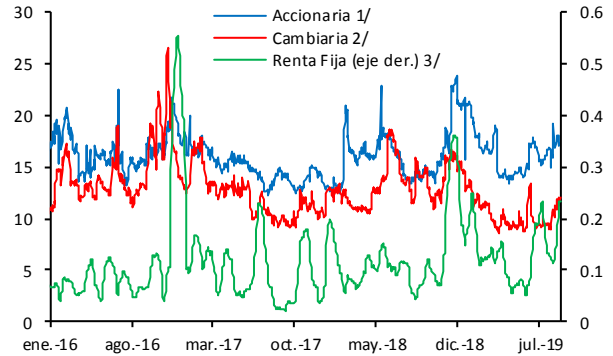
^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PIP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
 Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PIP.

En cuanto a los determinantes de la inflación, con respecto a la posición cíclica de la economía, se estima que en el segundo trimestre del año en curso, las condiciones de holgura siguieron relajándose, incluso más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo.

Respecto de los mercados financieros nacionales, si bien durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, estos se vieron favorecidos por la expectativa de políticas monetarias más acomodaticias en economías avanzadas, se observaron episodios de volatilidad asociados a factores externos e idiosincrásicos. El primero, a principios de junio, estuvo relacionado con: i) la amenaza de la imposición de aranceles a las importaciones de productos mexicanos por parte de Estados Unidos; y ii) las revisiones a la perspectiva o calificación de la deuda soberana y de Pemex por parte de las agencias calificadoras Moody's y Fitch Ratings. Dicha volatilidad se atenuó ante el acuerdo alcanzado entre los gobiernos de Estados Unidos y México en materia migratoria, en conjunto con un ambiente de mayor apetito por riesgo entre los inversionistas. Posteriormente, se han presentado episodios de volatilidad asociados con: i) el resurgimiento, desde principios de agosto, de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, y sus repercusiones en los mercados financieros internacionales; ii) la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías; y iii) el contagio a

monedas emergentes de la volatilidad en los mercados financieros en Argentina después de conocerse el resultado de las elecciones primarias en ese país (Gráfica 185).

Gráfica 185
Volatilidad en los Mercados Financieros en México
 Por ciento



^{1/} Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.

^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

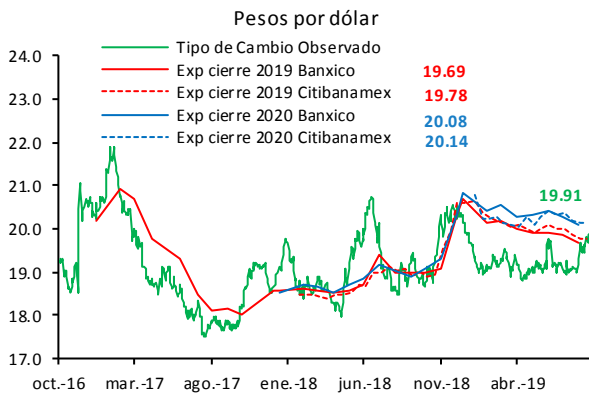
^{3/} Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

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

En este contexto, durante la mayor parte del periodo, el tipo de cambio tuvo un desempeño favorable relacionado con el mayor apetito por riesgo entre los inversionistas ante la perspectiva de políticas monetarias más acomodaticias en las principales economías avanzadas; la reducción importante de las tasas de interés de bonos gubernamentales a lo largo de toda la curva de rendimientos en Estados Unidos; y en su momento, la tregua en las disputas comerciales entre China y Estados Unidos. No obstante, la cotización de la moneda nacional se vio afectada durante los episodios de volatilidad antes referidos. En particular, durante el primero, el peso registró un nivel máximo intradía de 19.88 pesos por dólar y recientemente –ante el nuevo brote de incertidumbre– dicho nivel intradía ha alcanzado 20.13 pesos por dólar (Gráficas 186 y 187). Considerando lo anterior, de finales de marzo a la fecha, la moneda nacional ha oscilado en un rango de entre 18.77 y 19.91 pesos por dólar, para ubicarse actualmente en un nivel de 19.91 pesos por dólar, lo que representa una depreciación de aproximadamente 3.5% respecto del nivel observado a finales de marzo.

En este contexto, es importante subrayar que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, el Banco de México contribuirá a que este se dé de manera ordenada y buscando evitar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

Gráfica 186
Tipo de Cambio Nominal ^{1/}

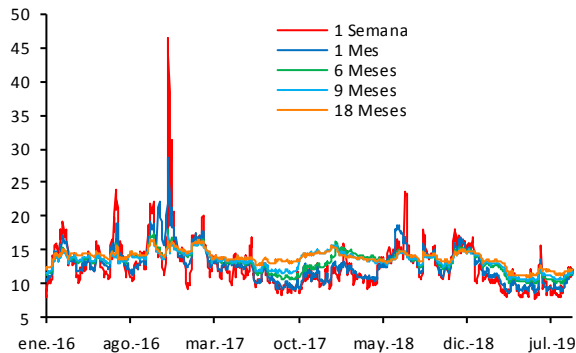


^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de julio y de la encuesta Citibanamex del 20 de agosto de 2019.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Gráfica 187

Volatilidad Implícita en Opciones del Tipo de Cambio
Por ciento



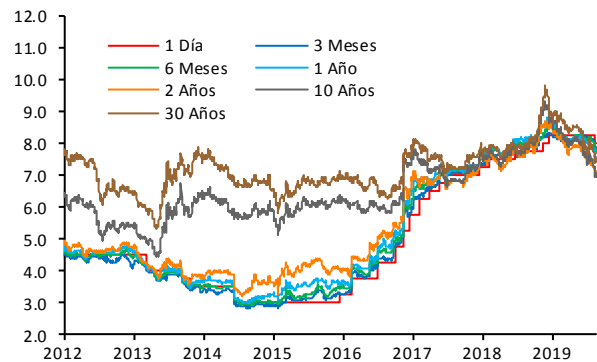
Fuente: Bloomberg.

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México en el periodo de referencia, pueden distinguirse dos episodios. Primero, de finales de

marzo a finales de mayo, las tasas de interés correspondientes al corto plazo aumentaron, aunque moderadamente. Por su parte, aquellas de mediano y largo plazos no registraron cambios importantes en el mismo periodo. Si bien a principios de junio estas aumentaron ante la amenaza por parte de Estados Unidos a México de imponer aranceles a la importación de productos nacionales, a partir de entonces las tasas de interés en todos sus plazos disminuyeron considerablemente. En particular, durante el primer episodio las tasas de 2 y 10 años se mantuvieron alrededor de 7.7 y 8.0% para, posteriormente, disminuir a 7.0% en ambos casos, de junio a la fecha (Gráficas 188 y 189). Dicha disminución está asociada principalmente con un ajuste importante a la baja en las tasas de interés en Estados Unidos relacionado con la expectativa de una política monetaria más acomodaticia en dicho país y en otras economías avanzadas; y el reciente resurgimiento en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. Asimismo, también contribuyeron al comportamiento de las tasas de interés en México, la publicación de datos económicos de diversas economías que continúan apuntando hacia una desaceleración económica generalizada; y la decisión de Banco de México de disminuir el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en agosto.

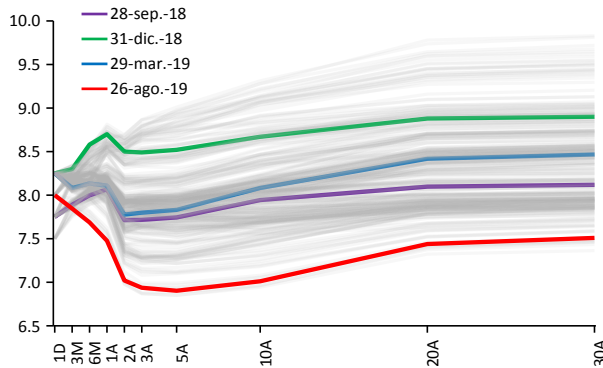
Gráfica 188

Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 189
Curva de Rendimientos de México
Por ciento



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.

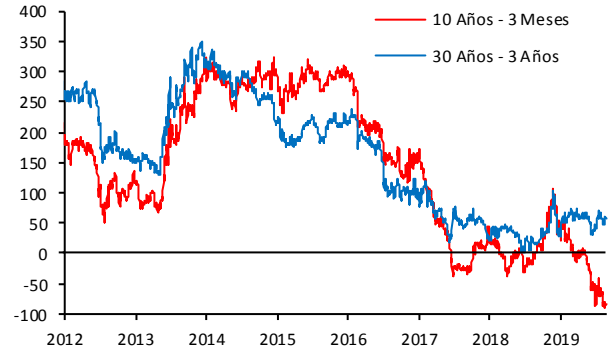
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Dado el comportamiento anteriormente descrito en las tasas de interés en México, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) se mantuvo estable durante abril y la mayor parte de mayo, para disminuir posteriormente a partir de principios de junio, dada la importante reducción en las tasas de interés de 10 años. Cabe destacar que la pendiente observada en México continúa siendo inferior a las de otras economías emergentes (Gráficas 190 y 191). Así, el comportamiento reciente de la curva de rendimientos en México requiere de un análisis de la evolución de las tasas de interés de largo plazo. Al descomponer la tasa de interés de 10 años en sus dos componentes – la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo y la prima por plazo –, destaca que ambos han disminuido en el periodo que cubre este Informe (Gráfica 192, ver Recuadro 5 para una descripción de la estimación). En este contexto, persisten riesgos idiosincrásicos, que en caso de materializarse, podrían conducir a un incremento de la prima por plazo, lo que presionaría al alza las tasas de interés de mediano y largo plazo.

Por su parte, en cuanto a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, como ya se mencionó, en su reunión de junio, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Por su parte, en su reunión de julio, la Reserva Federal redujo el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base como era esperado por el mercado, si bien en la conferencia de prensa, el Presidente de este Instituto Central destacó que dicha reducción no

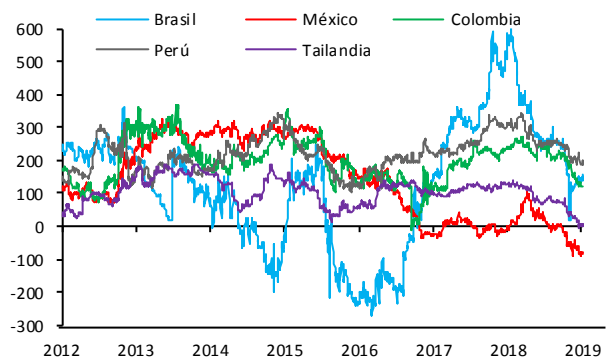
necesariamente implicaba un ciclo prolongado de reducciones en dichas tasas.

Gráfica 190
Pendiente de la Curva de Rendimientos
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 191
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
(10 años - 3 meses)
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 192
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México
Puntos porcentuales



Fuente: Estimación del Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

Recuadro 5. Evolución de las Primas por Plazo en México

1. Introducción

Analizar la dinámica de las tasas de interés de largo plazo es de suma importancia para los bancos centrales, entre otros factores debido a que las decisiones de gasto de los hogares y empresas pueden verse influidas por dichas tasas. De acuerdo con la hipótesis de las expectativas de la estructura temporal de las tasas de interés,¹ las tasas de mayor plazo serían iguales al promedio de la tasa de interés de corto plazo actual y las expectativas de esta última en un horizonte de largo plazo. En principio, un banco central, mediante sus acciones de política monetaria y su estrategia de comunicación, puede influir sobre las expectativas referidas.

En adición a lo anterior, la literatura sobre la materia considera que las tasas de interés de largo plazo también incluyen una prima por plazo, que se define como la compensación que los inversionistas demandan por mantener instrumentos financieros de más largo plazo en lugar de aquellos de corto plazo. Los cambios en esta prima pueden derivarse de diversos eventos que afectan a la economía como pueden ser la liquidez en los mercados financieros internacionales y la demanda relativa por instrumentos financieros de distintos plazos. Asimismo, la prima por plazo puede reflejar el grado de incertidumbre en el entorno económico, de tal manera que al aumentar la incertidumbre, las primas demandadas por los inversionistas serían mayores. Después de la crisis financiera global de 2008, una creciente literatura ha puesto un mayor énfasis en la prima por plazo como un factor importante que explica la evolución de las tasas de interés de largo plazo.² En este sentido, para la conducción de la política monetaria también es relevante entender la dinámica y determinantes de la prima referida.

Este Recuadro tiene como propósito estimar la prima por plazo implícita en la tasa de interés de bonos gubernamentales a 10 años en México y determinar los principales componentes que han explicado su evolución. Para ello, en primer término se estima la expectativa de la tasa de interés de corto plazo en un horizonte a 10 años, y después se obtiene la prima por plazo como el residual entre la tasa de interés de largo plazo y dicha expectativa. Debido a que la expectativa de la tasa de interés de corto plazo y, en consecuencia, la prima por plazo son variables no observables, estas tienen que inferirse a través de métodos cuantitativos, cuyos resultados están sujetos a incertidumbre estadística, por lo tanto se aplican varias metodologías para que ver qué tan robustos son los resultados en términos de su evolución.

Los resultados sugieren que las estimaciones de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo en un horizonte de 10 años y de las primas por plazo calculadas a partir de ellas, presentan

dinámicas similares entre las metodologías utilizadas, aunque sus niveles varían entre estas.³ Adicionalmente se encuentra que las variables que tienen mayor relevancia para explicar su dinámica parecerían ser la prima por plazo de Estados Unidos; la compensación por riesgo cambiario; y la compensación real, definida como la diferencia entre los udibonos de 10 y 3 años.

2. Estimación de las primas por plazo

En la literatura sobre este tema, se considera que la tasa de interés de largo plazo tiene dos componentes: i) la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo y ii) una prima por plazo, es decir:

$$i_t^{(n)} = \frac{1}{n} \sum_{i=0}^{n-1} E_t(i_{t+i}^{(1)}) + PP_t^{(n)}. \quad (1)$$

El primer término del lado derecho captura la expectativa promedio referida en un horizonte de n periodos. Así, mediante el uso de distintas metodologías es posible estimar esta expectativa, para después calcular la prima por plazo como el residual entre la tasa de interés al vencimiento n y dicha expectativa promedio,

$$PP_t^{(n)} = i_t^{(n)} - \frac{1}{n} \sum_{i=0}^{n-1} E_t(i_{t+i}^{(1)}). \quad (2)$$

Para la estimación de dichos componentes se utilizan las tasas de interés cupón cero compuestas a diferentes vencimientos que van de 1 mes a 10 años. La muestra es de frecuencia diaria y abarca de enero de 2002 a julio de 2019.

Las metodologías que se utilizan para estimar la expectativa de la tasa de interés de corto plazo son:

- El promedio de los swaps de la TIIE con vencimientos de 1, 3, 5, 7 y 10 años. Esta medida considera las expectativas de los agentes económicos sobre la tasa de interés de corto plazo a diferentes horizontes extraídas de instrumentos financieros.
- Dos modelos afines de la estructura temporal de tasas de interés. Uno similar en estructura al presentado en Kim y Wright (2005) –en adelante KW–, otro en línea con Adrian y otros (2013) –en adelante ACM–, ambos implementados con datos para México. Estas últimas metodologías son más complejas porque utilizan como base un modelo afin para estimar la expectativa de la tasa de interés de corto plazo. Como se muestra en el Cuadro 1, la diferencia entre ambos métodos radica en la forma de estimar los parámetros, el periodo de estimación, la información incluida en el modelo y los factores considerados.

Los resultados de las estimaciones de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo se muestran en la Gráfica 1, mientras que las correspondientes a la prima por plazo se muestran en

¹ Ver Fama y Bliss (1987) y Bakaert y Hodrick (2001).

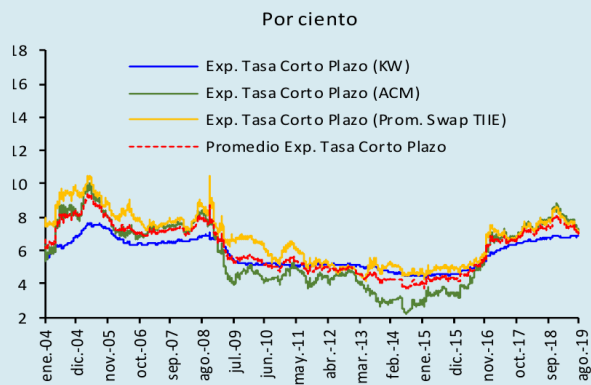
² Ver Kim y Orphanides (2007), Wright (2008), Adrian y otros (2013), Bernanke (2013,2015), Ceballos y otros (2014) y BIS (2017).

³ Esto es consistente con Li y otros (2017) y BIS (2017) quienes señalan que la estimación de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo y su respectiva prima depende de las características del modelo utilizado.

la Gráfica 2. Si bien la dinámica obtenida mediante cada una de las metodologías varía en nivel, en general, presentan tendencias similares.

Cuadro 1 Diferencias entre la Estimación de los Modelos Afines	
Kim y Wright (2005)	Adrian, Crump y Moench (2013)
Periodo de Estimación	
Enero 2002 a julio 2019	Enero 2004 a julio 2019
Factores	
3 latentes	5 Observados
Se estiman con filtro de Kalman	Se estiman con componentes principales
Tasas de interés utilizadas (meses)	
1,3,6,12,24,36,60,84,120	1,2,3,4,5,6,7,....,120
Método de estimación	
Máxima verosimilitud	Regresiones lineales

Gráfica 1
Expectativas de la Tasa de Interés de Corto Plazo en un Horizonte a 10 años
Por ciento



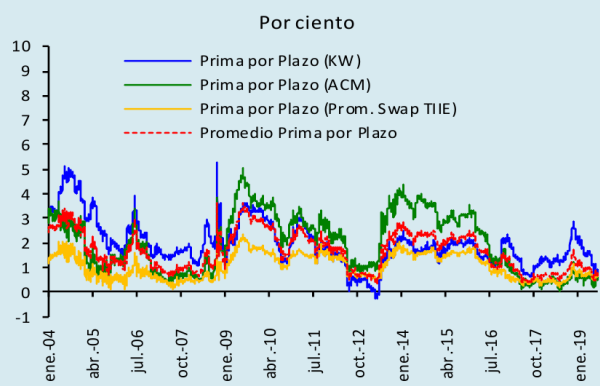
Fuente: Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

En las Gráficas 3 y 4 se presentan las trayectorias de los promedios tanto de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo como de la prima por plazo, con sus respectivos rangos.⁴ En cuanto a la evolución de la expectativa promedio de la tasa de corto plazo, esta muestra una reducción significativa asociada con la crisis financiera global de 2008, de 8% a 6% entre julio de 2008 y diciembre de 2009. Posteriormente, muestra cierta tendencia decreciente, para posteriormente oscilar cerca de 4% durante 2014 y 2015. A partir de 2016 comienza a aumentar hasta llegar a 8% en diciembre de 2018. Lo anterior en un entorno de incertidumbre y choques inflacionarios importantes. Finalmente, a lo largo de 2019 ha

⁴ Los rangos corresponden a los mínimos y máximos de las diferentes metodologías utilizadas para la estimación.

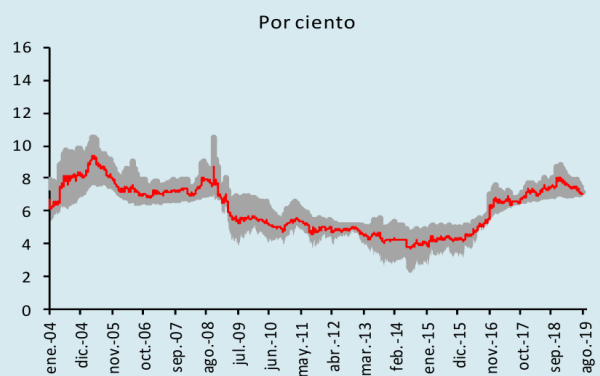
mostrado una tendencia descendente y actualmente se ubica en niveles alrededor de 7%.

Gráfica 2
Prima por Plazo a 10 años
Por ciento



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

Gráfica 3
Promedio de las Expectativas de las Tasas de Interés de Corto Plazo en un Horizonte a 10 años
Por ciento



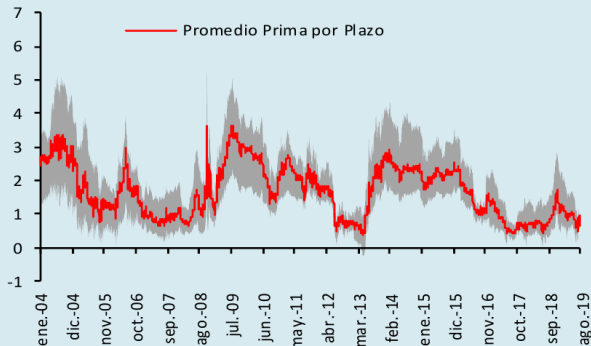
Fuente: Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

Nota: El área gris es el rango que corresponde a los mínimos y máximos las diferentes metodologías utilizadas para la estimación.

Con respecto a la dinámica de la prima por plazo, esta aumentó durante la crisis financiera global, alcanzando niveles de 3.6% en julio de 2009. Durante la implementación de los programas de relajamiento monetario cuantitativo por parte de la Reserva Federal, mostró una tendencia descendente, hasta ubicarse en niveles mínimos históricos de 0.5% en abril de 2013. A partir del episodio denominado “Taper Tantrum” presentó un importante ajuste al alza, para posteriormente fluctuar alrededor de 2.6% hasta finales de 2015. A inicios de 2016 mostró una tendencia descendente, que se interrumpió a finales de 2016 cuando la prima por plazo repuntó durante las elecciones presidenciales en Estados Unidos, para

posteriormente retomar su tendencia descendente durante 2017. Después de permanecer relativamente estable durante los primeros tres trimestres del año pasado, esta aumentó significativamente de 0.7% en septiembre de 2018 a 1.7% en noviembre de ese mismo año. Finalmente, a lo largo de 2019 ha venido disminuyendo, actualmente ubicándose nuevamente alrededor de 0.7%.

Gráfica 4
Promedio de las Primas por Plazo a 10 años
Por ciento



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

Nota: El área gris es el rango que corresponde a los mínimos y máximos de las diferentes metodologías utilizadas para la estimación.

3. Análisis de los determinantes de la prima por plazo

La descripción anterior muestra que la evolución de la prima por plazo podría asociarse con diversos acontecimientos, como el “Taper Tantrum” y las elecciones presidenciales de Estados Unidos, entre otros. En esta sección se realiza un análisis empírico de los factores que pueden estar explicando el comportamiento de la prima referida.

En la literatura se ha documentado que la dinámica de la prima por plazo puede ser explicada principalmente por una prima por plazo real y una prima por riesgo inflacionario.⁵ En adición, Hördahl y otros (2016) encuentran que la prima por plazo de Estados Unidos es más importante que la expectativa de tasa de interés de corto plazo para explicar la dinámica de la tasa de interés de largo plazo de las economías de mercados emergentes (EMEs). En el mismo sentido, Albagli y otros (2018) muestran que cambios en la prima por plazo en Estados Unidos inciden sobre la evolución de las tasas de interés de largo plazo de las EMEs.

En este contexto, se consideran los siguientes determinantes de la prima por plazo promedio de México:

1. Prima por plazo de Estados Unidos. Estimada por Kim y Wright (2005). Como ya se mencionó, esta puede interpretarse como un factor de riesgo global para las economías emergentes.

⁵ Ver Abrahams y otros (2015), Bauer (2017) y Bernanke (2015).

2. Compensación por riesgo cambiario. Calculada como la diferencia entre el Mbono y el UMS (tasa de interés del Mbono emitida en dólares), ambos con un vencimiento de 10 años.
3. Compensación real (prima por plazo real). Calculada como la diferencia entre los Udibonos con vencimientos a 10 años y a 3 años.

Con el propósito de identificar la contribución de cada uno de estos elementos sobre la prima por plazo promedio a través del tiempo, se realiza un ejercicio econométrico. En particular, se estima la siguiente regresión con parámetros que varían en el tiempo mediante métodos bayesianos:

$$Y_t = \beta_{0,t} + \beta_{1,t}X_{1t} + \beta_{2,t}X_{2t} + \beta_{3,t}X_{3t} + \vartheta_t ,$$

$$\beta_{i,t+1} = \beta_{i,t} + \varepsilon_{it},$$

- ✓ Y_t corresponde a la prima por plazo promedio.
- ✓ $\vartheta_t \sim N(0, \sigma_\vartheta^2)$, $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_i^2)$, $i = 0, \dots, 3$ y $cov(\vartheta_t, \varepsilon_t) = 0$
- ✓ $\beta_{i,t}$ son los coeficientes a estimar que varían en el tiempo.
- ✓ La matriz X_t incluye a las variables explicativas.
- ✓ Debido a la disponibilidad de la información, el periodo de estimación abarca de enero de 2007 a junio de 2019 con frecuencia diaria.

En el Cuadro 2 se muestran los coeficientes promedio de la estimación de cada determinante de la prima por plazo, los cuales son estadísticamente significativos. Tanto la prima por plazo de Estados Unidos como la compensación real y por riesgo cambiario tienden a afectar positivamente a la prima por plazo de México.

Cuadro 2

Coefficientes Promedio de los determinantes de la prima por plazo (enero 2007-junio 2019)

Prima por Plazo EEUU	0.33 [0.30 0.36]
Compensación Real	0.52 [0.49 0.54]
Compensación Tipo Cambio	0.26 [0.24 0.27]
Constante	0.47 [0.43 0.51]

Nota: Los números en corchetes corresponden a las bandas del 16% y 84%.

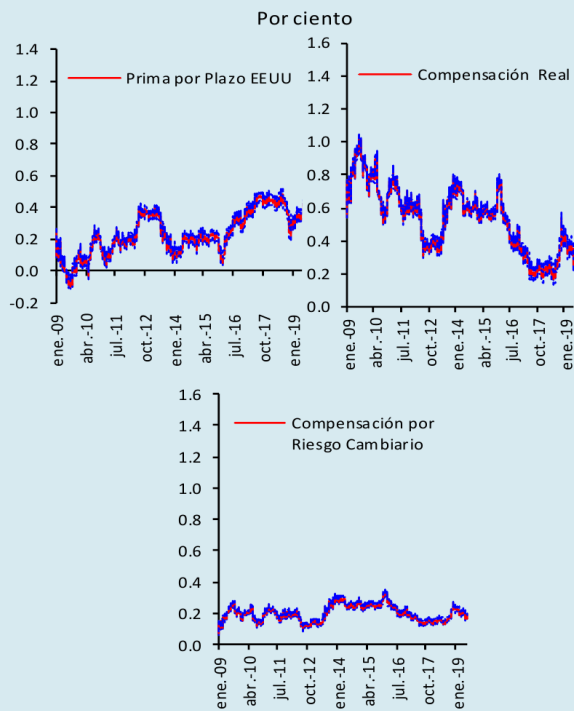
Fuente: Banco de México

En la Gráfica 5 se presenta la evolución en el tiempo de los coeficientes de los componentes de la prima por plazo promedio. El coeficiente de la compensación por riesgo cambiario ha sido relativamente constante en el tiempo. Por su parte, el coeficiente de la compensación real ha mostrado una

tendencia a la baja. En contraste, el coeficiente de la prima por plazo de EE.UU. ha presentado una tendencia al alza. Cabe mencionar que estos dos últimos son más volátiles que el primero.

En la Gráfica 6 se muestran las contribuciones de cada uno de los determinantes referidos sobre la evolución de la prima por plazo en México desde 2009 a la fecha. Con la finalidad de analizar con más detalle la contribución que han tenido cada uno de estos determinantes sobre el comportamiento de la prima por plazo en México, se discuten dos periodos en los que la prima por plazo tuvo repuntes significativos, el “Taper Tantrum” y las últimas elecciones presidenciales en Estados Unidos.

Gráfica 5
Coefficientes de la Regresión con parámetros que varían en el tiempo

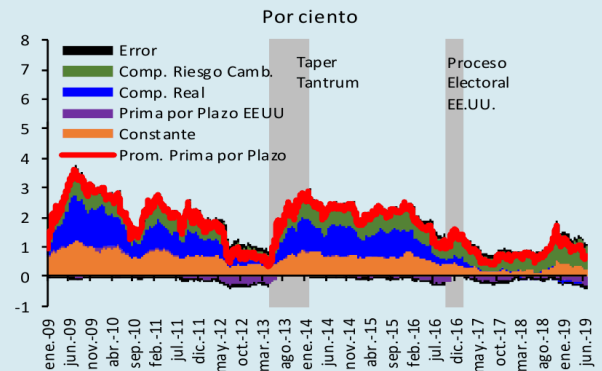


Fuente: Banco de México

“Taper Tantrum” (abril 2013 – enero 2014). En respuesta a comentarios sobre la posible reducción en el ritmo de compra de activos financieros por parte de la Reserva Federal, se observó un incremento tanto en la prima por plazo de Estados Unidos, como en la volatilidad de los mercados financieros internacionales que impactaron a las EMEs. Al mismo tiempo, la compensación real en México se incrementó ante menores flujos de capital. En este contexto, durante este periodo la prima por plazo se incrementó alrededor de 214 puntos base (pb), con una contribución de 117pb de la compensación real, 60pb de la prima por plazo de EE.UU., 32pb de la constante y 5pb de la compensación por riesgo cambiario.

Proceso electoral Estadounidense (octubre 2016 - enero 2017). Durante el proceso electoral de Estados Unidos y, en particular, días después de la elección del 8 de noviembre de 2016, se registró un incremento sustancial en la prima por plazo en EE.UU. y una apreciación del dólar. En ese contexto, la prima por plazo en México tuvo un incremento de 50pb, de los cuales 24pb correspondieron a la prima por plazo de Estados Unidos, 6pb a la compensación por riesgo cambiario, 11pb a la compensación real y 9pb a la constante.

Gráfica 6
Componentes del Promedio de la Prima por Plazo



Fuente: Banco de México

4. Consideraciones Finales

En el presente Recuadro se presentó la estimación de los dos componentes de las tasas de interés de largo plazo: la expectativa de la tasa de interés de corto plazo y la prima por plazo. Toda vez que dichos componentes son variables no observables, es importante subrayar que existe incertidumbre inherente en su estimación, por lo que sus resultados deben tomarse con cautela.

Con el fin de obtener resultados relativamente más robustos de ambas variables y, en particular, de la prima por plazo, se consideraron diferentes métodos para su estimación y se calculó una trayectoria promedio de ambos componentes derivada de las diferentes metodologías utilizadas. La evolución de la prima por plazo sugiere que esta se ha visto afectada por diversos acontecimientos como los programas de relajamiento monetario cuantitativo implementados por la Reserva Federal, el episodio denominado “Taper Tantrum”, la volatilidad generada por el proceso electoral de EE.UU., así como aquella asociada con eventos idiosincrásicos, como la cancelación de algunos proyectos de infraestructura en México y diversos choques a la inflación.

Cabe mencionar que los tres determinantes que han explicado la dinámica de la prima por plazo en México son la prima por plazo en EE.UU., la compensación real y la compensación por riesgo cambiario.

5. Referencias

Abrahams M., Adrian T., Crump R.K. y Moench E. (2015), “Decomposing Real and Nominal Yield Curves”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Núm. 570.

Adrian, T., Crump, R.K. y Moench, E. (2013), “Pricing the Term Structure with Linear Regressions”, *Journal of Financial Economics* Vol. 110, Núm. 1, 110–138.

Albagli E., Ceballos L., Claro S., y Romero D. (2018), “Channels of US Monetary Policy Spillovers to International Bond Markets”, BIS Working Papers, Núm. 719.

Bauer M. (2017), “A New Conundrum in the Bond Market?”, FRBSF Economic Letter Núm. 2017-34.

Bekaert G. y Hodrick R. (2001), “Expectations Hypothesis Tests”, *Journal of Finance*, Vol. 56, 1357–94.

Bernanke Ben S. (2013), “Long-Term Interest Rates”, Annual Monetary/Macroeconomics Conference: The Past and Future of Monetary Policy.

Bernanke Ben S. (2015), “Why Are Interest Rates So Low, part 4: Term Premiums”, del Blog de Ben Bernanke.

BIS (2017), “Term Premia: Concepts, Models and Estimates”, Box II A, 87th Annual Report, April 2016–March 2017.

Ceballos, L., Naudon, A. y Romero, D. (2014), “Nominal Term Structure and Term Premia. Evidence from Chile”, Central Bank of Chile, MPRA Paper No. 60911.

Fama E. y Bliss R. (1987), “The Information in Long-Maturity Forward Rates”, *The American Economic Review*, Vol. 77, Núm. 4, 680-692.

Hördahl P., Sobrun J., y Turner P. (2016), “Low Long-Term Interest Rates as a Global Phenomenon”, BIS Working Papers, Núm. 574.

Kim D. H., Wright J. (2005), “An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant Horizon Forward Rates”, Finance and Economics Discussion Series. 2005-33. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

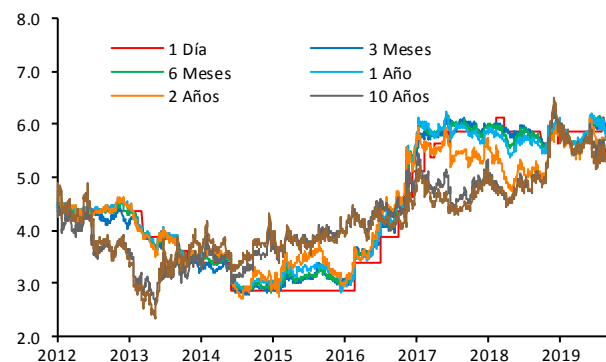
Kim D. H. y Orphanides A. (2007), “The Bond Market Term Premium: What is it, and How Can We Measure it?”, BIS Quarterly Review, June 2007.

Li C., Meldrum A. y Rodriguez M. (2017), “Robustness of Long-Maturity Term Premium Estimates”, Federal Reserve Notes.

Wright J. (2008), “Term Premiums and Inflation Uncertainty: Empirical Evidence from an International Panel Dataset”, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.

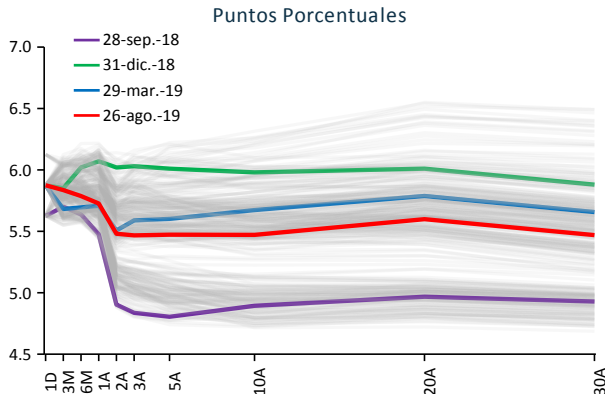
De acuerdo con el comportamiento anteriormente descrito, y dado que las tasas de interés de mediano y largo plazos en Estados Unidos registraron un comportamiento descendente la mayor parte del periodo de referencia, los diferenciales de tasas de interés para dichos plazos entre México y Estados Unidos presentaron ligeros incrementos hasta finales de mayo, para luego estabilizarse en niveles similares a los observados al principio del periodo que cubre este Informe. No obstante, en el margen han disminuido ligeramente, especialmente los de más largo plazo (Gráficas 193 y 194). Cabe destacar que dichos diferenciales permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes (Gráfica 195).

Gráfica 193
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Por ciento



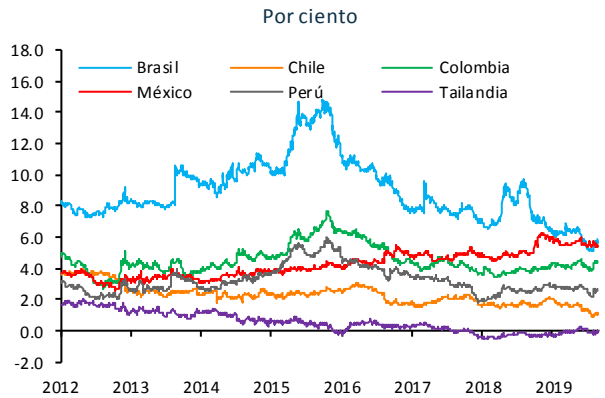
^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado para la Reserva Federal
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 194
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 195
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 años de Varios Países con respecto a Estados Unidos

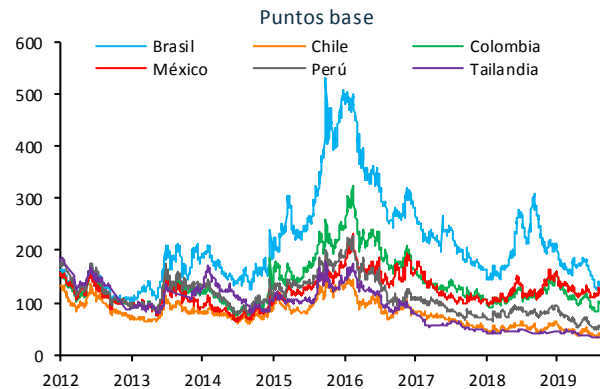


Fuente: Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México disminuyeron durante el periodo, si bien han aumentado en el margen en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. Destaca que estos permanecen en niveles elevados respecto a los de economías de calificación crediticia comparable (Gráfica 196). Asimismo, el diferencial entre las primas del seguro de protección contra incumplimiento de la deuda de Pemex y la soberana se incrementó y actualmente se ubica en niveles elevados (Gráfica 197).

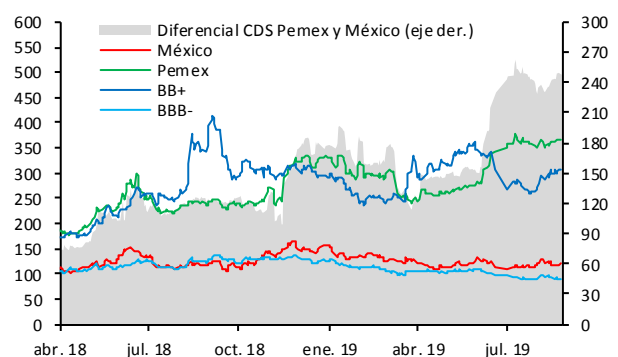
Finalmente, es importante destacar que persisten riesgos cuya materialización pudiera generar episodios adicionales de volatilidad en los mercados financieros nacionales, como la incertidumbre respecto a la relación bilateral entre México y Estados Unidos, las perspectivas crediticias, tanto para la deuda de Pemex como la soberana, así como un mayor escalamiento en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos.

Gráfica 196
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional ^{1/}



^{1/} Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 197
Credit Default Swaps a 5 años de México y Pemex



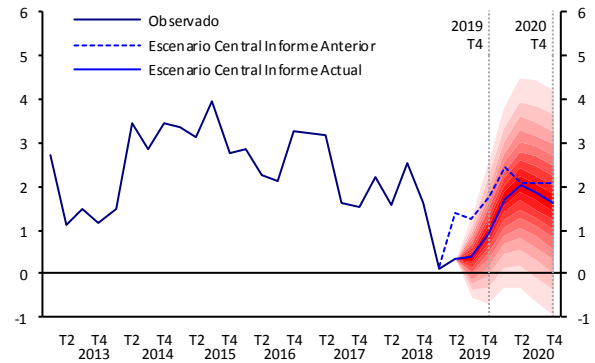
Nota: La línea BB+ y BBB- corresponden al promedio de los CDS de la deuda soberana de economías emergentes con esa calificación.
 Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Fitch.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2019 se modifican de un intervalo de entre 0.8 y 1.8% en el Informe anterior a uno de entre 0.2 y 0.7%. Para 2020, se espera que el crecimiento del PIB se ubique en un intervalo de entre 1.5 y 2.5%, rango que se compara con el de 1.7 y 2.7% en el Informe previo (Gráficas 198 y 199).³⁹ La revisión para 2019 se deriva del hecho de que, de acuerdo con la información publicada por el INEGI, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue menor a lo previsto –lo que indica una debilidad más profunda de los componentes de la demanda interna a lo estimado con anterioridad–, así como de ajustes a la baja en el crecimiento esperado a lo largo del horizonte de pronóstico para la producción industrial en Estados Unidos y en la plataforma de producción petrolera.⁴⁰ Se considera que dichos efectos podrían ser parcialmente contrarrestados en el corto plazo por las acciones anunciadas por la Secretaría de Hacienda para la normalización del gasto público. Así, si bien se continúa anticipando que en los próximos trimestres se observe una recuperación en el ritmo de crecimiento de la economía, se estima que esta será gradual.

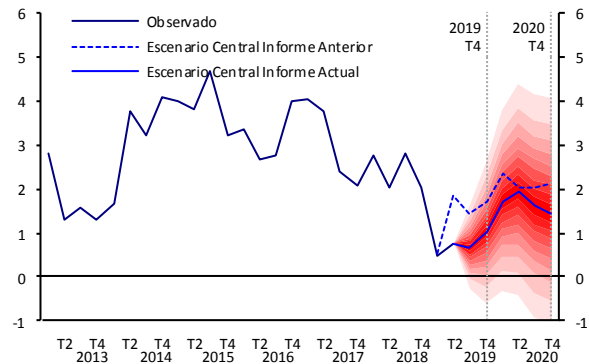
Gráfica 198
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 199
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

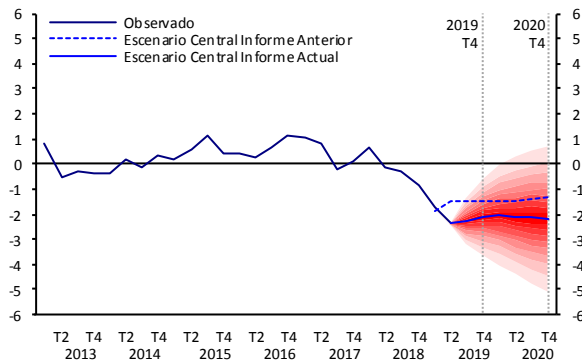
Con respecto a la posición cíclica de la economía, se espera que las condiciones de holgura se mantengan más relajadas a lo largo del horizonte de pronóstico que lo anticipado anteriormente (Gráficas 200, 201 y 202).

³⁹ Cabe notar que, por ser año bisiesto, en 2020 habrá un día adicional relativo a 2019. Ello conducirá a que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea mayor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad, toda vez que esta última controla por este efecto. Como referencia, en 2016 la diferencia entre estas dos tasas de crecimiento fue de tres décimas.

⁴⁰ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en agosto de 2019, se esperan expansiones de la producción industrial en Estados Unidos para 2019 y 2020 de 1.2 y 1.1%, tasas menores que las de 2.2 y 1.6% reportadas en el Informe anterior.

Gráfica 200

Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto, a.e.
Porcentaje del producto potencial

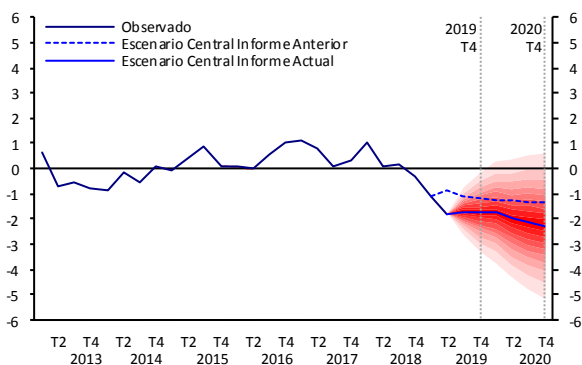


a.e./ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 201

Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Porcentaje del producto potencial

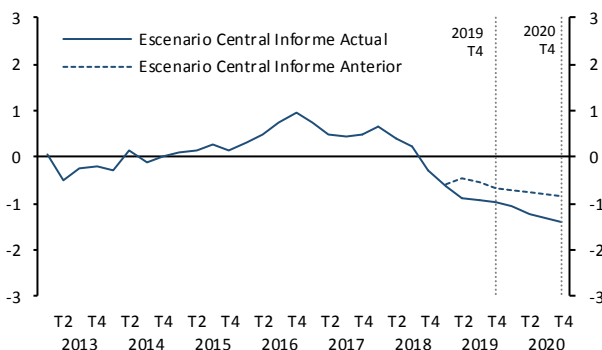


a.e./ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 202

Indicador de Holgura Trimestral



Notas: i) En el Escenario Central del Informe Actual el pronóstico inicia en 2019 T2. En el caso del Escenario Central del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2019 T1. ii) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero. iii) No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.

Fuente: Banco de México.

Empleo: Derivado de la revisión de las perspectivas de crecimiento del PIB de México, así como de la desaceleración en la creación de puestos de trabajo registrados en el IMSS observada en lo que va de 2019, los pronósticos para este indicador para 2019 se revisan de un intervalo de entre 530 y 630 mil puestos de trabajo en el Informe anterior a uno de entre 450 y 550 mil puestos de trabajo en el Informe actual. Para 2020, se espera un intervalo de entre 590 y 690 mil puestos de trabajo, que se compara con uno de entre 650 y 750 mil puestos de trabajo en el Informe anterior.

Cuenta Corriente: Para 2019 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 7.8 y 15.2 miles de millones de dólares, respectivamente (de 0.6 y 1.2% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 13.5 y 24.3 miles de millones dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden). Para 2020, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.1 y 22.0 miles de millones de dólares, respectivamente (de 0.9 y 1.6% del PIB, en el mismo orden), previsiones que se comparan con las reportadas en el Informe anterior de 13.7 y 25.6 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden).

Balance de riesgos para el crecimiento: En un entorno de marcada incertidumbre, los elementos de riesgo externos e internos que persisten dan lugar a que el balance de riesgos para la actividad económica del país se mantenga sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja en este horizonte destacan:

viii. Que persista incertidumbre respecto a la posibilidad de un surgimiento de disputas comerciales o un escalamiento mayor de las ya existentes, que afecte al crecimiento, la inversión y el comercio globales, así como a los mercados financieros internacionales, en detrimento de la actividad económica en México. En este sentido, persiste la posibilidad de que Estados Unidos anuncie acciones en materia comercial en contra de México, posiblemente asociadas con temas no comerciales. Ello ocasionaría mayor incertidumbre y afectaría las decisiones de gasto de los consumidores y/o a la inversión. Estas afectaciones serían mayores si dichas acciones

fueran implementadas y podrían conducir a un deterioro de la competitividad de la economía mexicana y afectar negativamente a la actividad económica.

- ix. Que el proceso de ratificación del T-MEC se prolongue en Estados Unidos y Canadá, generando mayor incertidumbre y afectando a la inversión.
- x. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por diversos factores: a) mayores tensiones comerciales a nivel global que den como resultado un menor apetito por riesgo; b) posibles sorpresas inflacionarias que ocasionen aumentos imprevistos en las tasas de referencia de los principales bancos centrales o en las expectativas para la trayectoria de estas; c) un posible contagio proveniente de otras economías emergentes; o d) acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento externo.
- xi. Que se observe una desaceleración mayor a la esperada de la actividad y el comercio globales una vez que expiren los estímulos fiscales vigentes en algunas de las principales economías, principalmente la de Estados Unidos, o derivado de una desaceleración mayor a la esperada de la producción industrial en ese país.
- xii. Que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha venido afectando a la inversión y que ello ocasione que se difieran planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
- xiii. Que se observe un deterioro adicional en la calificación de la deuda soberana o de Pemex, lo que podría afectar el acceso a los mercados financieros.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico sobresalen:

- iv. Que se formalice el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá y que ello dé lugar a un mayor impulso de la inversión.
- v. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
- vi. Que se observe un dinamismo de la demanda agregada mayor al previsto, derivado de un aumento en el gasto de los consumidores o de que algunos sectores productivos enfrenten mejores condiciones para aumentar sus inversiones.
- vii. Que el paquete de medidas anunciado por la Secretaría de Hacienda impulse el crecimiento del PIB más de lo esperado.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: En comparación con el Informe Trimestral anterior, los pronósticos para la inflación general anual se ajustan a la baja para los próximos cuatro trimestres como resultado de una trayectoria más favorable a la prevista anteriormente para el crecimiento de los precios de los energéticos y de los agropecuarios, en tanto que se mantiene en niveles similares para el resto del horizonte de pronóstico. Así, se prevé que la inflación general anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera que presente una trayectoria ligeramente mayor a la estimada en el Informe anterior para los siguientes doce meses como resultado de incrementos mayores a los previstos en los precios de los servicios y de un tipo de cambio ligeramente más depreciado. No obstante, a partir del cuarto trimestre de 2020, la inflación subyacente esperada es ligeramente menor debido, principalmente, a las mayores condiciones de holgura previstas en relación a las anticipadas en el Informe previo. De esta forma, se espera que la inflación subyacente anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020 (Cuadro 6 y Gráficas 203 y 204).

Cuadro 6
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
 Variación anual en por ciento

	2019				2020				2021	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
INPC										
Informe Actual ^{1/}	4.1	4.2	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0
Informe Anterior ^{2/}	4.1	4.3	4.0	3.7	3.8	3.2	3.1	3.0	3.0	
Subyacente										
Informe Actual ^{1/}	3.6	3.8	3.7	3.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.9	3.0
Informe Anterior ^{2/}	3.6	3.8	3.6	3.4	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0	

^{1/} Pronóstico a partir de agosto de 2019.

^{2/} Pronóstico a partir de mayo de 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Respecto a los riesgos para la inflación destacan los siguientes.

Al alza:

vii. Que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente.

viii. La posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos.

ix. La amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado.

x. Que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos agropecuarios.

xi. Un entorno de debilidad en las finanzas públicas.

xii. El escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global.

xiii. Que dada la magnitud de diversas revisiones salariales se generen presiones de costos, en la medida que dichas revisiones superen las ganancias en la productividad.

A la baja:

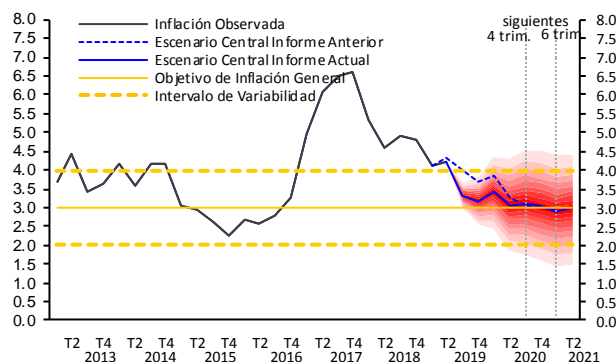
iii. Que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos.

iv. Que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, tal como ha sucedido con los energéticos ante una mayor debilidad económica mundial, lo cual también contribuiría a reducir la inflación subyacente.

v. Que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual incidiría en el comportamiento de la inflación subyacente.

Por lo anterior, aún persiste marcada incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. En este contexto, el Banco de México estará atento a la posible materialización de los riesgos para la inflación, tanto a la baja como al alza.

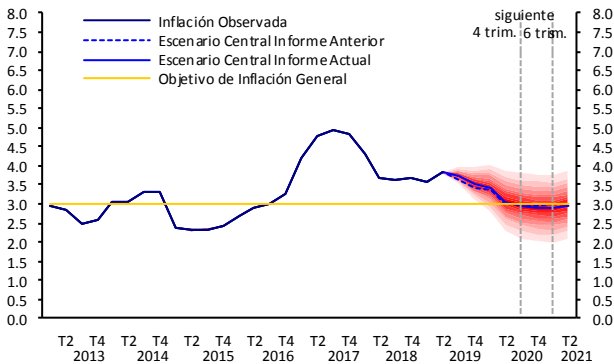
Gráfica 203
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2019, es decir, el tercer y primer trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 204
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 tercer trimestre de 2019, es decir, el tercer y primer trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno 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 esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria.

La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, en un contexto externo en el que persisten riesgos, así como a la evolución de las condiciones de holgura y presiones de costos en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

Para impulsar la reactivación de la actividad económica en el corto y mediano plazos y para atender los retos y rezagos que enfrenta la economía mexicana en el largo plazo, particularmente ante un entorno internacional complejo, es necesario impulsar políticas públicas que mejoren la eficiencia de la economía, corrigiendo los problemas estructurales e institucionales que le han impedido alcanzar una mayor productividad y mayores niveles de inversión, tanto pública como privada. Así, además de preservar y robustecer un marco macroeconómico sólido que anteponga la disciplina fiscal y la estabilidad de precios, se torna indispensable fortalecer el estado de derecho y proveer los incentivos necesarios para privilegiar la creación de valor por sobre la búsqueda de rentas. En este sentido, es prioritario combatir la inseguridad, la corrupción y la impunidad, así como garantizar la certeza jurídica, el cumplimiento del marco legal y el respeto a la propiedad privada. En la medida en que se avance en estos esfuerzos, habrá un ambiente de mayor certidumbre y se logrará incrementar la confianza en el clima para hacer negocios en el país, lo que fomentaría la inversión y permitiría alcanzar un mayor crecimiento en beneficio de todos los mexicanos.

Capítulo III: Informe Trimestral Julio - Septiembre 2019

CONTENIDO

1.	Introducción.....	165
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Tercer Trimestre de 2019	168
2.1.	Condiciones Externas.....	168
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	168
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	172
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	173
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	174
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	183
2.2.1.	Actividad Económica	183
2.2.2.	Mercado Laboral	196
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	199
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	199
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	202
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F)	208
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	212
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	213
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	213
2.2.5.2.	Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple.....	214
2.2.5.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	214
2.2.5.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple.....	216
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras.....	216
3.	Evolución Reciente de la Inflación	218
3.1.	La Inflación en el Tercer Trimestre de 2019	218
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	221
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	226
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	228
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	229
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	242
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica.....	242
5.2.	Previsiones para la Inflación	244

RECUADROS

Recuadro 1. Algunas Consideraciones sobre los Posibles Efectos de las Tensiones Comerciales y la Política Monetaria de Estados Unidos sobre la Economía Mundial	175
Recuadro 2. Indicador Latente de Actividad Económica con base en un Modelo de Extracción de Señales.....	190
Recuadro 3. Estimación de los Efectos Precio y Cantidad en la Evolución de la Dinámica de la Balanza Comercial No Petrolera de México	193
Recuadro 4. M1 y su Potencial de Predicción de la Actividad Económica	209
Recuadro 5. El Rol de las Importaciones en la Evolución de la Inflación de Mercancías	223
Recuadro 6. Importancia de la Autonomía del Banco Central y del Mandato de Estabilidad de Precios	230

Capítulo III. Informe Trimestral Julio – Septiembre 2019

1. Introducción

Durante 2019, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre, debido tanto a factores externos, como internos. Respecto de los primeros, ante los efectos de prolongadas tensiones comerciales, mayores riesgos geopolíticos y diversos factores idiosincrásicos, la economía mundial se ha desacelerado y sus perspectivas de crecimiento han seguido revisándose a la baja, ello en un entorno en el que las inflaciones general y subyacente en las principales economías avanzadas permanecen por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En este contexto, algunas de estas instituciones han tomado acciones de relajamiento monetario en los últimos meses. Por su parte, respecto al segundo trimestre, los mercados financieros internacionales presentaron una menor volatilidad, debido principalmente a que se han atenuado las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y reducido la probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea. Las posturas acomodaticias de los principales bancos centrales y las perspectivas de tasas bajas a nivel global han contribuido al mejor desempeño de los mercados financieros internacionales. No obstante, persisten riesgos para la economía global asociados a las tensiones comerciales y factores geopolíticos, así como a la incertidumbre política y social en diversos países, por lo que no puede descartarse un apretamiento en las condiciones financieras, especialmente para las economías emergentes.

En el ámbito interno, los mercados financieros nacionales han tenido un mejor desempeño propiciado por el relajamiento en las condiciones financieras globales. La cotización del peso mexicano mostró cierta apreciación, si bien con episodios de volatilidad, mientras que las tasas de interés de los valores gubernamentales han reflejado los efectos de las menores tasas de interés externas y de las acciones de política monetaria. En adición, como reflejo de la debilidad que han venido presentando los distintos componentes de la demanda agregada, según la revisión más reciente del PIB, en el tercer trimestre de 2019 la actividad económica de México

mostró un estancamiento, luego de registrar ligeras caídas consecutivas entre el cuarto trimestre de 2018 y el segundo de 2019. Ello implica la ampliación de las condiciones de holgura de la economía a un ritmo mayor al previsto, en un ambiente en el que diversos riesgos de mediano y largo plazo continúan generando incertidumbre, en detrimento de la inversión y el consumo.

En el período que se reporta la inflación general anual mostró una importante disminución, alcanzando hacia finales del tercer trimestre y principios del cuarto niveles congruentes con el objetivo puntual del Banco de México. Este comportamiento se derivó principalmente de una fuerte reducción de la inflación no subyacente, destacando las menores tasas de variación anual en los precios de los energéticos, si bien las de los productos agropecuarios también disminuyeron. Cabe destacar que la inflación no subyacente había incidido adversamente sobre la inflación general por más de dos años y se caracteriza por su naturaleza más volátil. En contraste, la inflación subyacente anual, que refleja de mejor manera las presiones sobre los precios en la economía, continuó presentando persistencia y se ubicó en un promedio de 3.78% en el tercer trimestre, si bien recientemente mostró cierta reducción. Prevalen riesgos, tanto al alza como a la baja, para la inflación, por lo que el Banco de México ha seguido una política monetaria prudente, utilizando toda la información disponible y buscando que la postura monetaria conduzca a la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico previsto, reforzando la confianza en la economía nacional y propiciando un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la actividad económica.

En este contexto, en cada una de sus reuniones de agosto, septiembre y noviembre, la Junta de Gobierno del Banco de México redujo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base, para llevarla a un nivel de 7.50%. La Junta de Gobierno mencionó que la disminución de la tasa de referencia se llevó a cabo tomando en cuenta los menores niveles que registra la inflación general, así

como la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas.

Los pronósticos para la inflación general anual se revisan ligeramente a la baja en relación a los del Informe previo para el cierre de 2019. En particular, este ajuste responde a que domina el efecto de una menor inflación no subyacente sobre la ligera revisión al alza en la subyacente. Para 2020, los pronósticos para la inflación general anual son muy similares a los dados a conocer en el Informe anterior, pues los efectos de la mayor inflación subyacente prevista se ven contrarrestados por la expectativa de una menor inflación no subyacente. Por lo anterior, se anticipa que la inflación general anual se mantenga en niveles cercanos a 3%, si bien se prevé que presente un ligero aumento en el primer trimestre de 2020. Por su parte, para 2021 la mayor holgura prevista en la economía da lugar a una inflación general anual menor a la que se había considerado en el Informe previo. En cuanto a la inflación subyacente anual, los mayores niveles observados a los anticipados y el efecto de la actualización del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas presionan al alza la trayectoria prevista, mientras que la mayor holgura anticipada induce una reducción en esta durante el horizonte de pronóstico. Durante el resto de 2019 y la mayor parte de 2020 dominan los primeros efectos y a partir de finales de 2020 el efecto de la mayor holgura en la economía incide en mayor medida. Así, se prevé que la inflación subyacente anual se sitúe en niveles cercanos a 3% desde el tercer trimestre de 2020.

En el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza: i) que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente; ii) aumentos salariales por encima de las ganancias en productividad y que ello genere presiones de costos; iii) que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos; iv) la amenaza de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado; v) que se deterioren las finanzas públicas; y vi) aumentos en los precios agropecuarios o en los energéticos mayores a lo previsto. Por otra parte, en cuanto a los riesgos a la baja, destacan: i) que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual

podría estar asociado a un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales, o en caso de ratificarse el acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá; ii) que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor al previsto; y iii) que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto de la trayectoria esperada.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaeciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa en un contexto externo en el que persisten riesgos, así como a la evolución de las condiciones de holgura y presiones de costos en la economía.

El entorno actual sigue presentando importantes riesgos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, es particularmente importante que, además de seguir una política

monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, es necesario reforzar las perspectivas crediticias soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019 y los objetivos del Paquete Económico 2020. Asimismo, es indispensable fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad.

Cabe destacar que el 25 de noviembre se anunció la aprobación, por parte del Directorio Ejecutivo del

Fondo Monetario Internacional (FMI), de la solicitud de la Comisión de Cambios de renovar la Línea de Crédito Flexible por dos años más. En línea con la estrategia gradual y ordenada de salida, anunciada desde 2017, las autoridades solicitaron una disminución en el monto de acceso ubicándolo en alrededor de 61 mil millones de dólares. Esto cobra relevancia ya que el FMI resaltó que el país ha continuado implementando políticas económicas y marcos de política sólidos, además de que cuenta con fuertes fundamentos económicos que le han permitido transitar exitosamente por un entorno externo complejo.

2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Tercer Trimestre de 2019

2.1. Condiciones Externas

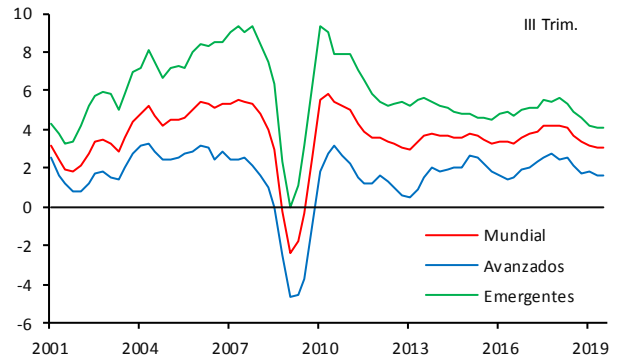
La información disponible sugiere que durante el tercer trimestre de 2019 continuó la desaceleración de la economía mundial, reflejando los efectos de las prolongadas tensiones comerciales, los elevados riesgos geopolíticos y algunos factores idiosincrásicos en varias de estas economías (Gráfica 205). Asimismo, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2019 y 2020 han seguido revisándose a la baja y mantienen un balance de riesgos negativo, a pesar de la posibilidad de un acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China para reducir las tensiones entre ambas economías y de los avances en la negociación de un acuerdo de salida entre el Reino Unido y la Unión Europea. Por su parte, las inflaciones general y subyacente en las principales economías se mantuvieron en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En respuesta a este entorno, algunas de estas instituciones han implementado acciones de relajamiento monetario, mientras que algunos gobiernos también han adoptado mayores estímulos fiscales.

En este contexto de elevada incertidumbre, los mercados financieros internacionales siguieron registrando recurrentes episodios de volatilidad y no puede descartarse un posible escenario de apretamiento en las condiciones financieras, especialmente para las economías emergentes. Este escenario pudiera presentarse ante un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales, una desaceleración mayor a la anticipada en algunas de las principales economías o la intensificación de otros riesgos geopolíticos y políticos.

La desaceleración de la economía mundial ha sido resultado de la significativa caída en la actividad manufacturera y del comercio mundial. Lo anterior es reflejo de los mayores aranceles y la prolongada incertidumbre derivada de las tensiones comerciales, lo que ha afectado negativamente la confianza de los negocios y la inversión (Gráfica 206). En contraste, el sector de servicios ha continuado mostrando dinamismo. En este contexto, los indicadores de empleo, de confianza de los hogares y del gasto de los consumidores continúan mostrando solidez. No

obstante, la persistente debilidad de la actividad manufacturera podría inducir hacia adelante un debilitamiento de los servicios, lo que pudiera resultar en un mayor deterioro de la actividad económica mundial.

Gráfica 205
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.

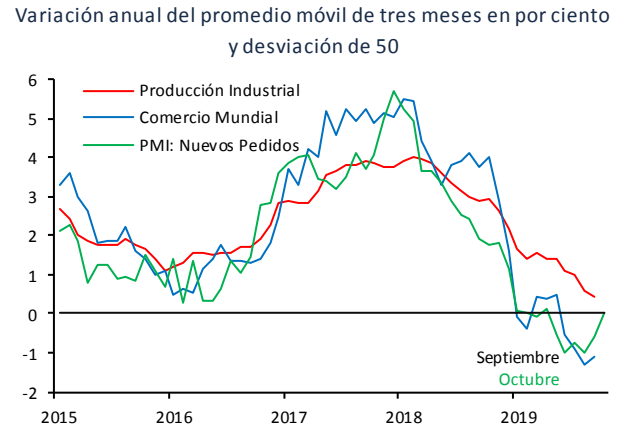


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Se utilizan estimaciones para el cálculo del tercer trimestre. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 206
Indicadores de Actividad Global
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50



Fuente: CPB Netherlands y Markit.

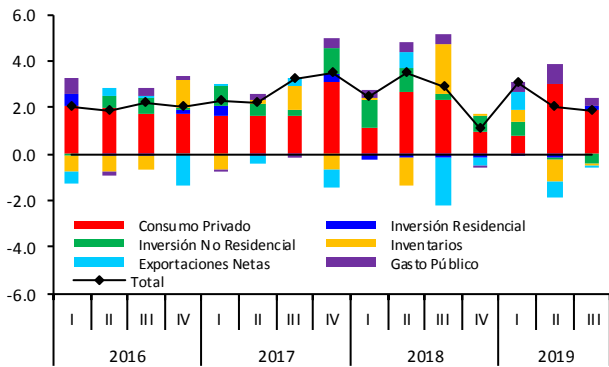
2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento del PIB se desaceleró ligeramente, al pasar de una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 2.0% en el segundo trimestre a una de 1.9% durante el tercero (Gráfica 207). El menor crecimiento de la actividad económica está asociado

al mayor debilitamiento de la inversión fija no residencial y de las exportaciones netas. En contraste, el consumo privado siguió siendo apoyado por el aún sólido crecimiento del empleo, el aumento del ingreso personal disponible y la elevada confianza de los hogares, mientras que la inversión residencial registró una incipiente recuperación, luego de una prolongada atonía, impulsada por las menores tasas de interés hipotecarias.

Gráfica 207
EUA: PIB Real y Componentes

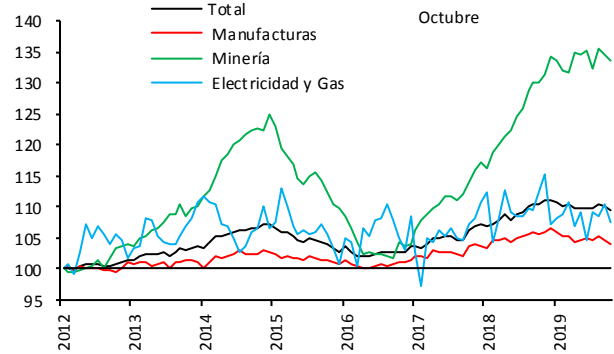
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a.e.



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

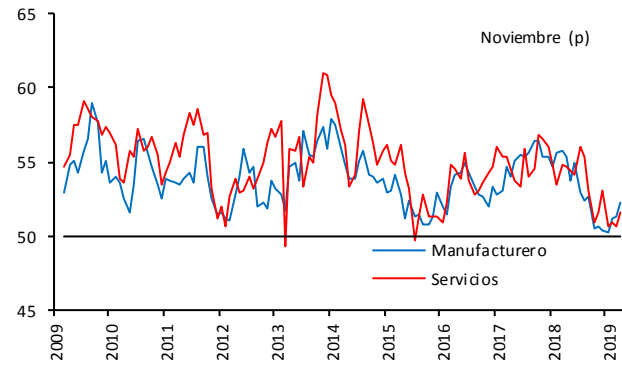
Por su parte, si bien la producción industrial creció 1.4% a tasa anualizada durante el tercer trimestre, esto se observó luego de registrar dos trimestres consecutivos de fuertes contracciones (Gráfica 208). La atonía de este sector refleja el menor crecimiento de la economía mundial, la debilidad del gasto en inversión y, recientemente, la caída en la producción automotriz derivada de huelgas en este sector. Por su parte, la generación de electricidad y gas repuntó debido a que las condiciones climáticas inusualmente cálidas para esa época del año elevaron la demanda de electricidad para aire acondicionado. En octubre, la producción industrial se contrajo nuevamente debido principalmente a la disminución de la producción manufacturera asociada en parte, a su vez, a la continua disminución en la producción de vehículos. En cuanto a indicadores prospectivos, el Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero (PMI, por sus siglas en inglés) mostró una ligera recuperación en los últimos meses (Gráfica 209).

Gráfica 208
EUA: Producción Industrial
Índice enero 2012=100, a.e.



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

Gráfica 209
EUA: Índice de Gerentes de Compras
Índice de difusión, a. e.



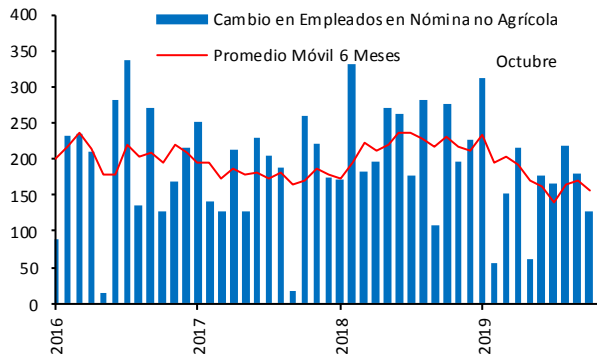
(p) Cifra preliminar.
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

En este entorno, el crecimiento del empleo en Estados Unidos se ha venido moderando gradualmente. La generación de empleo en el sector no agrícola se desaceleró de 223 mil nuevas plazas en promedio mensuales durante 2018 a 167 mil en lo que va de 2019, si bien este ritmo todavía es superior al nivel necesario para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 210). Así, la tasa de desempleo disminuyó de 3.7% en junio a 3.6% en octubre, a pesar del alza en la tasa de participación laboral durante ese periodo. Las condiciones de fortaleza del mercado laboral en ese país se han seguido reflejando en un aumento moderado en los salarios (Gráfica 211).

Gráfica 210

EUA: Nómina No Agrícola

Cambio mensual y promedio móvil de seis meses del cambio mensual, en miles de empleos, a. e.

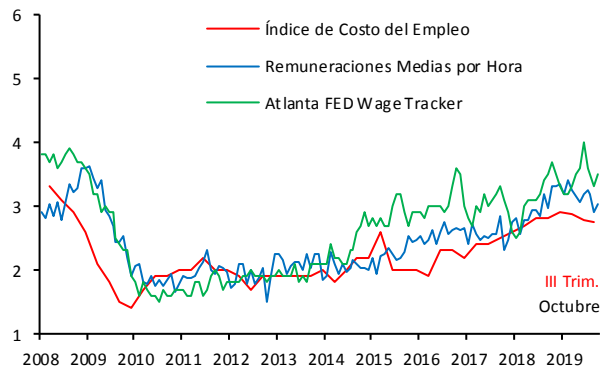


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

Gráfica 211

EUA: Indicadores Salariales

Variación en por ciento anual, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal de Atlanta y BLS.

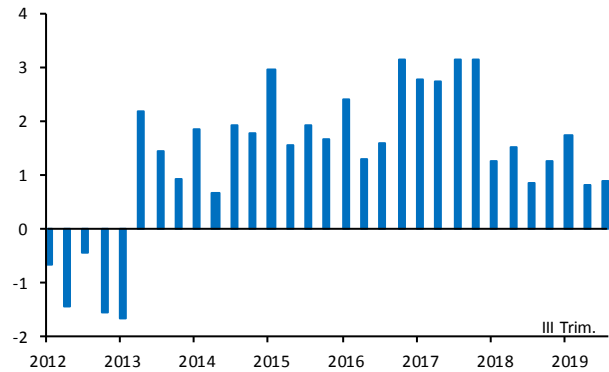
En la zona del euro, el PIB registró una tasa de crecimiento de 0.9% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el tercer trimestre del año, cifra similar a la observada durante el segundo. Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento de la economía siguió siendo apoyado por el consumo privado y la inversión residencial, mientras que las exportaciones netas continuaron contribuyendo negativamente a la expansión de la economía (Gráfica 212). En efecto, el crecimiento del consumo privado ha seguido mostrando una relativa fortaleza derivada del buen desempeño del mercado laboral y de la aún elevada confianza de los consumidores. Por otra parte, la debilidad de la demanda externa continúa afectando a la actividad manufacturera y a la inversión de los negocios en esa región. A esta debilidad ha contribuido en mayor medida Alemania, cuya economía mostró un

crecimiento muy bajo. Por su parte, la tasa de desempleo se mantuvo en niveles bajos, fluctuando alrededor de 7.5% durante el periodo que cubre este Informe. El índice de Gerentes de Compras del sector Manufacturero de la región se mantuvo en zona de contracción (Gráfica 213).

Gráfica 212

Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real

Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.

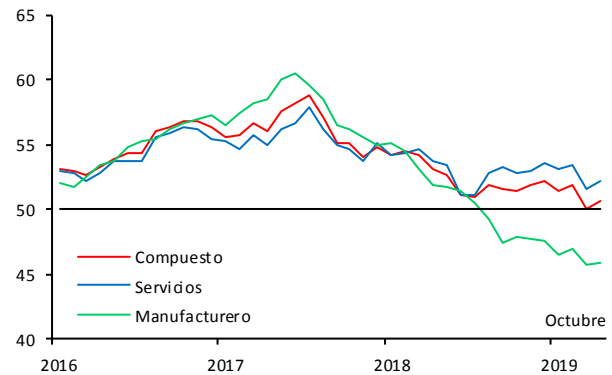


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

Gráfica 213

Zona del Euro: Índice de Gerentes de Compras

Índice de difusión, a. e.



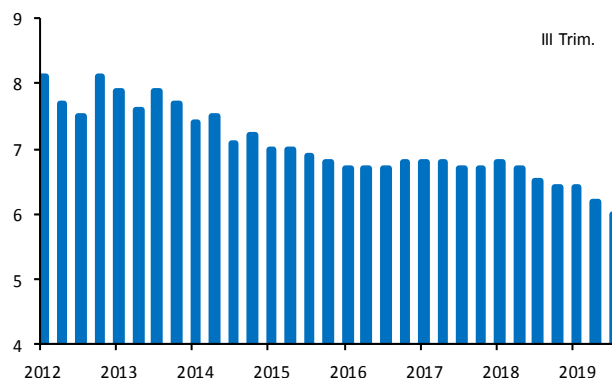
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

En el Reino Unido, el PIB creció a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 1.2% durante el tercer trimestre, después de contraerse 0.9% en el segundo. Si bien el consumo privado siguió expandiéndose a un ritmo moderado, debido al relativamente sólido crecimiento de los salarios, la incertidumbre sobre el proceso de salida de ese país de la Unión Europea continuó reflejándose en un estancamiento de la inversión de negocios. Por su parte, las exportaciones netas observaron un repunte después de haberse contraído en el trimestre previo.

En Japón, el crecimiento del PIB se desaceleró significativamente durante el tercer trimestre, al registrar una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.2%, luego de expandirse 1.8% durante el segundo, ante el fuerte deterioro de la demanda externa. Por su parte, el consumo mantuvo un ritmo de crecimiento moderado, en un contexto en el que entró en vigor el incremento al impuesto al valor agregado (IVA) a principios de octubre. Adicionalmente, los indicadores sobre confianza del consumidor y de los negocios disminuyeron lo que, junto al aumento en los impuestos al consumo, pudiera acentuar la debilidad de esa economía hacia adelante. El mercado laboral siguió mostrando una relativa fortaleza con una tasa de desempleo de 2.4% en septiembre, si bien el ritmo de creación de empleos se ha venido moderando.

El crecimiento de la actividad económica en la mayoría de las economías emergentes continuó siendo moderado durante el tercer trimestre del año. La economía china siguió desacelerándose, al pasar de un crecimiento anual de 6.2% en el segundo trimestre a 6.0% en el tercero, registrando así el crecimiento más bajo desde 1990 (Gráfica 214). Dicha moderación reflejó, parcialmente, los efectos de las tensiones comerciales con Estados Unidos. Asimismo, la mayoría de las economías de Asia emergente continuaron viéndose afectadas ante la menor demanda global, el menor crecimiento de China y la desaceleración del sector electrónico, lo que motivó a sus autoridades a implementar diversas políticas para estimular sus economías. En América Latina, la mayoría de las economías han registrado crecimientos menores a los anticipados. Finalmente, si bien las economías de Europa emergente han seguido creciendo a un ritmo relativamente elevado debido a la fortaleza de su demanda interna, pudieran enfrentar un deterioro ante el menor crecimiento de la zona del euro.

Gráfica 214
China: Producto Interno Bruto real
Variación anual en por ciento



Fuente: NBS.

Cabe destacar que durante el periodo que cubre este Informe, se atenuaron parcialmente algunos de los riesgos geopolíticos que ha enfrentado la economía global.

En particular:

- i. Luego de que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China registraran un fuerte escalamiento en agosto ante los anuncios de ambos países de nuevos aranceles, la designación de China por parte de Estados Unidos como país manipulador de divisas y la suspensión de compras de productos agrícolas estadounidenses por parte del país asiático, estas se han venido atenuando gradualmente.⁴¹ En septiembre, las autoridades estadounidenses anunciaron que retrasarían hasta diciembre la entrada en vigor del arancel de 10% sobre la mitad de las importaciones adicionales por 300 mil millones de dólares provenientes de China, a lo que ese país respondió con la cancelación de los aranceles a las importaciones de cerdo y soya. A mediados de octubre, se anunció la posibilidad de que se llegue a un acuerdo preliminar entre Estados Unidos y China para reducir las tensiones comerciales. Este acuerdo, denominado como Fase 1, incluiría la reactivación de las compras de granos por parte de China, el aplazamiento indefinido por parte de Estados Unidos del incremento a los aranceles que estaba estipulado

⁴¹ PARA UN RECUENTO DE ESTAS TENSIONES VÉASE EL INFORME TRIMESTRAL, ABRIL – JUNIO 2019, DISPONIBLE EN:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/%7B1CA9105C-D7BE-C2C3-4D0C-D2BCA5DB0EB8%7D.pdf>

para entrar en vigor el 15 de octubre, la posible eliminación de los aranceles impuestos a China en septiembre, y la implementación de medidas para proteger la propiedad intelectual y acelerar la estabilización de su mercado cambiario por parte del país asiático. A pesar de lo anterior, el acuerdo comercial señalado aún no se ha materializado y a mediados de noviembre el Presidente de Estados Unidos mencionó que los aranceles podrían incrementarse en caso de que dichas negociaciones no lleguen a buen término. Adicionalmente, el escalamiento en las tensiones sociales en Hong Kong se ha convertido en un factor que ha complicado las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos.

- ii. Se registraron acontecimientos importantes en cuanto a las negociaciones del proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, destacando el acuerdo alcanzado a mediados de octubre con la Comisión Europea sobre las condiciones de salida. La principal diferencia entre dicho acuerdo y el firmado previamente se refiere a las condiciones en las que operarían las relaciones comerciales entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda en caso de que al final del periodo de transición el Reino Unido y la Unión Europea no logran un acuerdo comercial.⁴² El nuevo acuerdo establece que, aunque el comercio entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda estaría sujeto a aranceles, los controles y verificaciones se darían entre la isla de Gran Bretaña e Irlanda del Norte. Lo anterior evitaría el establecimiento de revisiones en la frontera irlandesa, cumpliendo con lo estipulado en los tratados de paz firmados en 1998. Cabe destacar que el Parlamento Británico aprobó en principio el acuerdo de salida negociado con la Unión Europea, pero rechazó el cronograma planteado bajo el argumento de que es necesario analizar diversos aspectos del proyecto presentado. Finalmente, la Comisión Europea aceptó una extensión para llegar a un acuerdo de salida por parte de Reino Unido hasta el 31 de enero de 2020 y el parlamento británico aprobó la realización de elecciones el 12 de diciembre. Si bien estos últimos acontecimientos han reducido

significativamente la posibilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea, todavía se anticipa un periodo de incertidumbre sobre el futuro de las relaciones económicas de estas regiones hasta conocer el resultado de las elecciones de mediados de diciembre.

No obstante lo anterior, en este periodo hubo eventos políticos y sociales en países de América Latina, como Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú, que provocaron volatilidad financiera e incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de la región.

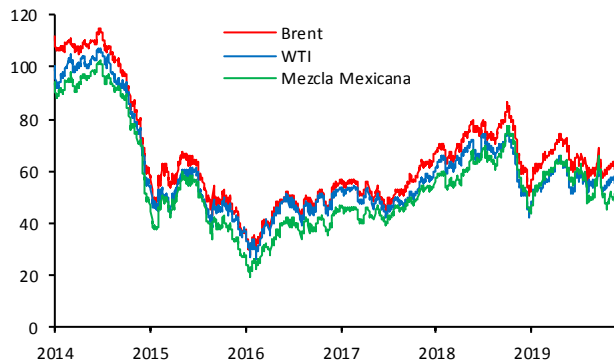
2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron en general una tendencia a la baja durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del crudo disminuyeron durante la mayor parte del tercer trimestre ante el agravamiento de las disputas entre Estados Unidos y China, el aumento de los inventarios de crudo estadounidenses y la desaceleración de la economía mundial (Gráfica 215). Si bien dichos precios subieron significativamente a mediados de septiembre, ante los ataques perpetrados a las principales instalaciones petroleras de Arabia Saudita, estos retrocedieron en los días posteriores al darse a conocer que la producción de petróleo se restablecería rápidamente. Por su parte, los precios de los granos mostraron una caída al inicio del tercer trimestre, debido al incremento en el volumen cosechado a nivel mundial. No obstante, estos se recuperaron parcialmente en las últimas semanas ante los retrasos en las cosechas estadounidenses, el ligero deterioro en las condiciones climáticas en Europa y Estados Unidos y la reanudación de compras de granos por parte de China. Por último, los precios de los metales industriales registraron cierta volatilidad y disminuyeron como resultado del escalamiento de las tensiones comerciales y por la profundización de la desaceleración de la producción industrial a nivel mundial, aunque con ciertos momentos de recuperación ante las perspectivas más favorables para las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos (Gráfica 216).

⁴² El acuerdo previo adoptaba una salvaguarda para garantizar el tránsito de bienes y personas entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda.

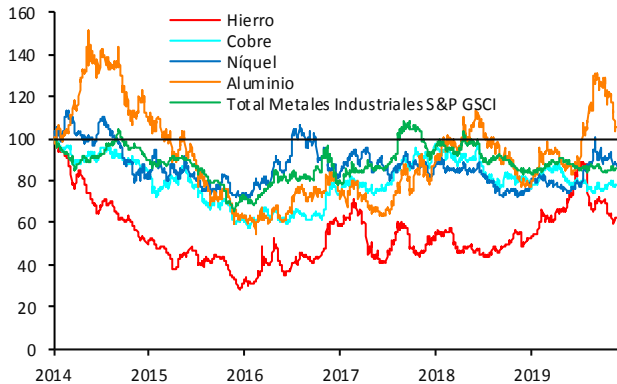
Dicha salvaguarda señalaba que en el escenario mencionado se establecería una unión aduanera con la Unión Europea.

Gráfica 215
Petróleo Crudo
En dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 216
Precios de Metales Industriales Seleccionados ^{1/}
Índice 04/Ene/2014=10

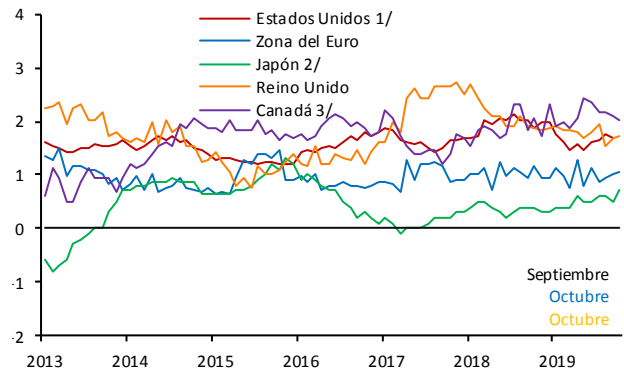


^{1/} El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.
Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

Las inflaciones general y subyacente se mantuvieron en niveles reducidos en la mayoría de las economías avanzadas en el periodo que cubre este Informe, debido a la mayor debilidad en el crecimiento y a los menores precios de la energía, manteniéndose así por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales (Gráfica 217). Mientras tanto, las expectativas de inflación provenientes de encuestas y de instrumentos de mercado en las principales economías avanzadas se mantuvieron en niveles reducidos (Gráfica 218).

Gráfica 217
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



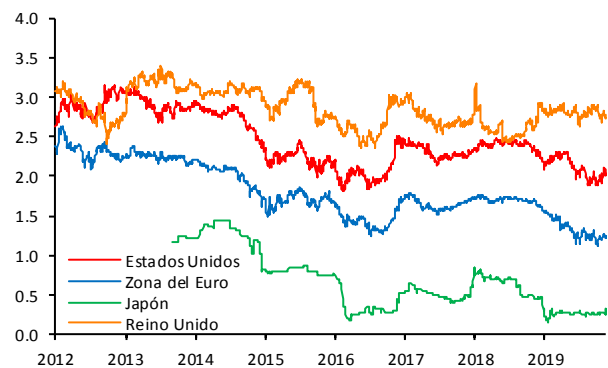
^{1/} Se empleó el deflactor del gasto en consumo.

^{2/} Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

^{3/} Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014.

Fuente: BEA, Eurostat, Oficina del Gabinete de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

Gráfica 218
Economías Avanzadas: Expectativas de Inflación Derivadas de Instrumentos Financieros ^{1/}
En por ciento

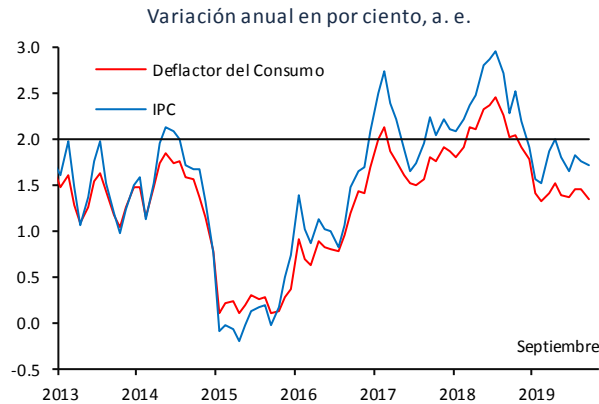


^{1/} Inflación que se espera dentro de 5 años para los próximos 5 años. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en el que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado.
Fuente: J.P. Morgan.

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, disminuyó de una tasa anual de 1.4% en junio a 1.3% en septiembre, nivel por debajo del objetivo simétrico de 2% de la Reserva Federal (Gráfica 219), ello debido al desvanecimiento de algunos factores transitorios. Por su parte, la inflación subyacente mostró una ligera aceleración, al pasar de 1.6% en junio a 1.7% en septiembre, al aumentar los precios de componentes volátiles, como el de autos usados, y de algunos servicios. Mientras tanto, las expectativas de inflación provenientes tanto de encuestas como de

instrumentos financieros se mantuvieron por debajo de la meta de la Reserva Federal.

Gráfica 219
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor



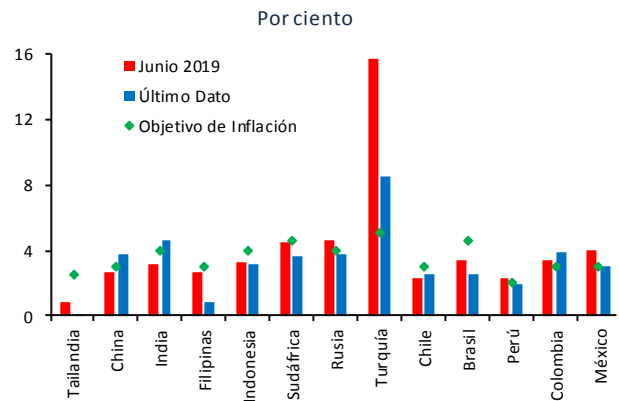
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: BEA y BLS.

Por su parte, la inflación en la zona del euro y Japón se ha mantenido muy por debajo de sus metas. Además, las expectativas de inflación han continuado disminuyendo en ambas economías. En la zona del euro, la inflación general ha venido disminuyendo como resultado de los menores precios de la energía, al pasar de 1.3% a 0.7% a tasa anual de junio a octubre. Por su parte, la inflación subyacente, si bien siguió registrando una elevada volatilidad derivada del componente de servicios, ha seguido fluctuando alrededor del 1%. En Japón, la inflación general disminuyó de 0.6% en junio a 0.4% en octubre, mientras que la subyacente aumentó de 0.5% a 0.7% durante dicho periodo ante el gradual incremento de los precios de bienes no duraderos.

En la mayoría de las economías emergentes, la inflación general registró una disminución, ubicándose dentro del rango objetivo establecido por las respectivas autoridades monetarias (Gráfica 220). En la región asiática, los efectos transitorios que provocaron un repunte en la inflación durante la primera parte del año, particularmente en la de alimentos, continuaron afectando la inflación general, si bien la inflación subyacente de estos

países se ha desacelerado. En el resto de las economías, la inflación tanto general como subyacente continúa presentando una tendencia decreciente.

Gráfica 220
Economías Emergentes: Inflación General Anual



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo.
 Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este contexto de menor crecimiento económico, ausencia de presiones inflacionarias y mayores riesgos para la economía mundial, algunos de los principales bancos centrales, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, implementaron acciones de relajamiento monetario. Adicionalmente, se mantiene la expectativa de que algunas de estas instituciones sigan recortando sus tasas de referencia e implementen otras medidas de política monetaria no convencionales. En este entorno, el Recuadro 1 estima las implicaciones cuantitativas para la actividad económica global de las tensiones comerciales, así como el posible efecto mitigante que podría tener una disminución en la tasa de fondos federales de Estados Unidos sobre el crecimiento de las economías emergentes y del resto de las avanzadas.

Recuadro 1. Algunas Consideraciones sobre los Posibles Efectos de las Tensiones Comerciales y la Política Monetaria de Estados Unidos sobre la Economía Mundial

1. Motivación

El objetivo de este recuadro es analizar dos de los principales factores que han incidido sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Por una parte, se han registrado choques negativos en el comercio internacional, la inversión y el crecimiento derivados del escalamiento de las tensiones comerciales, lo que ha contribuido a una disminución en las expectativas de crecimiento. Por otra parte, ante una desaceleración en el crecimiento de Estados Unidos, los riesgos de una menor demanda externa y la ausencia de presiones sobre la inflación, la Reserva Federal (FED) de ese país ha reducido en tres ocasiones consecutivas su tasa de interés de referencia. Esto último pudiera mitigar parcialmente los efectos negativos sobre el crecimiento, tanto de las economías emergentes, como del resto de las avanzadas, derivados de las tensiones comerciales.

Es importante señalar que los resultados presentados en este recuadro no consideran los factores indirectos que podrían conducir a mayores pérdidas en la actividad económica y productividad, tales como los efectos sobre las decisiones de inversión que las empresas pudieran tomar con motivo de la mayor incertidumbre en materia de política económica y comercial. El Recuadro 1 del Informe Trimestral del segundo trimestre de 2019, ilustra el impacto de un escenario de alta incertidumbre en la inversión fija de los negocios, indicando que a niveles elevados de incertidumbre existen canales no lineales que amplifican su efecto sobre la inversión, la actividad económica y el empleo. Estos efectos exacerban las consecuencias negativas directas que se estiman en este recuadro a partir de las distorsiones inducidas por las disputas comerciales.

2. Estimación de los Efectos del Escalamiento de las Tensiones Comerciales

Uno de los principales riesgos y factores de incertidumbre que enfrenta la economía mundial ha sido el escalamiento de medidas proteccionistas. Si bien recientemente ha habido avances en cuanto a las negociaciones comerciales, persiste la incertidumbre en torno a la magnitud de las distorsiones que dichas medidas tendrán sobre los patrones de comercio global y el funcionamiento de los procesos productivos en el futuro.

Entre los objetivos de este recuadro es estimar los efectos potenciales directos que la reciente ola de medidas arancelarias impuestas (o anunciadas), principalmente por Estados Unidos y China, pudieran tener en diferentes países. Para ello, es necesario un análisis que, más allá de una cuantificación de los montos de las importaciones afectadas, considere la interacción de varios mecanismos de transmisión

de estas medidas en un contexto de vínculos productivos complejos, como la posibilidad de sustitución de insumos o bienes de consumo final de un país a otro. Para ello se utiliza el modelo de equilibrio general desarrollado por Costinot y Rodríguez-Clare (2014), el cual permite hacer ejercicios de estática comparativa de escenarios de incremento de costos de comercio derivados de la imposición de aranceles por parte de diferentes países. Dicho modelo tiene como bloque fundamental las llamadas ecuaciones de gravedad¹ para explicar los flujos comerciales entre países, y engloba una amplia gama de estructuras de competencia e interrelaciones entre los diferentes sectores productivos utilizando las relaciones productivas y comerciales capturadas en la Matriz de Insumo-Producto Global (WIOD, por sus siglas en inglés).² Esta sección del recuadro actualiza, con base en las medidas comerciales adoptadas recientemente, el ejercicio publicado previamente en el Recuadro 2 del Informe Trimestral del cuarto trimestre de 2018, donde se puede encontrar una breve descripción del modelo.

El modelo permite inferir los cambios en el ingreso real asociados con mayores costos de comercio, modelados como un aumento de aranceles, usando dos variables: (i) la elasticidad de las importaciones bilaterales con respecto a los costos de comercio (elasticidad comercial), y (ii) cambios en la participación del gasto en bienes locales, los cuales a su vez se obtienen de variables observables como las proporciones iniciales del gasto de los diferentes países/sectores, así como los niveles iniciales de ingreso. Para el primer conjunto de variables (las elasticidades comerciales) se utilizan las estimaciones sectoriales de Caliendo y Parro (2015) y para el segundo se utiliza la información contenida en la WIOD.

Con base en los flujos comerciales afectados o amenazados por los cambios en aranceles descritos en el Cuadro 1, se calcula una tasa arancelaria adicional equivalente (TAAE) para cada uno de los flujos bilaterales de los 31 sectores contenidos en la WIOD. La TAAE se obtiene de multiplicar la tasa arancelaria promedio de los productos gravados en cada sector por la proporción de importaciones bilaterales afectadas dentro del sector. Estas tasas sirven como insumo del modelo para obtener estimaciones sobre el efecto en el ingreso real y en los precios.

Los resultados presentados en este primer ejercicio son indicativos de la afectación potencial a los consumidores, así como de la pérdida de eficiencia en los procesos productivos asociada a la regresión tecnológica generada por estas medidas.

¹ Los modelos de gravedad del comercio internacional afirman que el comercio entre dos países depende del tamaño de los países y los costos de comercio entre ellos. Las ecuaciones de gravedad han sido empíricamente útiles para explicar una gran proporción de la variación en los flujos comerciales bilaterales observados. El modelo de Armington, formulado como en Anderson (1979), proporcionó la

primera base teórica para la relación de gravedad. Posteriormente se han ampliado los fundamentos microeconómicos que dan pie a las ecuaciones de gravedad.

² Para una mayor descripción de la WIOD ver Timmer et al. (2015).

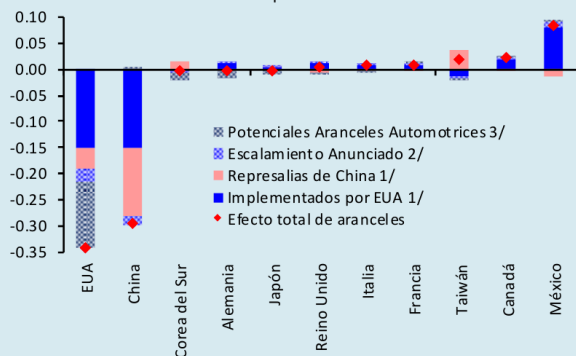
Cuadro 1
Principales Medidas Arancelarias Anunciadas y Aplicadas

De	Hacia	Descripción del evento
EUA	China	Arancel de 25% de las tres listas publicadas durante 2018 con un valor de 250 mil mdd. Arancel de 10% a conjunto de bienes con valor de 300 mil mdd con vigor a partir de septiembre de 2019. Potencial alza de 5pp sobre aranceles: de 10 a 15% para 300 mil mdd de importaciones provenientes de China y de 25 a 30% para los 250 mil mdd ya sujetos a arancel en agosto de 2019.
	Sector automotriz	Potencial arancel sobre las importaciones de autos anunciado en mayo del 2018.
China	EUA	Represalias a las listas publicadas por EUA durante el 2018 a distintas tasas arancelarias por un equivalente de 110 mil mdd de importaciones provenientes de EUA. Aranceles sobre productos equivalentes a 75mmd con vigencia a partir del 1ero. de septiembre y el 15 de diciembre del 2019.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Oficina del Representante de Comercio de los Estados Unidos (USTR, por sus siglas en inglés), del Ministerio de Comercio de la República Popular de China y de Capital Economics.

El análisis muestra que las restricciones arancelarias implementadas entre Estados Unidos y China concentran sus efectos negativos en estos países, con efectos modestos en otras economías. En particular, resaltan los efectos positivos en socios comerciales importantes de ambas economías como son México, Canadá y Taiwán como resultado, principalmente, de la desviación del comercio. Si bien, en general, los efectos en el ingreso real de las medidas arancelarias impuestas hasta ahora son acotados, la implementación de todos los aranceles anunciados tendría un efecto significativamente mayor en ambas economías (Gráfica 1).

Gráfica 1
Efecto en el Ingreso Real
En por ciento



1/ Considera todos los aranceles implementados por EUA a importaciones provenientes de China (250 mmdd en 2018 y 300 mmdd en 2019), así como las represalias implementadas por China.

2/ Considera el alza potencial en 5pp para cada conjunto de aranceles implementados por EUA.

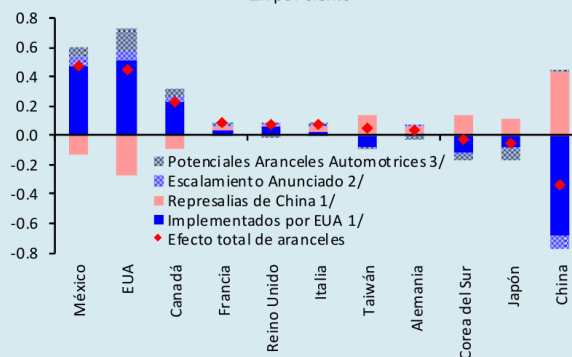
3/ Excluye a México y Canadá.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de World Input-Output Database 2016, con base en Costinot, A., & Rodríguez-Clare, A. (2014) "Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization". Handbook of International Economics, Volume 4, 197-261.

Nuevamente, es importante enfatizar que los aumentos en el ingreso real de algunos países, como México, pueden ser contrarrestados por el aumento en la incertidumbre comercial, la cual ha afectado los flujos de inversión, y por los efectos negativos que un menor crecimiento de Estados Unidos y China tendrían sobre el resto del mundo. En este sentido, el recuadro 1 del Informe Trimestral abril-junio 2019 muestra que un nivel elevado de incertidumbre activa un canal no lineal que amplifica sus efectos sobre la inversión fija, la actividad

económica y el empleo de Estados Unidos. Los resultados sugieren que esto podría conducir a un deterioro adicional y muy persistente en dichas variables y, por ende, en el crecimiento global. Resultados similares se observan si se aplica la misma metodología a México, en el sentido de que un aumento en la incertidumbre de política económica conduce, por sus efectos no lineales, a una caída en la inversión y la actividad económica de magnitud considerable. Por otra parte, es fundamental señalar que las aparentes ganancias en la actividad económica de algunos países vienen acompañadas por presiones inflacionarias (Gráfica 2). Los resultados sugieren que los aranceles pudieran representar una fuente significativa de presiones al alza en los precios en Estados Unidos, así como en México y Canadá. Dichas presiones no sólo se derivan de la mayor protección efectiva, sino también del entorpecimiento de los encadenamientos productivos presentes dentro del bloque de América del Norte.

Gráfica 2
Efecto de Largo Plazo en Precios al Consumidor
En por ciento



1/ Considera todos los aranceles implementados por EUA a importaciones provenientes de China (250 mmdd en 2018 y 300 mmdd en 2019), así como las represalias implementadas por China.

2/ Considera el alza potencial en 5pp para cada conjunto de aranceles implementados por EUA.

3/ Excluye a México y Canadá.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de World Input-Output Database 2016, con base en Costinot, A., & Rodríguez-Clare, A. (2014) "Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization". Handbook of International Economics, Volume 4, 197-261.

3. Estimación de los Efectos de la Política Monetaria de Estados Unidos sobre el Crecimiento Mundial

El objetivo de esta segunda sección es estudiar el impacto de una disminución en la tasa de fondos federales de Estados Unidos sobre el crecimiento de las economías emergentes (resaltando el caso de México) y del resto de las avanzadas. Ello, en vista de que, como respuesta al reciente entorno de mayor incertidumbre, la FED redujo su tasa de referencia en tres ocasiones durante 2019. Para esto, se estiman funciones de impulso respuesta empleando el método de proyección local, siguiendo de cerca a Iacoviello y Navarro (2019), documento en el que la respuesta sobre el PIB puede variar según tres indicadores: 1) el régimen de tipo de cambio, 2) apertura comercial y 3) nivel de vulnerabilidad financiera de cada economía.

La inclusión de estos tres indicadores se sustenta en Ammer et al. (2016), documento en el que se identifican hasta tres canales distintos por los cuales las decisiones de política monetaria en un país afectan a otras economías. El primero es el canal de tipo de cambio en el que una política monetaria más acomodaticia en Estados Unidos reduce la tasa de interés de dicho país en relación con las tasas de otros países, lo cual deprecia el dólar. Ello, a su vez, mejora la balanza comercial estadounidense y, por lo tanto, su PIB, al tiempo que reduce los balances comerciales y el PIB de sus socios comerciales.³ Los otros dos canales operan en el sentido opuesto al canal del tipo de cambio. El segundo es el canal de comercio internacional, también conocido como el de demanda interna. Cuando se relaja la política monetaria en Estados Unidos, el gasto en consumo e inversión en dicho país se incrementa, lo que aumenta las importaciones estadounidenses y, por lo tanto, las exportaciones de otras economías, especialmente de las más integradas a Estados Unidos. De esta forma, una política monetaria expansiva en Estados Unidos incrementa el PIB del resto de países. El último canal es denominado financiero, pues opera a través de los precios de activos financieros e instrumentos de deuda en otras economías. Una política monetaria estadounidense más expansiva disminuye los rendimientos de largo plazo de dicho país. Ello genera flujos de capital hacia otras economías, lo cual implica menores rendimientos y precios de activos más altos en dichos países. Lo anterior implica condiciones financieras más holgadas que, finalmente, impulsan el PIB del resto de países. Al respecto, Iacoviello y Navarro (2019) señalan que los efectos serían de mayor magnitud cuando los fundamentos del resto de las economías son débiles. Así, cuando un país tiene un nivel elevado de deuda externa o un déficit en cuenta corriente excesivo, la respuesta en el PIB frente a una disminución de la tasa de interés en Estados Unidos podría ser más elevada.

Al existir tres canales de transmisión, la respuesta final sobre el PIB del resto de países dependerá de la relevancia de cada uno de estos canales en cada economía. Ello abre la posibilidad de que se presente heterogeneidad entre países. Sobre este punto, Iacoviello y Navarro (2019) reportan una dispersión importante entre países y para un mismo país en distintos puntos del tiempo en la respuesta del PIB frente a movimientos en la tasa de interés de la FED. Di Giovanni y Shambaugh (2008) encuentran que, para las principales economías avanzadas, los efectos de un incremento en las tasas de interés extranjeras son mayores en los países con un régimen de tipo de cambio fijo. Por su parte, Canova (2005) reporta que el canal financiero juega un rol importante en la transmisión de choques originados en Estados Unidos, hacia las economías de América Latina. Más recientemente, Georgiadis (2016) encuentra diferencias importantes entre economías avanzadas y emergentes, atribuibles principalmente a distintos niveles de

integración comercial y financiera, régimen de tipo de cambio, entre otros.

3.1 Datos y Metodología

La muestra, de frecuencia trimestral, incluye 50 países (26 avanzados y 24 emergentes) para el periodo 1970-2018. El indicador de régimen de tipo de cambio se construye siguiendo la metodología de Ilzetzki et al. (2017), quienes elaboran un índice entre 0 y 1, en donde 0 denota un tipo de cambio flexible, y 1 un tipo de cambio fijo. El indicador de apertura comercial es el cociente de exportaciones más importaciones con Estados Unidos, sobre el PIB de cada país. El indicador de vulnerabilidad financiera es el promedio simple de 4 variables: inflación del índice general de precios al consumidor, déficit de cuenta corriente, deuda externa y el negativo de las reservas internacionales, en donde las tres últimas se expresan como porcentaje del PIB. Finalmente, para facilitar la comparación entre indicadores, se realizan transformaciones a los indicadores de apertura comercial y de vulnerabilidad financiera de modo que estos tomen valores en el intervalo unitario.⁴

Como primer paso, se estiman los choques de política monetaria en Estados Unidos u_t , como los residuos de la siguiente regresión:

$$r_t = \theta_0 + \theta_1 Z_t + u_t$$

donde r_t es la tasa de fondos federales y Z_t es un conjunto de controles que incluye: valores contemporáneos y rezagados de la inflación, logaritmo del PIB y spreads corporativos de Estados Unidos, logaritmo del PIB del resto del mundo, rezagos de r_t , así como una tendencia cuadrática. Posteriormente, con los residuos u_t , se calculan los efectos sobre el PIB del resto de economías utilizando el método de proyección local desarrollado por Jorda (2005). Esta metodología permite calcular la respuesta para cierto horizonte " $t + h$ " en lugar de extrapolar hacia horizontes de tiempo cada vez más distantes, como se hace en el caso de sistemas VAR.⁵ Específicamente, para cada horizonte $t + h$, se estima la siguiente ecuación, por separado para economías avanzadas (sin incluir Estados Unidos) y emergentes:

$$y_{i,t+h} = \alpha_{i,h} + \beta_h u_t + \sum_{v \in V} \beta_h^v (e_{i,t-1}^v u_t)^\perp + A_{h,i} Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t+h}$$

donde $h = 0, 1, 2, \dots, H$, $y_{i,t+h}$ es el PIB del país i en el trimestre $t + h$, $\alpha_{i,h}$ es el efecto fijo por país y $Z_{i,t}$ es un conjunto de controles por país (rezagos del PIB de cada economía y tendencia cuadrática). Por su parte, $e_{i,t-1}^v$ es un índice de exposición para cada uno de los tres índices $v \in V$, igual a 1 cuando el factor es igual a su percentil 95 y cero cuando es igual a su mediana. Para ello, sea $\ell_{i,t}^v$ el indicador $v \in V$ definido en el intervalo unitario. Luego:

³ Este efecto de sustitución entre bienes producidos domésticamente y en el extranjero es una característica clave del modelo Mundell-Fleming-Dornbusch.

⁴ Las variables son estandarizadas, y luego se les aplica una transformación logística. Ver Iacoviello y Navarro (2019) para mayores detalles.

⁵ Este método produce estimaciones más robustas a errores de especificación que aquellas provenientes de VAR. Ver Jorda (2005).

$$e_{i,t}^v = \frac{\ell_{i,t}^v - \ell_{50}^v}{\ell_{95}^v - \ell_{50}^v}$$

donde ℓ_p^v corresponde al percentil p de $\{\ell_{i,t}^v\}$. Finalmente, los términos $(e_{i,t-1}^v u_t)^\perp$ son ortogonales al resto de regresores. Dichos términos son *ortogonalizados* de manera secuencial con el siguiente ordenamiento: tipo de cambio, comercio y vulnerabilidad financiera.⁶

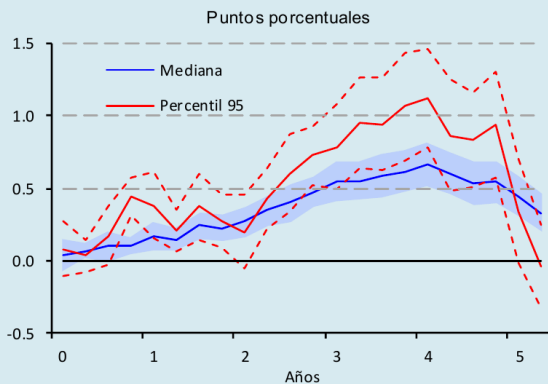
De esta forma, $\{\beta_h\}$ es la respuesta del PIB del resto de países frente a un choque de política monetaria en Estados Unidos (u_t) de 100 puntos base, cuando todos los factores se encuentran en sus valores medianos, mientras que $\{\beta_h + \beta_h^v\}$ es la misma respuesta cuando el factor $v \in V$ se encuentra en el percentil 95 de su distribución. Por otro lado, la respuesta sobre el PIB para un percentil arbitrario p puede hallarse con la expresión $\{\beta_h + \beta_h^v e_p^v\}$, donde e_p^v se define a partir del valor del índice correspondiente a dicho percentil.⁷

3.2 Resultados

3.2.1 Economías Avanzadas

Los resultados para economías avanzadas, en cuanto al indicador del nivel de comercio con Estados Unidos se refiere, se presentan en la Gráfica 3. Una disminución de la tasa de interés de fondos federales de 100 puntos base tiene, en promedio, un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento de las economías avanzadas, con un máximo de 0.66 por ciento tras cuatro años del choque (línea azul). Sin embargo, en caso de que una economía avanzada tenga un elevado nivel de comercio con Estados Unidos, el máximo se incrementa hasta en 1.1 por ciento.

Gráfica 3
Impulso Respuesta del PIB de Economías Avanzadas ante un Choque Negativo en la Tasa de Interés de EUA por Nivel de Comercio con EUA 1/



1/ Corresponde a la suma de exportaciones e importaciones con EUA sobre PIB.
Fuente: Elaborado por Banco de México con base en la metodología de Iacoviello et al. (2019), con una muestra de 50 países (26 avanzados y 24 emergentes) con datos trimestrales de 1970 a 2018.

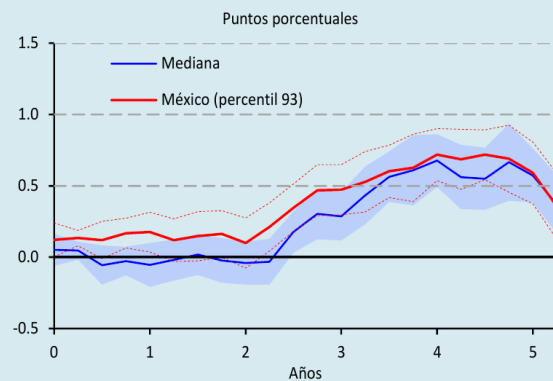
⁶ Dicho procedimiento se conoce como regresión por ortogonalización sucesiva. Distintos ordenamientos arrojan resultados similares.

⁷ Sea ℓ_p^v el percentil p de $\{\ell_{i,t}^v\}$. Entonces: $e_p^v = \frac{\ell_p^v - \ell_{50}^v}{\ell_{95}^v - \ell_{50}^v}$

3.2.2 Economías Emergentes

Los resultados para el caso de economías emergentes, por nivel de comercio con Estados Unidos se presentan en la Gráfica 4. De manera similar al caso de las economías avanzadas, la respuesta del PIB de las economías emergentes frente a una disminución de 100 puntos base en la tasa de fondos federales alcanza máximos de 0.7 por ciento entre 4 y 5 años (línea azul). Por su parte, tener un elevado comercio con Estados Unidos, como es el caso de México⁸, genera una respuesta mayor y estadísticamente significativa sobre el PIB en el corto plazo, con respecto a la respuesta mediana en las economías emergentes. Ello va en línea con lo discutido previamente sobre el canal de comercio internacional mediante el cual una disminución en la tasa de fondos federales en Estados Unidos incrementa las exportaciones de otras economías, y en mayor magnitud en el caso de las economías más integradas con Estados Unidos.

Gráfica 4
Impulso Respuesta del PIB de Economías Emergentes ante un Choque Negativo en la Tasa de Interés de EUA por Nivel de Comercio con EUA 1/



1/ Corresponde a la suma de exportaciones e importaciones con EUA sobre PIB.
Fuente: Elaborado por Banco de México con base en la metodología de Iacoviello et al. (2019), con una muestra de 50 países (26 avanzados y 24 emergentes) con datos trimestrales de 1970 a 2018.

4. Consideraciones Finales

En este recuadro se analizan los posibles impactos de dos factores relevantes para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Por una parte, el escalamiento de las tensiones comerciales representa un riesgo a la baja para el crecimiento. Así, se estima que el efecto negativo de las medidas arancelarias implementadas hasta ahora sería relativamente modesto, concentrándose principalmente en Estados Unidos y China. No obstante, la implementación de aranceles adicionales pudiera elevar el impacto sobre el crecimiento global. Adicionalmente, los aranceles representan una fuente de presiones al alza en los precios y de deterioro en la competitividad del bloque de América del Norte. Por otra

⁸ El indicador de comercio con Estados Unidos se ubicó en el percentil 93 durante el año 2018.

parte, si bien la disminución en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos es un factor que podría aminorar el efecto de lo anterior sobre las economías emergentes y el resto de las avanzadas, es importante reconocer que dichas medidas no pueden contrarrestar el efecto negativo sobre la productividad y, por ende, sobre el PIB potencial derivado de un entorno de mayor proteccionismo. Más aún, su potencial para suavizar el ciclo económico pudiera verse significativamente limitado debido a los efectos de la mayor incertidumbre en las decisiones de inversión.

5. Bibliografía

Ammer, P., De Pooter, M., Erceg, C.J., & Kamin, S.B., 2016. "International Spillovers of Monetary Policy," Tech. Rep. Board of Governors of the Federal Reserve System (US).

Anderson, J.E. (1979). A theoretical foundation for the gravity equation. *The American Economic Review*, 69 (1), 106-116.

Canova, F., 2005. "The transmission of US shocks to Latin America," *Journal of Applied Econometrics*, 20, pp. 229-251.

Caliendo, L., & Parro, F. (2015). Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA. *The Review of Economic Studies*, 82(1), 1-44

Costinot, A., & Rodríguez-Clare, A. (2014). Trade theory with numbers: Quantifying the consequences of globalization. In *Handbook of International Economics* (Vol. 4, pp. 197-261). Elsevier.

Di Giovanni, J., & Shambaugh, J., 2008. "The impact of foreign interest rates on the economy: The role of the exchange rate regime," *Journal of International Economics*, 74, pp. 341-361.

Giorgiadis, G., 2016. "Determinants of global spillovers from US monetary policy," *The Journal of International Money and Finance*, 67, pp. 41-250.

Iacoviello, M. & Navarro, G., 2019. "Foreign effects of higher U.S. interest rates," *The Journal of International Money and Finance*, 95, pp.232-250.

Ilzetzki, E., Reinhart, C.M., & Rogoff, K.S., 2017. "Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor will hold?" Tech. rep. National Bureau of Economic Research.

Jorda, O., 2005. "Estimation and inference of impulse responses by local projections," *American Economic Review*, 95 (1), pp. 161-182.

Timmer, M. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R., & De 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.

Es importante destacar las dificultades que enfrenta actualmente la política monetaria para suavizar el ciclo económico. En las principales economías avanzadas, el espacio para relajar las condiciones monetarias mediante ajustes a la baja en las tasas de política es limitado, dados los niveles extraordinariamente bajos en que ya se encuentran dichas tasas, las cuales en algunos casos incluso se ubican en terreno negativo, así como por la tendencia descendente que ha mostrado la tasa neutral de interés en estas economías. En este entorno, es posible que los bancos centrales en economías avanzadas opten, en mayor medida, por políticas no convencionales adicionales, las cuales pueden tener efectos colaterales sobre la estabilidad financiera a nivel global. En el caso de las economías emergentes, el escenario para sus bancos centrales se ha vuelto más complejo, pues si bien las menores presiones inflacionarias pudieran facilitar recortes adicionales a las tasas de interés de referencia, dichas disminuciones podrían estar limitadas por los cambios en el apetito por riesgo global y por los elevados niveles de incertidumbre que enfrentan

esas economías, lo que implica primas de riesgo elevadas con posibles salidas de capital.

En su reunión de octubre, la Reserva Federal redujo en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, ubicándolo entre 1.5 y 1.75%, después de implementar recortes de la misma magnitud en sus reuniones de julio y septiembre. El presidente de la Reserva Federal afirmó que continuarán dando seguimiento a los efectos de las decisiones de esta Institución y la información económica disponible para evaluar la trayectoria apropiada para el rango objetivo de la tasa de referencia, y aclaró que el rumbo de la política monetaria no está bajo una trayectoria predeterminada. Adicionalmente, el Presidente de esa Institución agregó que la actual postura monetaria es la apropiada considerando los riesgos que enfrenta la economía y que se requeriría de un cambio importante en las condiciones económicas para modificar dicha perspectiva, lo que fue interpretado como una posible pausa en el proceso de reducción de la tasa de interés de fondos federales. Dicha expectativa se fortaleció en las

minutas de la reunión de octubre. En este entorno, la trayectoria implícita en los futuros de la tasa de fondos federales refleja la expectativa de solo un recorte adicional durante 2020. Durante el tercer trimestre, esa Institución también dio por terminada la reducción programada de su tenencia de valores y anunció que expandiría su hoja de balance para incrementar su oferta de reservas y reducir las presiones al alza que se registraron en las tasas de reporto.

El Banco Central Europeo (BCE) anunció en septiembre cambios significativos en su política monetaria con el objetivo de alcanzar su objetivo de inflación, entre los que destacan: la reducción de su tasa de depósito, modificaciones a las tasas de interés aplicables a los préstamos de largo plazo (TLTRO III), la adopción de un sistema escalonado de tasas de interés para los requerimientos de reservas de los bancos, y la implementación de un nuevo programa de compra de activos por un monto mensual de 20 mil millones de euros, el cual comenzó a partir del primero de noviembre y se extenderá por el tiempo necesario, y terminará poco tiempo antes de que comiencen a incrementar las tasas de referencia. Asimismo, confirmó sus planes de seguir reinvertiendo los vencimientos de los activos de su balance por un largo periodo, y hasta después de iniciado el proceso de alza de sus tasas de referencia. En octubre, el BCE ratificó las medidas anunciadas en la reunión previa, reiterando la necesidad de mantener una postura monetaria altamente acomodaticia por un periodo prolongado para apoyar la convergencia de la inflación a su meta.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores sin cambios en el periodo que cubre este Informe, si bien en su última reunión dos miembros votaron a favor de recortar su tasa de interés. En su comunicado señaló que la percepción de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea ha disminuido como consecuencia del reciente acuerdo negociado entre ambas partes y de la extensión de la fecha límite para aprobar dicho acuerdo. No obstante, destacó que los riesgos para el crecimiento siguen sesgados a la baja debido a la incertidumbre que existe sobre la naturaleza de dicha transición. En este entorno, esa Institución condicionó su postura monetaria a la evolución del

proceso de salida del Reino Unido, al señalar que un apretamiento gradual y limitado sería necesario en caso de que su economía se recupere de acuerdo a sus proyecciones y sin que se materialicen los riesgos que esta enfrenta.

Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin cambio sus tasas de referencia durante el periodo que cubre este Informe, pero modificó su guía futura de tasas de interés en su reunión de octubre. En dicha reunión señaló que mantendría las tasas de interés de referencia en sus niveles actuales o más bajos, hasta que estuviera confiado en que la meta de inflación de 2% no estuviera en riesgo, contrastando con el lenguaje anterior que sugería que las tasas permanecerían en niveles bajos hasta la primavera de 2020. Dicha Institución también mencionó que no redujo sus tasas de referencia porque no considera que haya aumentado la probabilidad de que ocurra un retroceso en el avance hacia su meta de estabilidad de precios. No obstante, disminuyó sus pronósticos de crecimiento e inflación para los próximos tres años.

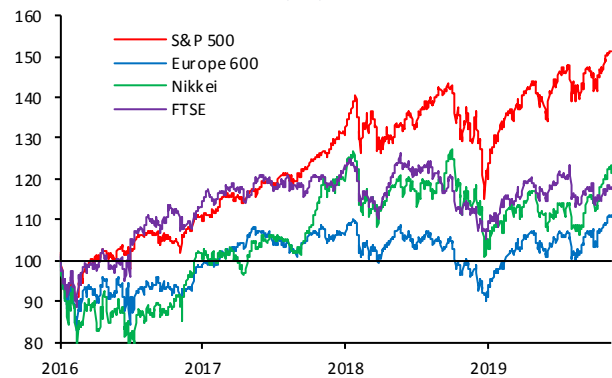
El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% durante el periodo que cubre este Informe, si bien en la reunión de octubre se discutió la posibilidad de un recorte para mitigar los riesgos a la baja que enfrenta el crecimiento en ese país. En su comunicado, esa Institución mencionó que prevé que la economía se desacelere durante el segundo semestre del año, anticipando un crecimiento menor al potencial, esto como reflejo de la incertidumbre asociada a los conflictos comerciales, los ajustes en el sector energético y el desvanecimiento de factores transitorios que provocaron un repunte en el segundo trimestre. Adicionalmente, ese Banco Central señaló que, en la determinación de su postura de política monetaria evaluará la posibilidad de que los efectos del debilitamiento de la economía mundial sobre la actividad económica en Canadá se extiendan más allá de la inversión y las manufacturas. En este contexto, indicó que seguirá de cerca los elementos que han apoyado el crecimiento, como el gasto en consumo privado, el sector inmobiliario y la política fiscal.

En las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales continuaron con un proceso de relajamiento de su postura de política monetaria en

un entorno de inflación baja y debilitamiento de la actividad económica externa e interna, especialmente en aquellas economías que han tenido una tasa de inflación por debajo de sus metas. En particular, Arabia Saudita, Brasil, Chile, Costa Rica, Filipinas, India, Indonesia, México, Paraguay, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Ucrania recortaron sus tasas de interés de referencia. Por su parte, el Banco Popular de China redujo su tasa de préstamos y relajó los requerimientos de reserva de todos los bancos a un nivel mínimo desde 2007, buscando inyectar liquidez en la economía y contrarrestar la desaceleración interna y los efectos negativos derivados de las tensiones comerciales con Estados Unidos.

Durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, los mercados financieros internacionales siguieron registrando episodios de volatilidad, derivados principalmente de los altibajos en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, las menores perspectivas de crecimiento mundial, la evolución de las negociaciones en el Reino Unido para la salida de la Unión Europea y de cambios en las expectativas sobre las posturas monetarias de los principales bancos centrales. Si bien los precios de los activos financieros se ubicaron, en general, en niveles similares a los observados al inicio del tercer trimestre, estos presentaron fluctuaciones significativas. Desde finales de junio y hasta principios de septiembre, el deterioro de indicadores económicos y el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China propiciaron un entorno de mayor aversión al riesgo, lo que se reflejó en una disminución en las tasas de interés en las principales economías avanzadas y en una caída en los precios de activos de mayor riesgo. En particular, se registró una disminución en los precios en los mercados accionarios y un aumento de los diferenciales de instrumentos de deuda con mayor perfil de riesgo (Gráfica 221). Adicionalmente, la curva de rendimientos en Estados Unidos se aplanó ante las disminuciones de las tasas de interés, principalmente de largo plazo (Gráfica 222).

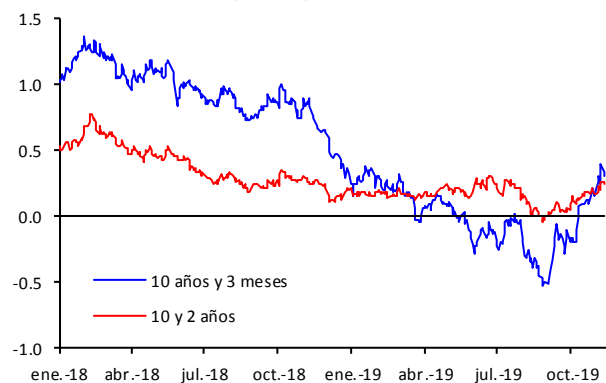
Gráfica 221
 Mercados Accionarios de Economías Avanzadas
 Seleccionadas
 Índice 01/01/2016=100



Fuente: Bloomberg.

No obstante, a partir de septiembre se atenuaron algunos de los riesgos mencionados, por lo que los precios de los activos de mayor riesgo se recuperaron, en tanto que las tasas de interés de largo plazo de economías avanzadas presentaron altibajos durante el periodo, con incrementos respecto de sus menores niveles registrados a principios de septiembre. Además, el aplanamiento de la curva de rendimientos se revirtió como resultado de la disminución en las tasas de corto plazo, asociada a los recortes en la tasa de referencia implementados por la Reserva Federal, y a incrementos en las de largo plazo derivados de una mejoría en las expectativas de crecimiento y al mayor apetito por riesgo ante los menores riesgos percibidos en el panorama externo. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimiento en algunos segmentos dejó de estar invertida al final del periodo que cubre este Informe.

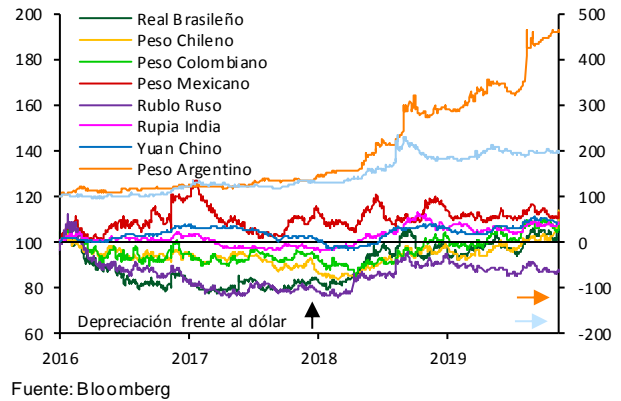
Gráfica 222
 EUA: Diferencia en el Rendimiento de los Bonos del Tesoro
 En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal de San Luis (FRED).

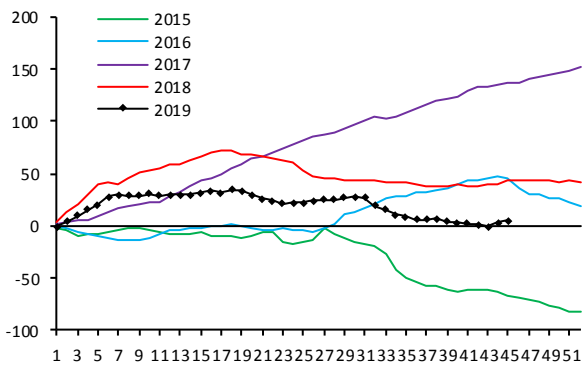
De igual forma, entre finales de junio y principios de septiembre, el entorno de mayor aversión al riesgo se reflejó en mayores salidas de capital en las economías emergentes, lo que contribuyó a una ligera depreciación de sus divisas, una ampliación de los diferenciales de crédito soberano y un deterioro adicional en la mayoría de sus índices accionarios (Gráficas 223 y 224). No obstante, el relajamiento en las condiciones financieras globales a partir de mediados de septiembre propició un mejor desempeño de los mercados financieros en las economías emergentes, observándose una apreciación de sus divisas y una moderada recuperación de la mayoría de los índices accionarios. Cabe destacar que en algunos casos particulares, los mercados financieros se vieron afectados negativamente por la presencia de factores idiosincrásicos, destacando los casos de Chile, donde se han registrado fuertes manifestaciones en demanda de reformas de carácter social, y de Argentina, donde los resultados de las elecciones generales y el próximo cambio de gobierno han generado incertidumbre sobre el rumbo de la política económica de ese país.

Gráfica 224
Tipo de Cambio de Países Emergentes
Índice 01/01/2016=100



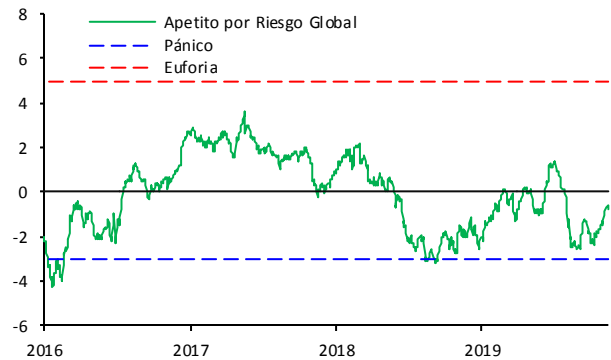
Por su parte, el fortalecimiento de la perspectiva de un mayor relajamiento monetario en otras economías avanzadas contribuyó a que el dólar experimentara una ligera apreciación durante el periodo, si bien en octubre este se depreció, luego de que la moderación de algunos riesgos se tradujera en un mayor apetito por activos de riesgo (Gráfica 225).

Gráfica 223
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año^{1/}
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.

Gráfica 225
Índice de Apetito por Riesgo Global
Índice



Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros, tales como los bonos gubernamentales de Estados Unidos, zona del euro y Japón, tienden a presentar rendimientos negativos. Mientras tanto, en periodos de bajo apetito por riesgo sucede lo contrario. En este contexto, el valor del índice se refiere al coeficiente de una regresión del rendimiento diario de 64 activos en función de su volatilidad.
Fuente: Credit Suisse.

En este contexto, a pesar de que algunos de los riesgos que ha venido enfrentando la economía mundial se atenuaron recientemente, el balance continúa sesgado a la baja. En particular destacan:

- v. Un debilitamiento mayor al anticipado de la actividad económica global, que pudiera reflejarse en una mayor disminución de la inflación y de sus expectativas, en un entorno en el que el margen de maniobra de los bancos centrales es limitado. Dicho escenario pudiera darse a medida que la debilidad que ha registrado el sector manufacturero se transmita a otros sectores, como los servicios y la construcción.
- vi. El resurgimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales que pudiera poner en duda la viabilidad del sistema mundial de comercio y de cooperación internacional, al incorporar en sus discusiones temas de seguridad nacional, tecnología, finanzas internacionales, migración y política cambiaria, entre otros aspectos.
- vii. Un incremento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente que pudiera generar nuevamente inestabilidad en los precios de los energéticos.
- viii. Una desaceleración mayor a la anticipada de la economía de China ante las mayores tensiones comerciales con Estados Unidos que pudiera acentuar la debilidad de la demanda global.
- ix. Un marcado aumento en la incertidumbre política y social en varios países, tales como Bolivia, Hong Kong, Líbano, Egipto y Chile, que pudiera afectar el rumbo de política económica de esos países y aumentar sus primas de riesgo.

La materialización de algunos de estos factores de riesgo podría generar un escenario de apretamiento en las condiciones financieras, particularmente para las economías emergentes, y exponer vulnerabilidades para la estabilidad financiera derivadas del largo periodo de bajas tasas de interés y búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas. En particular, destacan los altos niveles de endeudamiento del sector corporativo, el

incremento en la tenencia de activos de alto riesgo y baja liquidez, así como los mayores niveles de endeudamiento externo de algunas economías emergentes. Dichas vulnerabilidades pudieran manifestarse en caso de un aumento súbito en la aversión al riesgo.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

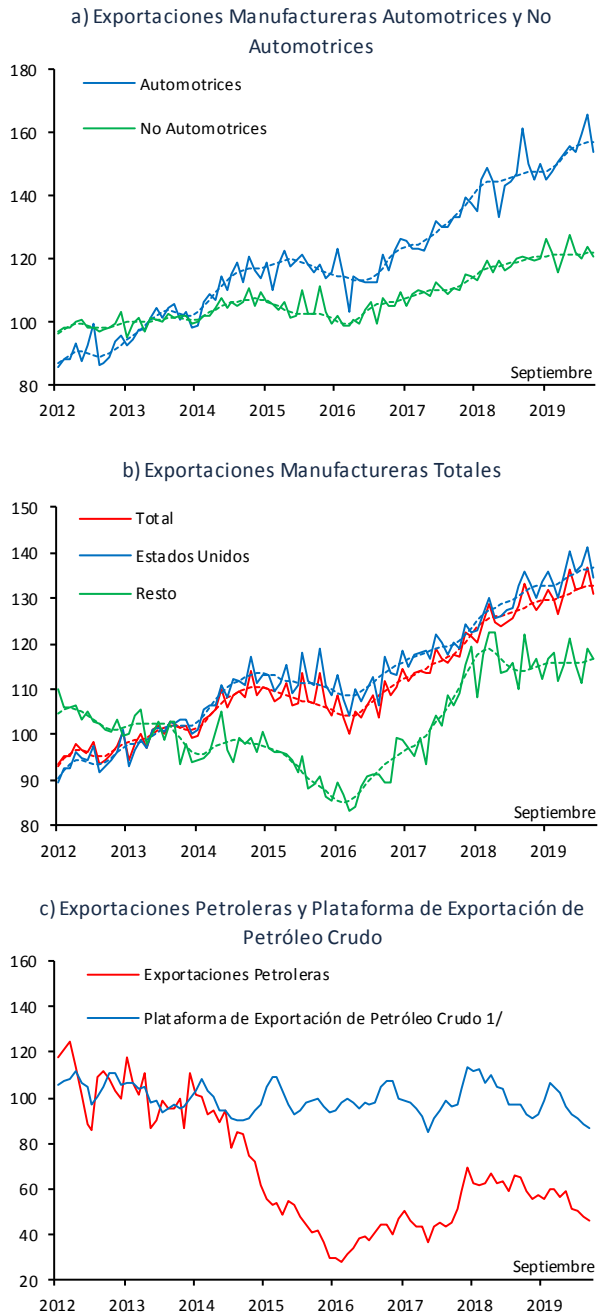
2.2.1. Actividad Económica

Según la revisión más reciente del PIB, en el tercer trimestre de 2019 la actividad económica de México mostró un estancamiento, luego de registrar ligeras caídas consecutivas entre el cuarto trimestre de 2018 y el segundo de 2019. Dicho comportamiento reflejó una pérdida de dinamismo de la demanda agregada, en un contexto en el que prevaleció la incertidumbre asociada tanto a factores externos, como internos. En particular, se continuó observando debilidad en el consumo y un desempeño desfavorable en la inversión fija bruta, al tiempo que las exportaciones manufactureras presentaron una desaceleración respecto del trimestre previo.

Profundizando en la evolución de la demanda externa, en el periodo julio – septiembre de 2019 las exportaciones manufactureras mostraron una pérdida de dinamismo respecto del crecimiento exhibido en el segundo trimestre del año, en congruencia con el entorno de tensiones comerciales, de desaceleración del comercio mundial y especialmente de la producción manufacturera. Dicha evolución se asoció con la debilidad de las exportaciones no automotrices, toda vez que las automotrices siguieron avanzando (Gráfica 226a). Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una tendencia al alza, en tanto que en las canalizadas al resto del mundo prevaleció la atonía observada desde mediados de 2018 (Gráfica 226b).

Por su parte, en el tercer trimestre de 2019 las exportaciones petroleras presentaron una contracción trimestral. Lo anterior se debió a caídas tanto en la plataforma de crudo de exportación, como en el precio promedio de la mezcla mexicana (Gráfica 226c).

Gráfica 226
Exportaciones de México
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/ Índice con base en el 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., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto al desempeño de la demanda interna, de acuerdo con el indicador mensual del consumo privado, en el bimestre julio – agosto dicho agregado continuó mostrando debilidad. Ello como consecuencia de una desaceleración del consumo tanto de servicios, como de bienes, especialmente de origen importado (Gráfica 227a).

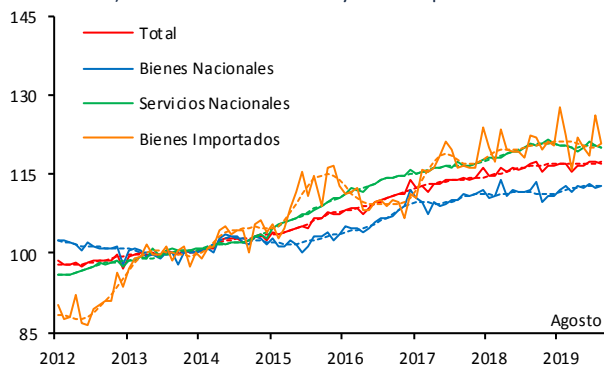
v. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, tales como los ingresos en establecimientos comerciales al menudeo y las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo de bienes en el mercado nacional mantuvieron una tendencia positiva. En contraste, las ventas de vehículos ligeros siguieron mostrando una trayectoria descendente (Gráfica 227b).

vi. Respecto de los determinantes del consumo privado, durante el periodo julio – septiembre de 2019 la masa salarial real registró un nivel similar al del trimestre previo como reflejo de la combinación de una ligera disminución de las remuneraciones medias reales y la tendencia al alza que mantuvo el empleo remunerado (Gráfica 228a). Por su parte, las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior siguieron exhibiendo un elevado dinamismo, alcanzando en el periodo que se reporta un máximo histórico para un trimestre calendario (Gráfica 228b), en tanto que la confianza del consumidor permaneció en niveles relativamente altos (Gráfica 228c). Finalmente, el crédito destinado al consumo mantuvo un bajo crecimiento, si bien con cierta recuperación en el margen (ver Sección 2.2.3).

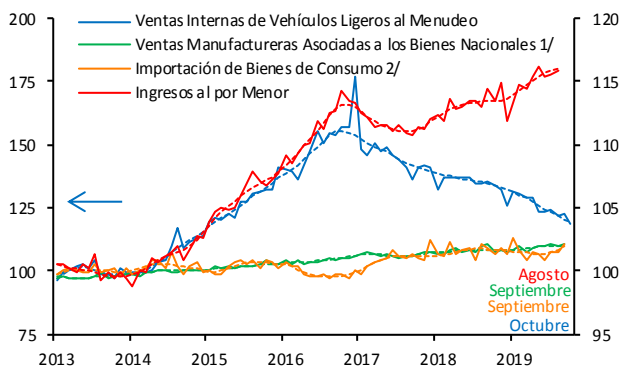
Gráfica 227
Indicadores de Consumo

Índice 2013=100, a. e.

a) Consumo Privado Total y sus Componentes



b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo, Ventas Manufactureras Asociadas a los Bienes Nacionales, Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor e Importaciones de Bienes de Consumo



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 ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) relacionadas al consumo privado de bienes.

2/ Se refiere a las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en términos reales.

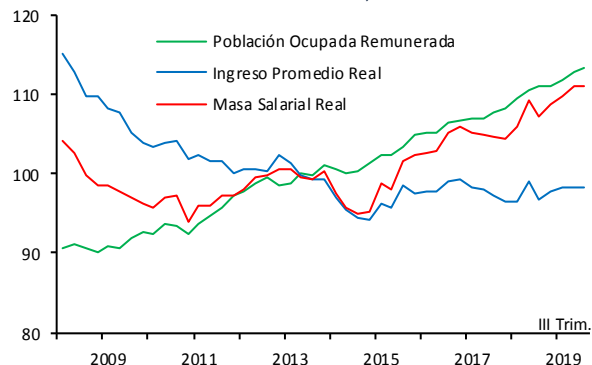
Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Elaboración de Banco de México con información del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM); de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI; y SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Gráfica 228

Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total

Índice 2013=100, a. e.



b) Remesas

Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



c) Confianza del Consumidor

Balace de respuestas, 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 julio de 2018.

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

Con relación a la inversión fija bruta, prevaleció el desempeño desfavorable que este indicador ha venido registrando desde la segunda mitad de 2015 y especialmente desde inicios de 2018 (Gráfica 229a), como reflejo del menor gasto en maquinaria y equipo y de la debilidad de la construcción. En particular:

v. Respecto del gasto de inversión en construcción, se anticipa que para el trimestre en su conjunto este haya continuado exhibiendo un débil desempeño. En específico, el componente residencial presentó una moderada recuperación explicada, en buena medida, por la edificación de vivienda del sector informal, mientras que el rubro no residencial se mantuvo en niveles especialmente bajos (Gráfica 229b). Por sector institucional contratante, en el tercer trimestre de 2019 se profundizó la trayectoria a la baja que la obra contratada por el sector público ha venido mostrando desde principios de 2018, como reflejo de una debilidad relativamente generalizada entre los rubros que la integran. Asimismo, la tendencia decreciente que siguió exhibiendo la construcción privada formal fue resultado, en buena medida, de descensos en el gasto en edificación, en transporte y urbanización, en petróleo y petroquímica, así como en otras construcciones (Gráfica 229c).

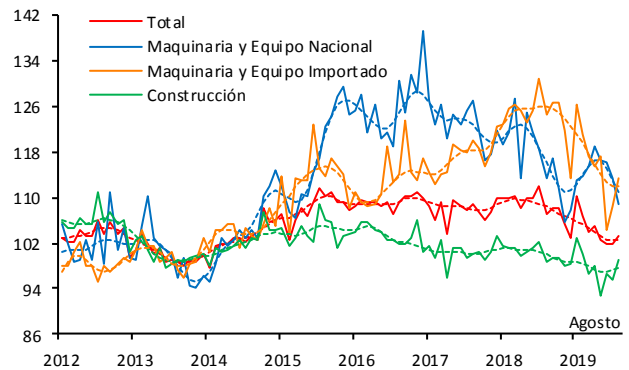
vi. Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo continuó exhibiendo una trayectoria a la baja. A su interior, el componente de origen nacional presentó una desaceleración asociada al equipo de transporte, el cual reflejó una menor inversión en vehículos pesados, luego del importante dinamismo que había venido mostrando en los meses previos. Asimismo, el rubro importado siguió exhibiendo debilidad, consistente con la tendencia negativa que han venido registrando las importaciones de bienes de capital.

Cabe señalar que la persistencia de bajos niveles de inversión no solo disminuye el dinamismo de corto plazo de la actividad económica por el lado de la demanda agregada, sino que podría conducir a un menor crecimiento potencial.

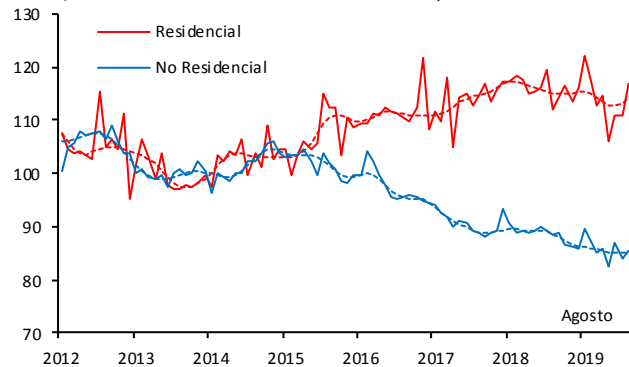
Gráfica 229
Indicadores de Inversión

Índice 2013=100, a. e.

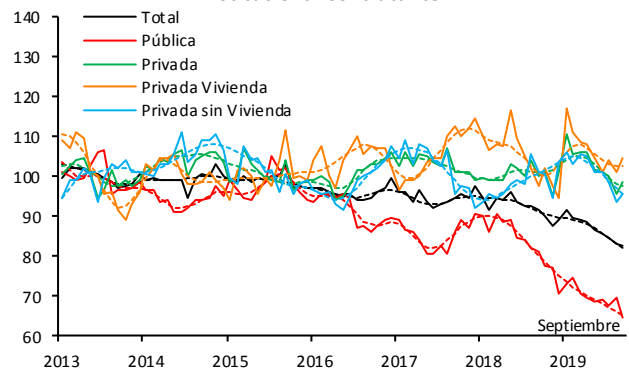
a) Inversión y sus Componentes



b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante

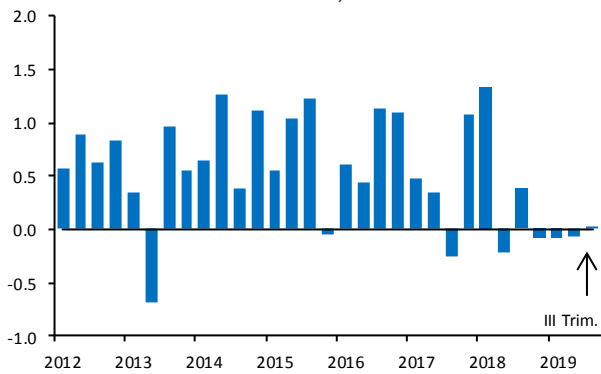


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

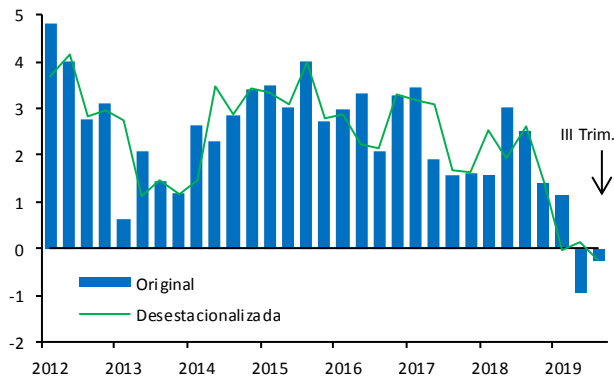
Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.

Por el lado de la producción, según la revisión más reciente del PIB, en el tercer trimestre de 2019 la actividad económica de México mostró un estancamiento, luego de registrar ligeras caídas consecutivas entre el cuarto trimestre de 2018 y el segundo de 2019. En efecto, en el periodo que se reporta el PIB presentó una variación trimestral de 0.01% con datos desestacionalizados (retroceso anual de 0.3% con cifras originales y de 0.2% con datos ajustados por estacionalidad), luego de caídas respectivas de 0.08%, de 0.09% y de 0.06% en el cuarto trimestre de 2018 y en el primero y segundo de 2019 (Gráfica 230).

Gráfica 230
Producto Interno Bruto
a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a. e.



b) Variaciones Anuales
Por ciento



a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

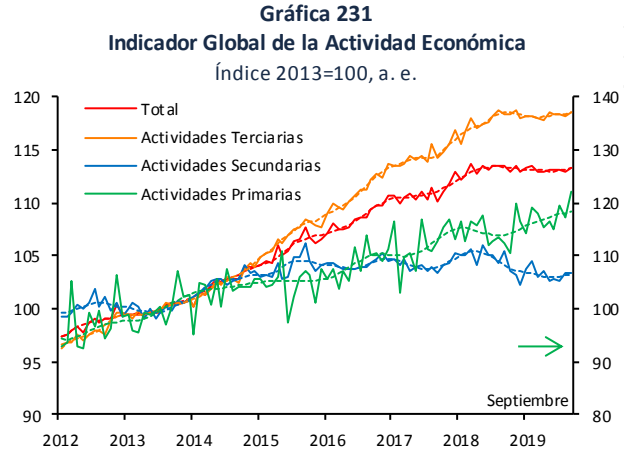
El comportamiento de la actividad económica en el periodo de referencia fue reflejo de la atonía que exhibieron los servicios, así como del desempeño desfavorable que siguió mostrando la actividad industrial, toda vez que las actividades primarias

revirtieron la contracción presentada en el segundo trimestre (Gráficas 231 y 232a). En particular:

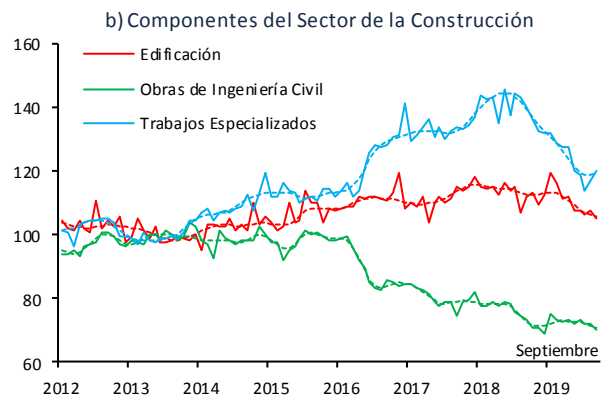
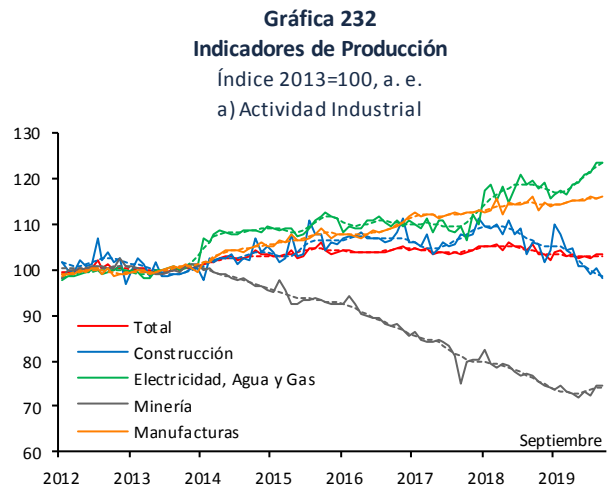
- xi. Al interior de las actividades secundarias, se acentuó la trayectoria decreciente que la construcción ha venido exhibiendo desde inicios de 2018. En particular, se profundizó la tendencia negativa de la edificación, situándose en niveles similares a los reportados en 2015. Asimismo, tanto los trabajos especializados, como las obras de ingeniería civil siguieron registrando debilidad, permaneciendo este último rubro en niveles especialmente bajos (Gráfica 232b).
- xii. Por su parte, la minería parecería haber frenado la tendencia decreciente que había mostrado desde 2014, exhibiendo incluso un incipiente cambio de trayectoria al alza, resultado que se puede asociar con la estabilización de la plataforma petrolera, así como con la reactivación de los servicios relacionados con la minería, misma que podría deberse a mayores inversiones en el mantenimiento y reparación de los pozos existentes, así como a nuevos proyectos de perforación. En lo relacionado con el rubro de minerales metálicos y no metálicos, este siguió presentando un débil desempeño (Gráficas 232c y 232d).
- xiii. En lo que concierne a la actividad manufacturera, en el periodo de referencia esta mantuvo una tendencia positiva, aunque con cierta pérdida de dinamismo respecto del segundo trimestre. En particular, se presentó una desaceleración en el rubro de equipo de transporte, la cual podría profundizarse en el último trimestre del año ante los efectos en octubre de la falta de suministros de autopartes sobre la producción automotriz en México derivada de las huelgas en plantas del sector automotriz en Estados Unidos, así como por la suspensión de actividades en otras ensambladoras mexicanas por cambios en las líneas de producción (Gráfica 232e). Por su parte, el agregado sin equipo de transporte mantuvo una trayectoria al alza en el periodo que se reporta. A su interior, los subsectores que más aportaron positivamente a su crecimiento fueron la fabricación de maquinaria y equipo, la industria alimentaria, las industrias metálicas básicas, la industria química y la fabricación de derivados

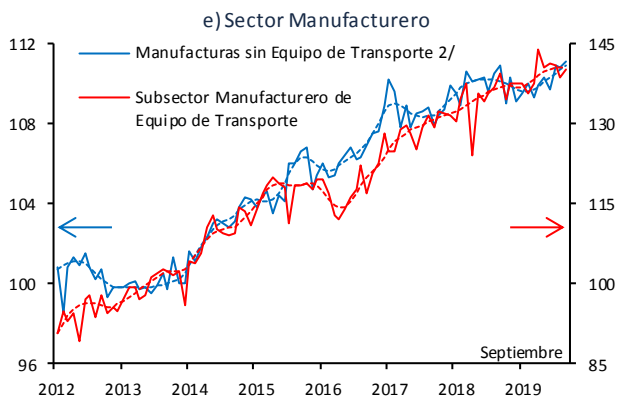
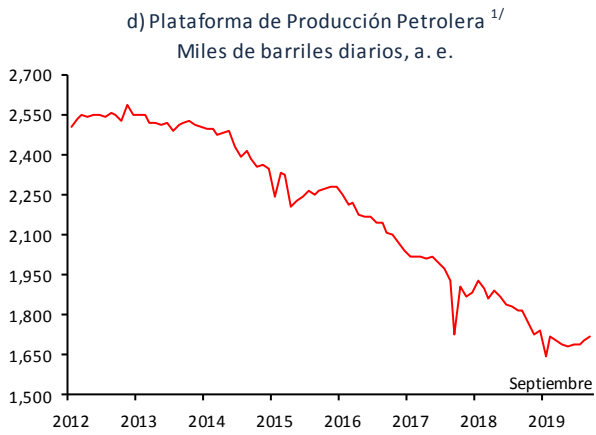
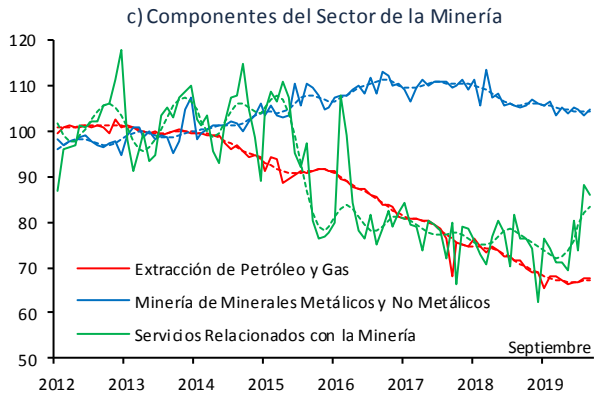
del petróleo y del carbón. Esta última favorecida por los mayores niveles de actividad en las refinerías recién reconvertidas de Madero y Minatitlán. En contraste, los subsectores que más contribuyeron de manera negativa fueron la fabricación de equipo de computación y accesorios eléctricos, de insumos textiles y de equipo de generación eléctrica y aparatos electrónicos, siendo algunos de estos sectores altamente orientados al mercado externo, por lo que su desempeño desfavorable en el periodo de referencia es consistente con la pérdida de dinamismo observada en las exportaciones manufactureras no automotrices.

- xiv. Por su parte, los servicios registraron cierto estancamiento en el tercer trimestre de 2019. Dicho comportamiento reflejó los menores niveles de actividad en los agregados de servicios financieros e inmobiliarios, de los servicios educativos y de salud y del comercio al por mayor, en tanto que el rubro de transporte e información en medios masivos tuvo una aportación positiva y el resto de los sectores de servicios mostraron atonía (Gráfica 233).
- xv. Finalmente, las actividades primarias registraron una expansión en el tercer trimestre de 2019, luego de la contracción en el periodo previo. Dicho avance fue resultado, en parte, de un aumento en la superficie sembrada para el ciclo primavera – verano, así como de una mayor producción de algunos cultivos como uva, aguacate, maíz forrajero, jitomate, cebolla, piña y tomate verde. Lo anterior fue consistente con el crecimiento trimestral desestacionalizado de las exportaciones agropecuarias en el trimestre que se reporta.



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.

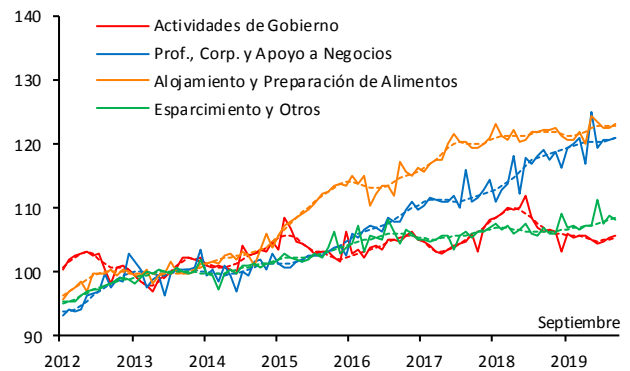
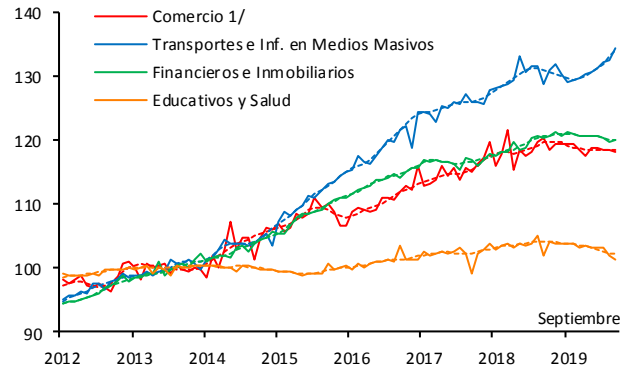




a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
^{1/} Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.
^{2/} Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.

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

Gráfica 233
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/} Incluye comercio al por menor y al por mayor.

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

El estancamiento de la actividad económica ha sido notorio tanto en la información que se obtiene de la medición del PIB por el lado de la oferta –el cual mide el desempeño de los diversos sectores de la producción–, como en la que se desprende de los indicadores de demanda agregada. En este contexto, el Recuadro 2 presenta una estimación que complementa la medición que provee el PIB por el lado de la oferta, con las señales que se derivan de los indicadores de la demanda agregada, con el fin de aprovechar de manera integral toda la información disponible sobre la actividad económica.

Recuadro 2. Indicador Latente de Actividad Económica con base en un Modelo de Extracción de Señales

1. Introducción

En México, el Producto Interno Bruto (PIB) se mide y se publica inicialmente para cada trimestre desde la perspectiva de la actividad sectorial, calculando el valor bruto de los bienes y servicios producidos y sustrayendo el valor del consumo intermedio, para así contar con una medida del valor agregado generado por la economía en un trimestre dado. Por otro lado, de manera posterior se publican los indicadores de oferta y demanda agregadas del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM) correspondientes a los distintos componentes del gasto agregado, de modo que es posible obtener información complementaria de la actividad económica por el lado del gasto con base en la información disponible para el consumo privado, la inversión privada, el gasto del gobierno y las exportaciones netas.^{1,2} Si bien en México la medición por el lado de la oferta se considera más robusta y se publica con mayor oportunidad, los dos conjuntos de información son útiles para evaluar la actividad económica. En este contexto, en este Recuadro se estima una medida a la que se denominará Indicador Latente de Actividad Económica (ILAE) que aprovecha de manera óptima a través de un modelo de extracción de señales la información contenida en el PIB por el lado de la oferta y la medición de la actividad económica a partir de los componentes del gasto agregado, con el fin de contar con una medida que combine de manera integral la información contenida en estas dos perspectivas de la actividad económica y provea una visión general del estado de la actividad económica.

2. Modelo de Extracción de Señales

El indicador de actividad económica que se estima en este Recuadro se basa en la metodología propuesta por Aruoba et al. (2016), la cual consiste en el siguiente modelo de extracción de señales de tres ecuaciones en su representación de estado-espacio:³

$$\begin{bmatrix} \Delta GA_t \\ \Delta PIB_t^O \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \Delta ILAE_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^G \\ \varepsilon_t^O \end{bmatrix} \quad (1)$$

$$\Delta ILAE_t = \mu(1 - \rho) + \rho \Delta ILAE_{t-1} + \varepsilon_t. \quad (2)$$

Se denota por $\Delta ILAE$ a la variable latente que se desea estimar (la tasa de crecimiento trimestral del ILAE).⁴ Las primeras dos ecuaciones relacionan las mediciones alternativas de la actividad económica, por el lado de la oferta (ΔPIB^O) y por el

lado del gasto (ΔGA), con el ILAE a través de los errores de medición ε^O y ε^G , respectivamente. La tercera ecuación es la ecuación de transición para el ILAE, misma que representa la dinámica para esta variable. Así, el parámetro μ representa la tasa de crecimiento promedio del ILAE y el parámetro ρ representa la persistencia en el tiempo de choques a la tasa de crecimiento de este. La variable ε representa las innovaciones a la variable latente. Finalmente, se supone que $(\varepsilon_t, \varepsilon_t^G, \varepsilon_t^O) \sim iid N(\bar{0}, \Sigma)$, en donde la matriz de varianza-covarianza solamente impone la restricción de que la innovación ε sea ortogonal a los errores de medición ε^O y ε^G .⁵ Nótese que este último supuesto permite al modelo contemplar la posibilidad de que los errores de medición estén correlacionados. Esto es importante, toda vez que las mediciones de la actividad económica por el lado de la oferta y por el del gasto comparten algunas fuentes de información.

3. Datos y Estimación

Los datos utilizados para la estimación del indicador corresponden a las series a precios constantes base 2013 del PIB y de los componentes del gasto agregado con ajuste estacional y frecuencia trimestral, publicadas por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI). En particular, la medida del gasto agregado corresponde a la suma de las series de consumo total, formación bruta de capital fijo, variación de existencias, exportación de bienes y servicios y el negativo de la serie de importación de bienes y servicios. La estimación cubre el periodo que va del primer trimestre de 1994 al segundo trimestre de 2019.⁶

El modelo es estimado a través de métodos Bayesianos. La serie de tiempo para el ILAE se obtiene a partir del filtro de Kalman, el cual es óptimo desde un punto de vista estadístico para la extracción de señales dados los supuestos del modelo. De la estimación de los parámetros del modelo destaca el hecho de que el valor estimado para la variabilidad de los errores de medición por el lado del gasto ($\sigma_{GG}^2 = 4.71$) es mayor que la variabilidad estimada de los errores de medición por el lado de la oferta ($\sigma_{OO}^2 = 3.33$), lo cual es congruente con la percepción de que la medición de la actividad económica mediante la suma de los componentes del gasto ofrece una señal relativamente más ruidosa del verdadero estado de la economía que la señal que se obtiene a partir de la medición por el lado de la oferta. Los resultados de la estimación de la serie de tiempo del ILAE se presentan en la Gráfica 1.

¹ Un tercer enfoque para medir la actividad económica es el del ingreso. En el caso de México, dicha estimación solo está disponible en frecuencia anual y con un mayor rezago.

² Cabe mencionar que la medición del PIB para un trimestre dado es publicada a los 50 días naturales después de terminado dicho trimestre, mientras que la información por el lado del gasto se encuentra disponible aproximadamente 80 días después de concluido el trimestre de referencia.

³ Ver: Aruoba, S.B., Diebold, F.X., Nalewaik, J., Schorfheide, F., y Song, D. (2016). "Improving GDP measurement: A measurement-error perspective." *Journal of Econometrics*, 191, 384-397.

⁴ La Reserva Federal de Filadelfia utiliza la misma metodología descrita en este

Recuadro para estimar lo que ellos denominan "GDP Plus" con base en las mediciones trimestrales del PIB por el lado del gasto y del ingreso.

⁵ La independencia de los errores de medición a través del tiempo es un supuesto importante. En particular, la estimación se realiza sobre las tasas de crecimiento del PIB, y no sobre sus niveles, toda vez que de esta forma las variables en el sistema son estacionarias y el supuesto de errores de medición idénticamente e independientemente distribuidos es más justificable.

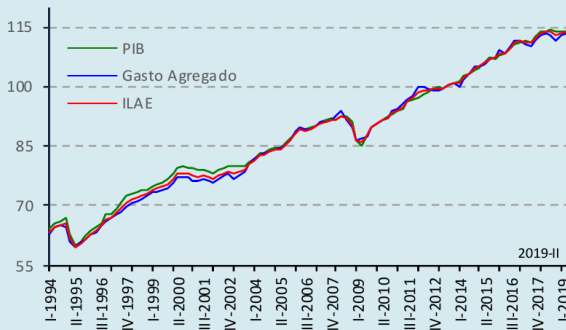
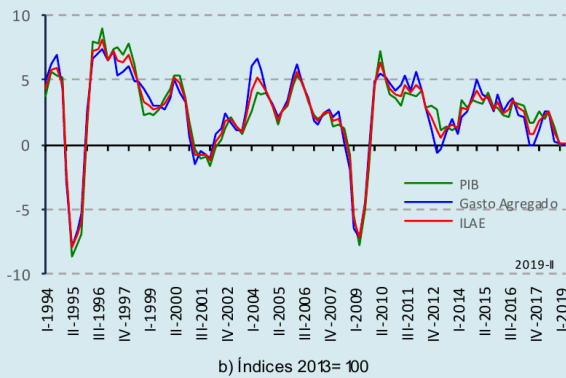
⁶ Si bien la estimación abarca hasta el segundo trimestre de 2019, esta se realizó con la información disponible al tercer trimestre de 2019, la cual corresponde a datos del PIB al tercer trimestre y a datos para los componentes del gasto agregado al segundo trimestre de 2019.

Cabe señalar que, si bien, el ILAE tiende a ubicarse en general entre los valores para las dos estimaciones de la actividad económica, este no debe interpretarse como un promedio ponderado de las tasas de crecimiento del PIB y del gasto agregado, ya que la estimación en cualquier trimestre t se basa en la información disponible para la medición por el lado del gasto y el PIB por el lado de la oferta contenida en *toda* la serie de tiempo y no solo en las observaciones en el momento t . No obstante, para dar mayor intuición sobre el peso relativo de las señales extraídas de cada insumo, se estima la combinación convexa de ΔGA_t y ΔPIB_t^o que mejor aproxima a $\Delta ILAE_t$ ⁷

$$\hat{\lambda} = \underset{\lambda}{\operatorname{argmin}} \sum_{t=1}^T [\Delta ILAE_t - (\lambda \Delta PIB_t^o + (1 - \lambda) \Delta GA_t)]^2.$$

En particular, se estima $\hat{\lambda} = 0.53$, lo que implica que el ILAE otorga un peso ligeramente más alto a la señal obtenida de la medición del PIB por el lado de la oferta.⁸

Gráfica 1
Indicadores de Actividad Económica; a. e.
a) Tasas de crecimiento anual



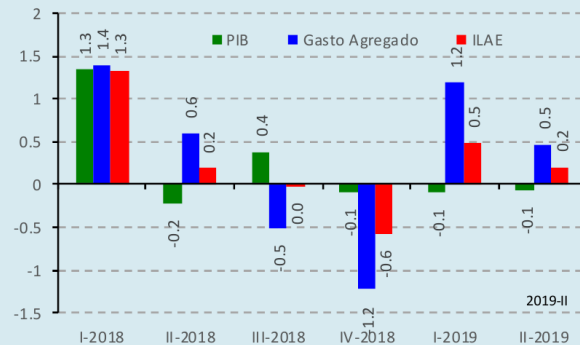
a. e. / Serie con ajuste estacional.
Fuente: Banco de México.

4. Lectura Reciente de la Economía de México con base en el ILAE

La Gráfica 2 presenta las variaciones trimestrales ajustadas por estacionalidad del PIB, el gasto agregado y el ILAE para

trimestres recientes. Destaca que el PIB y el gasto agregado han diferido en su evolución reciente, toda vez que en cuatro de los últimos cinco trimestres, sus variaciones mostraron signos contrarios. A su vez, la lectura de la evolución reciente de la actividad económica en México con base en la estimación del ILAE sugiere que en los últimos dos trimestres de 2018 la debilidad de la actividad económica pudo haber sido mayor que lo que se obtiene con base en la medición del PIB por el lado de la oferta. Esto se deriva de las contracciones registradas en el gasto agregado en ese periodo. En particular, la estimación del ILAE sugiere que la tasa de crecimiento de la actividad económica del último semestre de 2018 fue negativa. En cambio, este mismo indicador sugiere que, partiendo de una menor base de comparación, la tasa de crecimiento de la actividad económica en los dos primeros trimestres de 2019 fue mayor a la lectura que se obtiene con base en el PIB. No obstante las diferencias en su evolución, las tasas de crecimiento trimestral de los tres indicadores han sido, en promedio, iguales a cero desde el tercer trimestre de 2018.

Gráfica 2
Indicadores de Actividad Económica
Tasas de crecimiento trimestral; a. e.



a. e. / Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.
Fuente: Banco de México con datos del INEGI.

5. Consideraciones Finales

Contar con un indicador que complemente la información que provee la medición del PIB por el lado de la oferta con las señales que se derivan de los indicadores del gasto agregado puede ser de utilidad, especialmente cuando estas perspectivas arrojan lecturas de la evolución de la economía que pueden llegar a ser contrastantes. Como se describió en este Recuadro, tal ha sido el caso, hasta cierto grado, en la evolución reciente de la actividad económica en México desde la perspectiva de la oferta y la demanda. En este sentido, es importante subrayar que, si bien los resultados obtenidos dan un cierto matiz a la evolución reciente de la actividad económica en México, también confirman el estancamiento que esta ha venido presentando por varios trimestres, tanto por el lado de la oferta como del gasto.

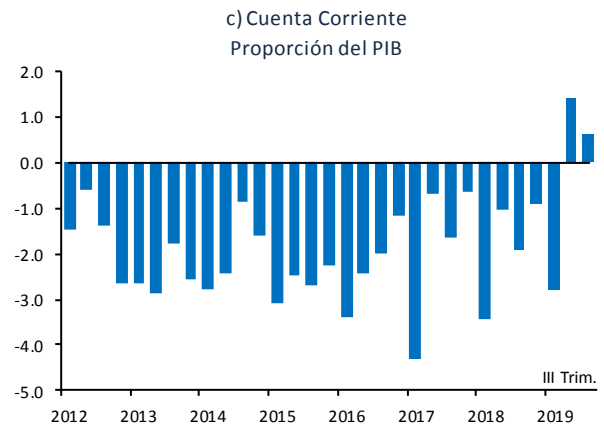
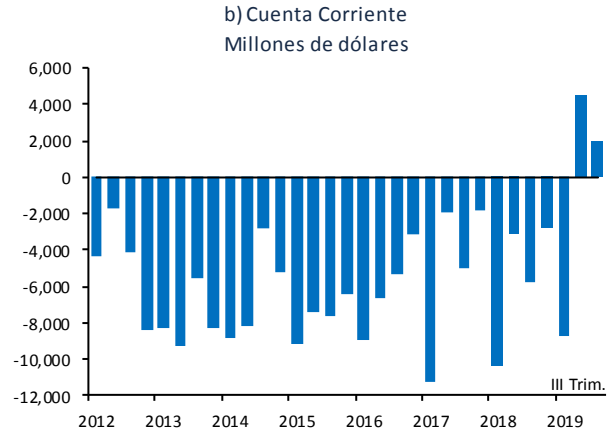
⁷ La estimación se realiza por mínimos cuadrados ordinarios restringidos. La estimación implica una R^2 igual a 0.99.

⁸ Este resultado se se compara con los hallazgos de Aruoba et al. (2016) para el caso de Estados Unidos, en donde encuentran que la combinación convexa óptima

otorga un peso de 0.7 al PIB medido por el lado del ingreso y de 0.3 al medido por el lado del gasto.

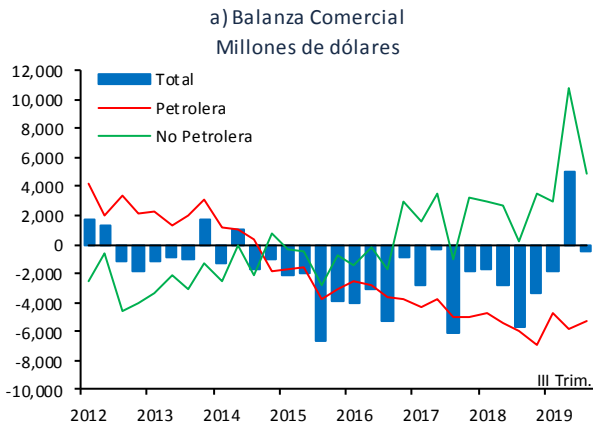
Con relación a las cuentas externas del país, en el periodo julio – septiembre de 2019 la cuenta corriente registró un superávit por segundo trimestre consecutivo. En efecto, el saldo superavitario de la cuenta corriente en el periodo de referencia se ubicó en 0.7% del PIB, superávit inferior al de 1.4% del segundo trimestre de este año y que contrasta con el déficit de 1.9% observado en el tercer trimestre de 2018 (Gráficas 234b y 234c). El incremento anual del saldo de la cuenta corriente en el tercer trimestre de 2019 fue reflejo, principalmente, de una importante ampliación anual del superávit de la balanza comercial no petrolera, así como de un mayor superávit del ingreso secundario, este último como resultado de ingresos por remesas en niveles históricamente altos, y de un menor déficit de la balanza de servicios (Gráfica 234a).

En el segundo y tercer trimestres de 2019, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un déficit a un superávit en su comparación anual, siendo el superávit del periodo abril – junio el nivel máximo del que se tiene registro. Si bien diversos rubros han contribuido a este comportamiento, la principal causa fue la importante ampliación del superávit de la balanza comercial de mercancías no petroleras. En este contexto, el Recuadro 3 analiza el efecto de la dinámica de los precios y volúmenes de los bienes exportados e importados por México sobre el comportamiento de dicha balanza comercial.



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

Gráfica 234
Balanza Comercial y Cuenta Corriente



Recuadro 3. Estimación de los Efectos Precio y Cantidad en la Evolución de la Dinámica de la Balanza Comercial No Petrolera de México

1. Introducción

En el segundo y tercer trimestres de 2019, la balanza comercial de mercancías no petroleras mostró importantes saldos superavitarios, de 10,811 y 4,836 millones de dólares, respectivamente. Estos niveles se comparan con los superávits de 2,726 y 270 millones de dólares reportados durante los mismos periodos de 2018. Destaca que estos resultados son la principal razón por la cual la cuenta corriente de México presentó un saldo superavitario de 1.4% como proporción del PIB en el segundo trimestre de 2019, siendo este el superávit más elevado desde que se tiene registro, y de 0.7% en el tercer trimestre. En este contexto, el propósito de este Recuadro es descomponer el efecto precio y el efecto cantidad de las exportaciones y de las importaciones para determinar de qué manera estos márgenes de ajuste han contribuido al comportamiento superavitario recientemente observado de la balanza comercial no petrolera.

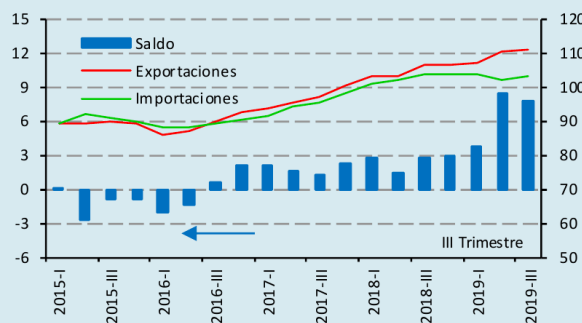
2. Evolución de la Balanza Comercial No Petrolera de México

La considerable ampliación del superávit de la balanza de productos no petroleros en el segundo y tercer trimestres del presente año fue reflejo, por una parte, del dinamismo que continuó exhibiendo el valor de las exportaciones, así como del estancamiento que se ha observado por varios trimestres del valor de las importaciones de ese tipo de productos (Gráfica 1). Para analizar el comportamiento del valor de las exportaciones e importaciones no petroleras de México, distinguiendo entre la dinámica en los precios y en las cantidades comerciadas, se llevó a cabo una aproximación de estas variables mediante la estimación de índices de valores unitarios (IVU) y de los respectivos volúmenes de comercio implícitos.¹

Respecto de la evolución de las exportaciones, es útil distinguir entre el comportamiento de los bienes automotrices y el del resto de las mercancías no petroleras (Gráfica 2). Se observa que una demanda creciente del exterior por bienes automotrices, en conjunción con un aumento sostenido en el precio de este tipo de bienes exportados por México, ha conducido a niveles históricamente altos en el valor de estas exportaciones en los trimestres recientes. En efecto, en este periodo México ha abastecido una mayor demanda tanto de autopartes, como de vehículos. En el caso de este último rubro, destaca además una mayor exportación de unidades SUV (Sport Utility Vehicles)² y del segmento de autos compactos *premium*,³ vehículos cuyo precio es mayor y podría explicar en buena parte el aumento del IVU automotriz.

A su vez, el volumen de las exportaciones no petroleras no automotrices se incrementó de manera considerable entre finales de 2018 y mediados de 2019, mostrando cierta desaceleración en el tercer trimestre, en tanto que desde inicios de 2019 el IVU de estas exportaciones ha presentado una tendencia a la baja. Dicha evolución ha ocurrido en un contexto en el que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China parecerían haber tenido cierto impacto positivo en la participación de México en el mercado estadounidense de productos no automotrices, si bien, como se argumentó en un Recuadro previo, dicha ganancia no es completamente atribuible a dicho conflicto comercial.⁴

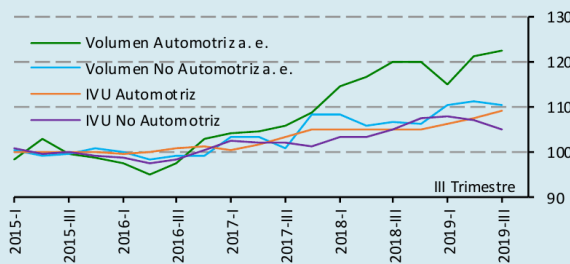
Gráfica 1
Balanza Comercial No Petrolera
Miles de millones de dólares, a. e.



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.

Gráfica 2
Índices de Valores Unitarios y del Volumen Implícito de las Exportaciones Automotrices y No Automotrices; a. e
Índice 2015=100, promedio móvil de tres trimestres



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.

¹ La metodología para calcular los valores unitarios se basa en Anitori, et al. (2008), misma que fue descrita en el Recuadro 2 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2015: “Comportamiento Reciente del Mercado Mundial de Petróleo y sus Efectos sobre la Balanza Comercial Petrolera de México”. Al igual que lo señalado en dicho Recuadro, para resolver las dificultades de obtener información adecuada sobre los valores unitarios de los productos exportados e importados, se utilizó un algoritmo que utiliza supuestos sobre la distribución de los valores unitarios por producto para cada mes, con observaciones a nivel transacción. Para la estimación, se calcularon índices de Fisher para los valores unitarios de las importaciones y de las exportaciones.

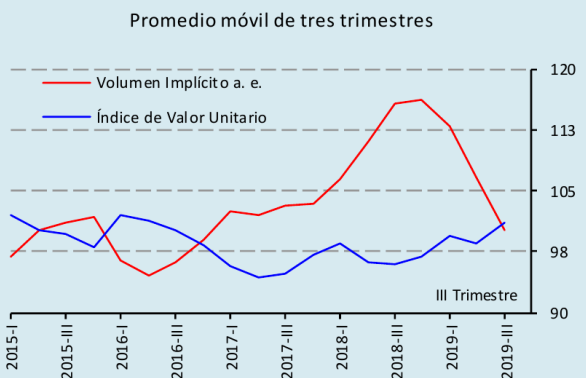
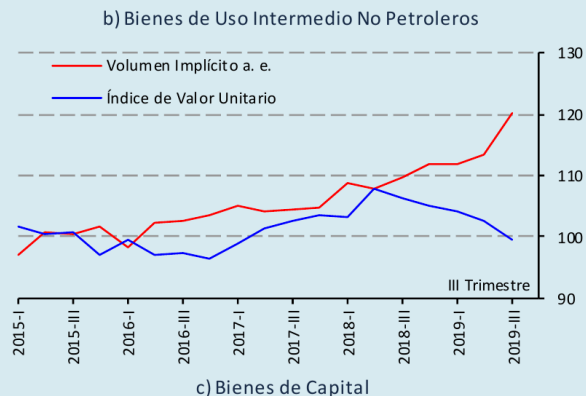
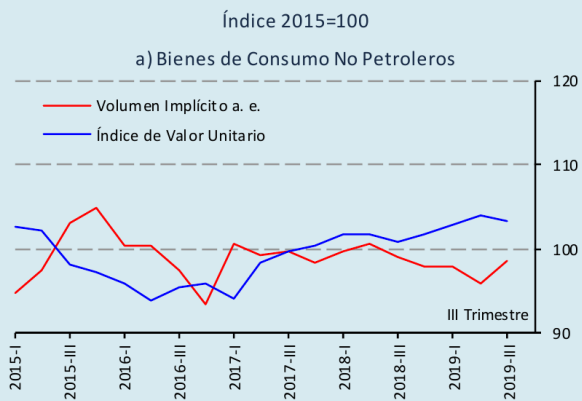
² Se estima que el valor de las exportaciones de SUV de México en el periodo enero-septiembre de 2019 registró una expansión anual de alrededor del 100%, comparado con el aumento anual de 2% que exhibieron las exportaciones del resto de los vehículos.

³ Adicional a los vehículos producidos por Audi en la planta de San José Chiapa, Puebla; a partir de abril de 2019, la planta de BMW en San Luis Potosí comenzó a exportar automóviles.

⁴ Ver Recuadro 2 del Informe Trimestral Enero – Marzo 2019: “Efecto de las Medidas Arancelarias Establecidas por Estados Unidos a China en la Participación de México en las Importaciones Estadounidenses”.

En el caso de las importaciones no petroleras de México, la a tonía que se ha observado en su valor los trimestres recientes ha sido reflejo, principalmente, de una reducción en los precios promedio, toda vez que el volumen implícito se ha incrementado. No obstante, el comportamiento por tipo de bien ha sido heterogéneo (Gráfica 3). En efecto, de manera consistente con el estancamiento que la actividad económica en México ha presentado por varios trimestres, el volumen importado de bienes de consumo se ha venido desacelerando, al tiempo que se ha profundizado la tendencia negativa de los bienes de capital, en ambos casos con IVU crecientes. En contraste, el volumen importado de bienes intermedios no petroleros ha mostrado un importante dinamismo, mientras que sus precios han exhibido reducciones persistentes. Este último efecto implicó una considerable disminución del valor de las importaciones de bienes de uso intermedio no petroleros de México, el cual representa alrededor del 70% de las importaciones totales de México. Así, como se detallará más adelante, la evolución de los precios de los insumos importados contribuyó de manera importante a los superávits de la balanza comercial no petrolera registrados en el segundo y tercer trimestres del año. El comportamiento divergente del volumen importado de bienes intermedios respecto del de los bienes de consumo y de capital puede asociarse con la integración de México en las cadenas globales de valor, de modo tal que una demanda creciente por exportaciones manufactureras mexicanas es congruente con un dinamismo correspondiente en los insumos importados.

Gráfica 3
Índices de Valores Unitarios y Volumen Implícito de las Importaciones de México por tipo de bien, 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.

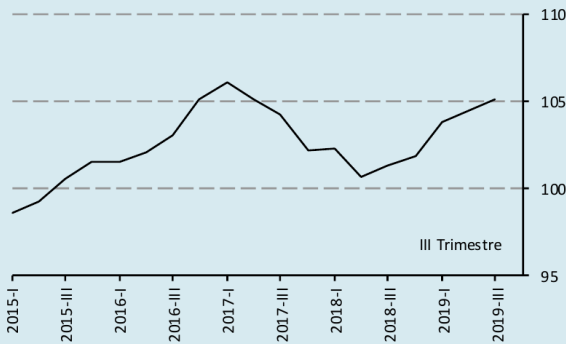
3. Efecto Precio y Efecto Cantidad: Desagregación del Superávit Comercial

Derivado del análisis de la evolución de los IVU y de los volúmenes implícitos de las exportaciones e importaciones no petroleras de México, se puede concluir que el incremento en el saldo superavitario de la balanza comercial se asocia con un aumento de la demanda externa de bienes mexicanos, tanto automotrices, como no automotrices, con una debilidad en las importaciones de consumo y capital, así como con un incremento en los términos de intercambio no petroleros de México, los cuales representan los precios relativos de las exportaciones de mercancías no petroleras exportadas por México con respecto a las importadas (Gráfica 4). Con el fin de cuantificar dichos efectos en la dinámica de la balanza comercial no petrolera, se realizó un ejercicio de descomposición del cambio anual en el valor del comercio exterior de mercancías de México de productos no petroleros en “efectos precio” y “efectos cantidad”.⁵

⁵ El “efecto precio” mide el impacto que tiene en la balanza comercial no petrolera un cambio en los precios de los productos exportados e importados entre periodos. Así, por ejemplo, un incremento (reducción) en el precio de los bienes de exportación entre los periodos t y t+n, repercute de forma positiva (negativa) en el saldo de la balanza comercial. Lo opuesto ocurre en el caso de los bienes importados. Por otro lado, el “efecto cantidad” mide la incidencia de las variaciones en las cantidades exportadas e importadas entre los periodos t y t+n. De esta manera, un crecimiento

en los volúmenes exportados ampliaría el superávit comercial y un aumento en los importados lo reduciría.

Gráfica 4
Términos de Intercambio de Bienes No Petroleros
 Índice 2015=100, promedio móvil de tres trimestres; s. o.



s. o. / Series originales.

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

En particular, el cambio en el valor total de la balanza comercial puede representarse mediante la siguiente expresión:⁶

$$\begin{aligned} \Delta SC_{t+n,t} &= \Delta X_{t+n,t} - \Delta M_{t+n,t} \\ &= (P_{X_{t+n}} Q_{X_{t+n}} - P_{X_t} Q_{X_t}) - (P_{M_{t+n}} Q_{M_{t+n}} - P_{M_t} Q_{M_t}) \\ &= \underbrace{P_{X_t}(Q_{X_{t+n}} - Q_{X_t})}_{\text{Efecto Cantidad Exportaciones}} + \underbrace{Q_{X_{t+n}}(P_{X_{t+n}} - P_{X_t})}_{\text{Efecto Precio Exportaciones}} - \underbrace{P_{M_t}(Q_{M_{t+n}} - Q_{M_t})}_{\text{Efecto Cantidad Importaciones}} - \underbrace{Q_{M_{t+n}}(P_{M_{t+n}} - P_{M_t})}_{\text{Efecto Precio Importaciones}} \end{aligned}$$

Donde:

$\Delta SC_{t+n,t}$: Cambio en el saldo de la balanza comercial entre los periodos t y $t+n$.

$\Delta X_{t+n,t}$: Cambio en el valor de las exportaciones entre los periodos t y $t+n$.

$\Delta M_{t+n,t}$: Cambio en el valor de las importaciones entre los periodos t y $t+n$.

P_{i_t} : Se refiere a los precios de la operación i (exportación o importación) en el periodo t , los cuales se aproximan a través del Índice de Valor Unitario.

Q_{i_t} : Se refiere a los volúmenes implícitos de la operación i en el periodo t , los cuales se obtuvieron a partir del valor comercializado y el Índice de Valor Unitario.

El ejercicio de descomposición sugiere que el “efecto precio” contribuyó de manera positiva con alrededor de 5,300 y con 5,000 millones de dólares al aumento anual de los superávits registrados en el segundo y tercer trimestres de 2019, respectivamente. Ello como reflejo, en mayor medida, de una reducción en los precios de los bienes importados. Por su parte, el “efecto cantidad” sobre el saldo comercial fue reducido, toda vez que, si bien la cantidad de exportaciones aumentó, ello fue contrarrestado en buena medida por un mayor volumen de mercancías importadas (Gráfica 5a).

El Cuadro 1 presenta los resultados para el cambio anual acumulado en el periodo enero – septiembre de 2019, los cuales confirman que el aumento anual en el valor de las exportaciones estuvo apoyado tanto por mayores precios, como por un mayor volumen, mientras que la relativa debilidad del valor de las importaciones reflejó menores precios, toda vez que su volumen siguió creciendo. Así, la variación anual del saldo de la balanza comercial no petrolera se explica fundamentalmente por el efecto precio.

⁶ Este procedimiento fue utilizado y descrito en el Recuadro 2 del Informe Trimestral del Banco de México del periodo Octubre-Diciembre de 2015.

Cuadro 1
Cambio en la Balanza Comercial entre 2018 y 2019:
Estimación de los Efectos Precio y Cantidad
 Enero – Septiembre de 2019, millones de dólares, s. o.

	Δ Exportaciones (+)	Δ Importaciones (-)	Δ Balanza Comercial (=)
Efecto Cantidad	9,388	8,628	760
Efecto Precio	5,098	-6,734	11,833
Total	14,486	1,893	12,593

s. o. / Series originales.

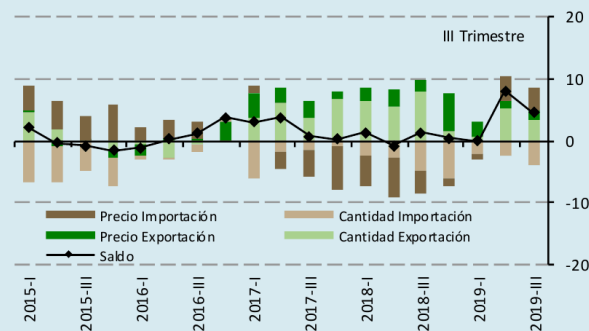
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

La separación de la balanza no petrolera entre automotriz y no automotriz confirma que en el segundo y tercer trimestres de 2019 el aumento en el superávit del segmento automotriz ha respondido, en buena medida, a un incremento tanto del precio, como del volumen de los productos exportados (Gráfica 5b). A su vez, la reducción anual del déficit comercial del rubro no automotriz en los dos trimestres más recientes se originó de un mayor volumen de exportaciones y de menores precios en los bienes importados por México, particularmente de insumos, como se mostró en la sección previa (Gráfica 5c).

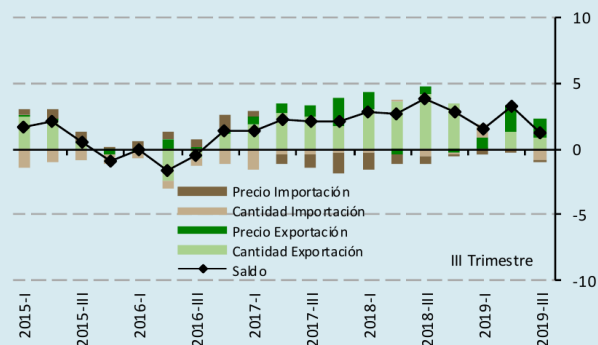
Gráfica 5
Cambio Anual en la Balanza Comercial No Petrolera
 Estimación de los Efectos Precio y Cantidad

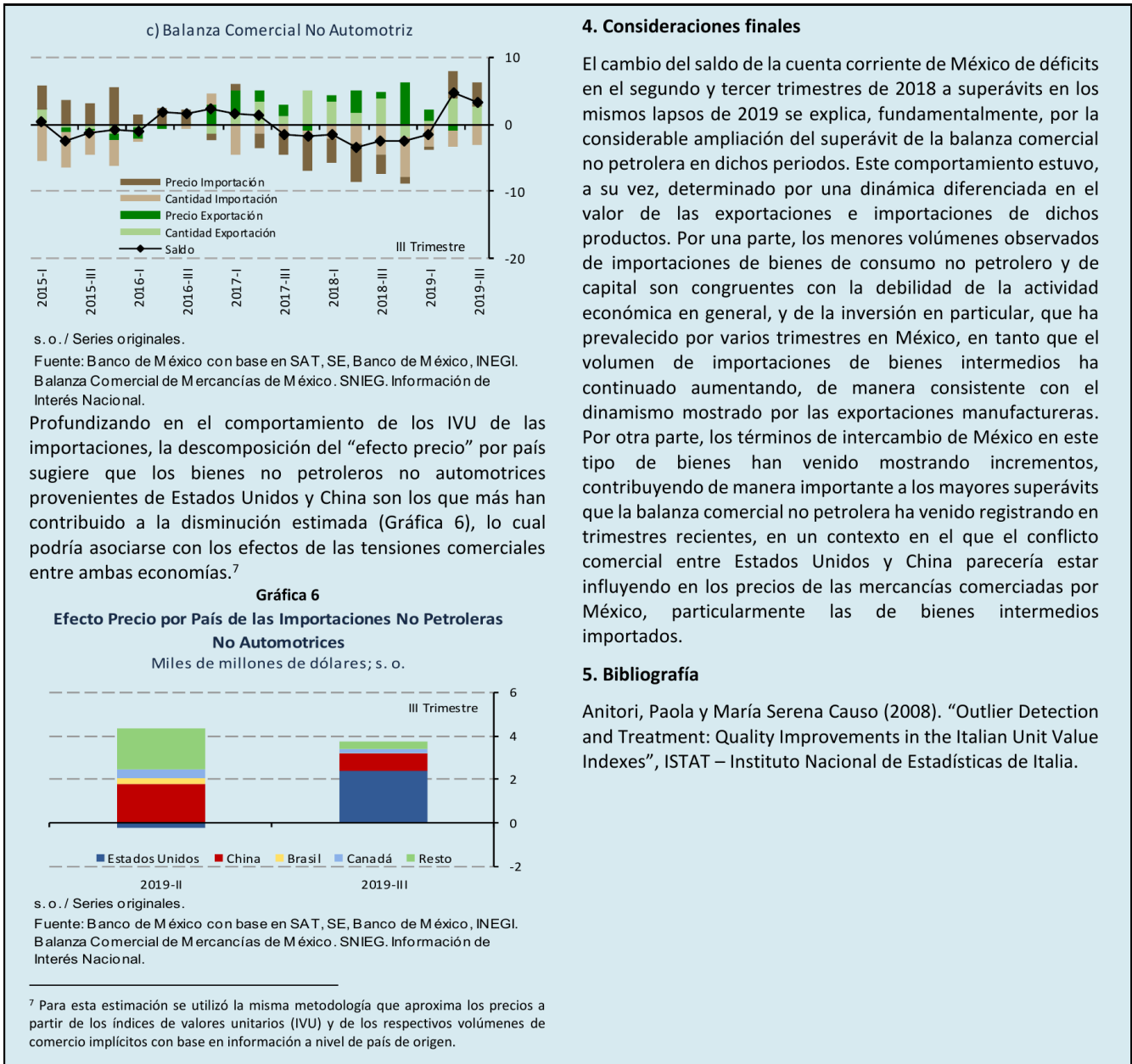
Miles de millones de dólares; s. o.

a) Total



b) Balanza Comercial Automotriz





4. Consideraciones finales

El cambio del saldo de la cuenta corriente de México de déficits en el segundo y tercer trimestres de 2018 a superávits en los mismos lapsos de 2019 se explica, fundamentalmente, por la considerable ampliación del superávit de la balanza comercial no petrolera en dichos periodos. Este comportamiento estuvo, a su vez, determinado por una dinámica diferenciada en el valor de las exportaciones e importaciones de dichos productos. Por una parte, los menores volúmenes observados de importaciones de bienes de consumo no petrolero y de capital son congruentes con la debilidad de la actividad económica en general, y de la inversión en particular, que ha prevalecido por varios trimestres en México, en tanto que el volumen de importaciones de bienes intermedios ha continuado aumentando, de manera consistente con el dinamismo mostrado por las exportaciones manufactureras. Por otra parte, los términos de intercambio de México en este tipo de bienes han venido mostrando incrementos, contribuyendo de manera importante a los mayores superávits que la balanza comercial no petrolera ha venido registrando en trimestres recientes, en un contexto en el que el conflicto comercial entre Estados Unidos y China parecería estar influyendo en los precios de las mercancías comerciadas por México, particularmente las de bienes intermedios importados.

5. Bibliografía

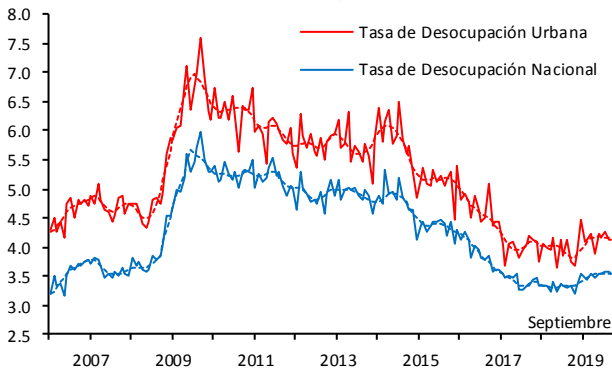
Anitori, Paola y María Serena Causo (2008). “Outlier Detection and Treatment: Quality Improvements in the Italian Unit Value Indexes”, ISTAT – Instituto Nacional de Estadísticas de Italia.

2.2.2. Mercado Laboral

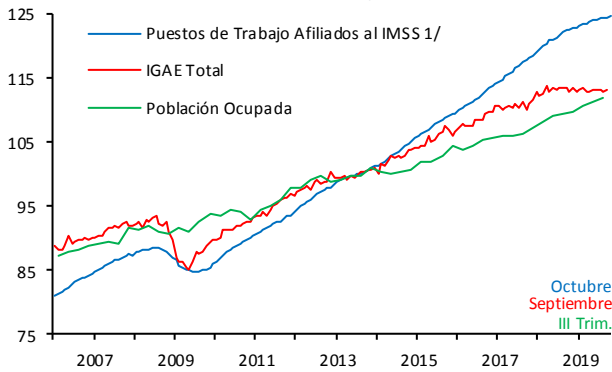
En el tercer trimestre de 2019, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, siguieron mostrando niveles superiores a los reportados en 2018. A su vez, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió exhibiendo una desaceleración en su ritmo de crecimiento (Gráfica 235). Lo anterior se observó en un contexto

en el que la tasa de participación de la fuerza laboral mantuvo una tendencia al alza y en el que la tasa de ocupación en el sector informal mostró niveles similares a los observados a principios del año en curso. Por su parte, las estimaciones puntuales de la brecha del desempleo exhibieron niveles similares a los observados desde principios del presente año (Gráfica 236).

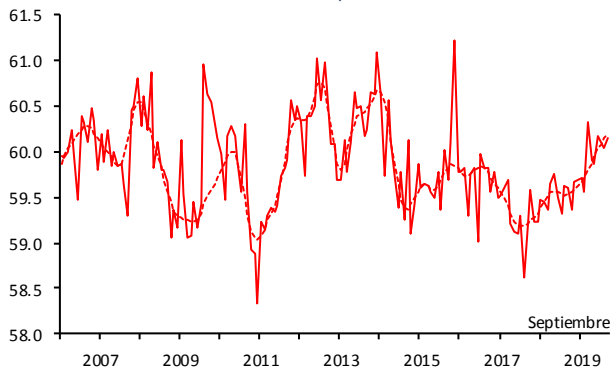
Gráfica 235
Indicadores del Mercado Laboral
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



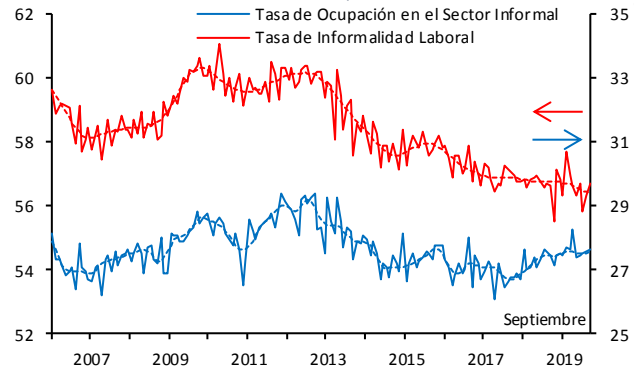
b) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



c) Tasa de Participación Laboral Nacional^{2/}
Por ciento, a. e.



d) Ocupación en el Sector Informal^{3/}
e Informalidad Laboral^{4/}
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/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

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

3/ 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.

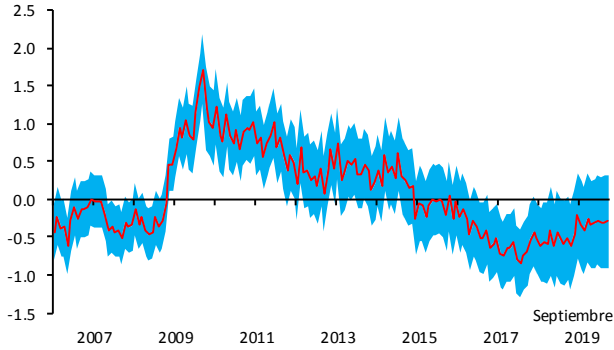
4/ Incluye a los trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

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

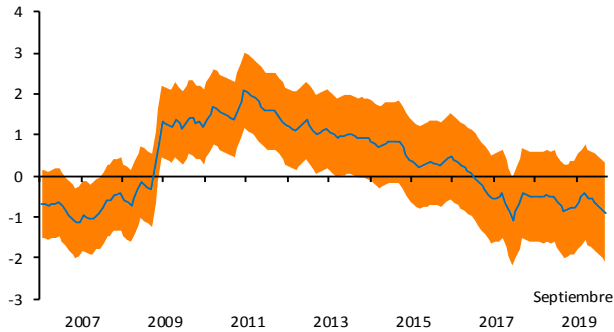
En el tercer trimestre de 2019, los indicadores salariales disponibles mostraron cierta moderación en su ritmo de crecimiento respecto del observado en el trimestre anterior. En particular, el salario promedio para la economía en su conjunto se incrementó a una tasa anual de 4.0%, menor a la de 4.6% reportada el trimestre previo. A su vez, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 6.5% en promedio, cifra que se compara con la de 6.7% registrada el trimestre previo (Gráfica 237). Ello fue resultado de una expansión a tasa anual de 14.6% del salario para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte y de un incremento de 5.6% para los trabajadores que laboran en el resto del país, avances ligeramente inferiores a los de 14.7 y 5.9% del trimestre anterior. Estos avances, aunado al comportamiento de la inflación, dieron como resultado un aumento en términos reales para ambos indicadores salariales. Por su parte, en el periodo julio — septiembre de 2019, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal fue de 5.0%, tasa inferior a la de 5.9% observada en el mismo trimestre de 2018. Las revisiones promedio en empresas privadas y públicas

se ubicaron en 6.1 y 3.4%, respectivamente, mientras que las tasas registradas en el mismo lapso de 2018 se situaron en niveles de 6.0 y 3.4%, en el mismo orden.

Gráfica 236
Estimación de la Brecha de Desempleo ^{1/}
 Por ciento, a. e.
 a) Tasa de Desempleo



b) Tasa de Desempleo más la de Informales Asalariados

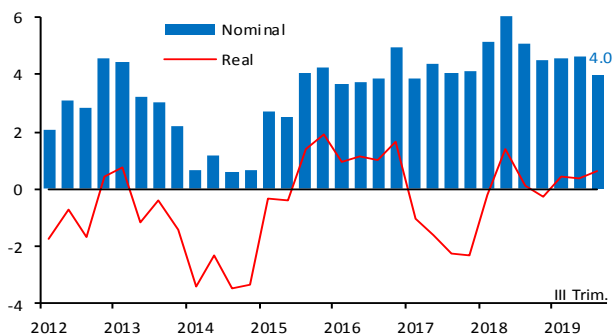


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
^{1/} Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

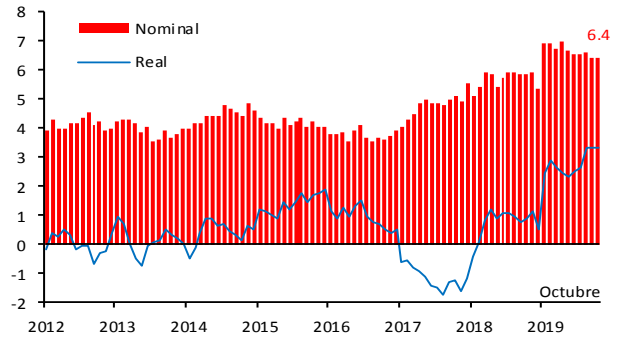
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE.

Gráfica 237
Indicadores Salariales
 Variación anual en por ciento

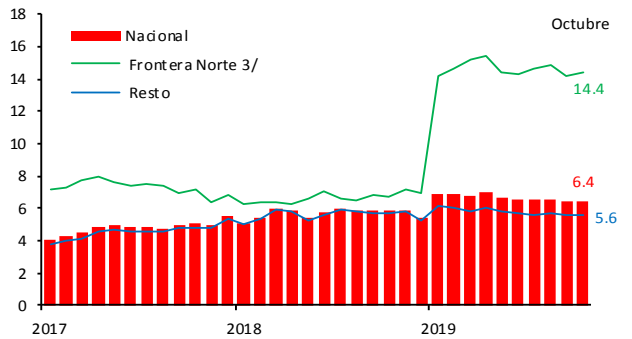
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



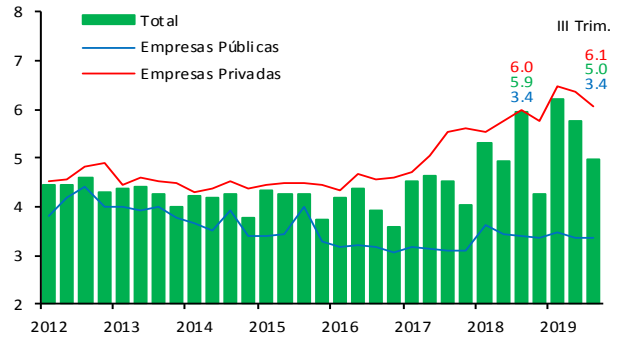
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}



c) Salario Diario Nominal Asociado a los Trabajadores Asegurados al IMSS



d) Salario Contractual Nominal ^{4/}



^{1/} Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% más bajo y el 1% más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso reportado de cero o que no lo reportaron.
^{2/} Durante el tercer trimestre de 2019 se registraron en promedio 20.5 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

^{3/} Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

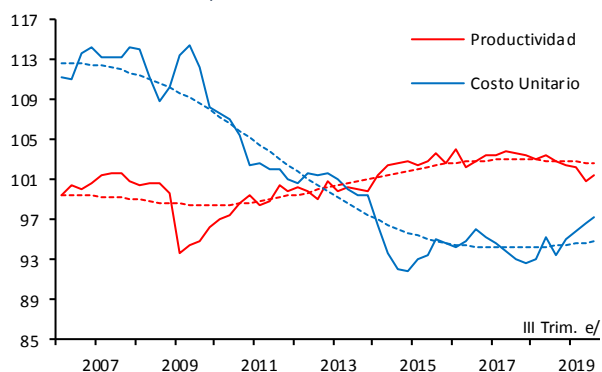
^{4/} El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.4 millones.

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

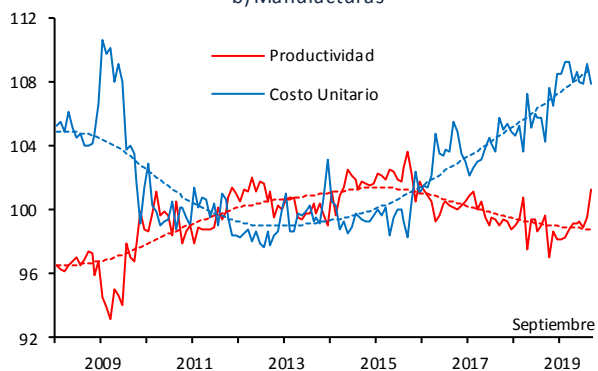
Por su parte, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto mantuvo una trayectoria ascendente en el tercer trimestre de 2019, en tanto que los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron ubicándose en niveles relativamente elevados (Gráfica 238).

Gráfica 238
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

Índice 2013=100, a. e.
a) Total de la Economía^{1/}



b) Manufacturas^{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/} Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del tercer trimestre de 2019 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE, INEGI.

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 (SCNM), INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía⁴³

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

En el tercer trimestre de 2019, las fuentes de recursos financieros de la economía continuaron creciendo a un ritmo bajo respecto a lo observado en años anteriores. En particular, se estima que registraron un flujo anual de 5.4% del PIB al tercer trimestre de 2019, cifra similar a la observada en el trimestre anterior y que se compara con un flujo de 6.5% del PIB en promedio entre 2015 y 2018 (Cuadro 7). En particular:

- v. Las fuentes externas registraron un flujo anual de 0.3% del PIB en el tercer trimestre de 2019, cifra inferior al 1.0% del PIB del trimestre anterior y al promedio observado entre 2015 y 2018 de 1.3% (Gráfica 239). Ello reflejó una disminución en la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes en el periodo que se reporta —especialmente en títulos de corto plazo—, así como un menor volumen neto de recursos del exterior destinados a financiar al sector público, en parte como resultado de las operaciones de manejo de pasivos realizadas por Pemex. Así, las fuentes externas continuaron creciendo a un ritmo bajo, reflejo de la mayor restricción de financiamiento externo enfrentada por el país a partir de 2014 y que se ha mencionado en informes previos (Gráfica 240c).
- vi. El flujo anual de las fuentes internas —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— registró un ligero repunte, al ubicarse en 5.1% del PIB en el tercer trimestre de 2019, lo cual se compara con un flujo de 4.4% del PIB en el trimestre previo y con un flujo de 5.2% del PIB en promedio entre 2015 y 2018 (Gráfica 239). La recuperación en las fuentes internas durante el tercer trimestre se explica en buena medida por una mayor tenencia de instrumentos monetarios por parte del sector privado. Pese a ello, las fuentes internas continúan presentando un bajo dinamismo respecto a lo observado en años anteriores.

⁴³ 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.

Cuadro 7
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T3	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T3
	Flujos anuales como porcentaje del PIB						Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.4	5.4	3.3	3.8	1.2	0.2	2.3
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.6	4.6	5.5	6.6	4.2	5.1	5.1	5.2	5.4	3.7	1.7	4.8
Monetarias ^{2/}	3.2	2.7	3.6	4.3	2.8	3.0	4.1	4.6	5.7	3.9	1.9	4.2
No Monetarias ^{3/}	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	2.1	7.0	6.3	4.9	3.4	1.3	5.7
Fuentes Externas ^{4/}	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	0.3	5.7	0.5	1.4	-2.8	-2.4	-2.0
Total de Usos	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.4	5.4	3.3	3.8	1.2	0.2	2.3
Reserva Internacional ^{5/}	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.5	2.0	-9.1	-3.5	-8.5	-3.8	0.8
Financiamiento al Sector Público	4.7	4.1	2.9	1.1	2.2	1.6	5.8	6.3	2.4	-4.1	0.1	0.5
Público Federal ^{6/}	4.5	4.0	2.8	1.1	2.2	1.6	6.0	6.5	2.6	-4.1	0.3	0.7
Estados y municipios	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-3.7
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	2.5	3.0	2.9	3.9	2.2	1.9	2.0	5.4	4.0	3.0	0.7	1.6
Interno	1.6	3.0	3.0	3.2	2.7	1.9	1.8	8.9	7.2	4.5	4.2	3.2
Externo	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	0.0	2.5	-2.1	-3.5	-0.8	-8.8	-3.2
Otros conceptos ^{8/}	1.3	0.0	1.6	3.4	0.5	1.4	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año, excepto para 2019, donde se muestra al tercer trimestre.

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

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

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

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

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

6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica 35.

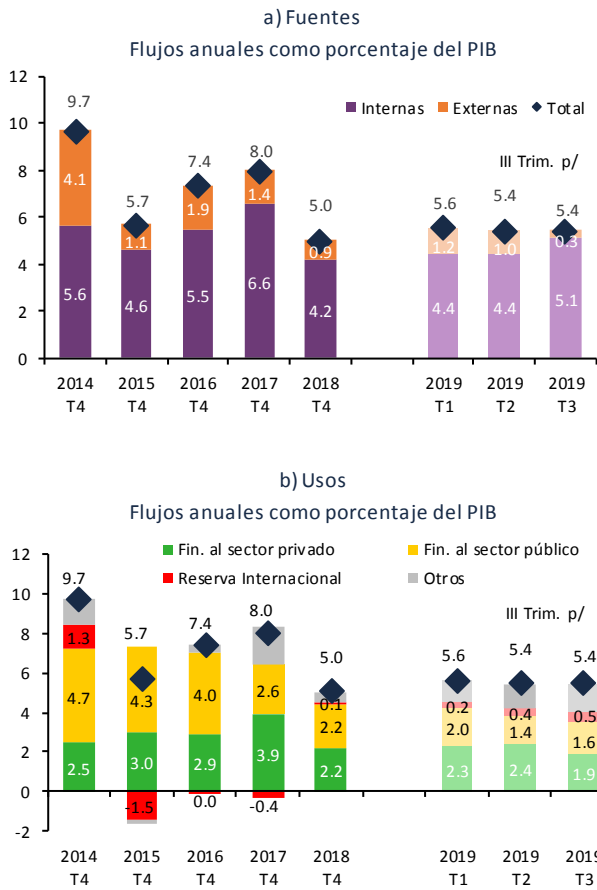
7/ Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas.

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 239

Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía



p/ Cifras preliminares.

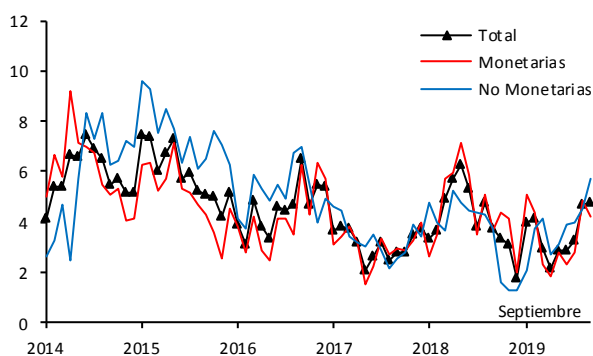
Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1. Los rubros de Financiamiento al Sector Público y Otros difieren del Cuadro 1ya que se excluye el efecto de la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 240

Fuentes de Recursos Financieros

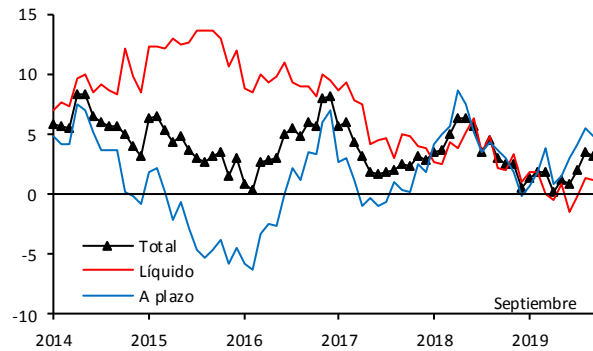
a) Fuentes Internas (F1)

Variación real anual en por ciento



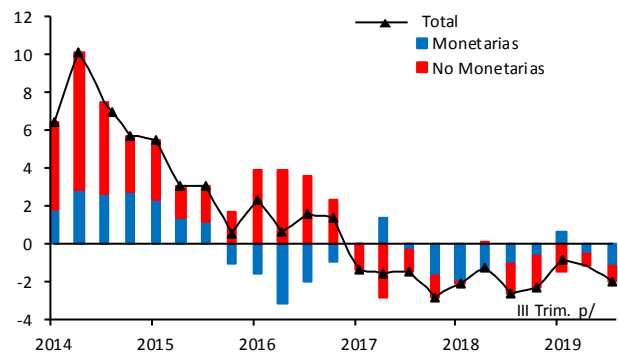
b) Agregado Monetario M2

Variación real anual en por ciento



c) Fuentes Externas

Variación real anual en por ciento y contribución al crecimiento



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1.

Fuente: Banco de México.

Las fuentes monetarias (M3) registraron un flujo anual de 3.0% del PIB al tercer trimestre, cifra superior a la observada al cierre del trimestre anterior (2.6% del PIB) aunque inferior a la de años previos (en promedio 3.3% del PIB entre 2015 y 2018,

Cuadro 7 y Gráfica 240a).⁴⁴ Este mayor flujo se debe tanto a una ligera recuperación en el agregado monetario más estrecho (M1), el cual se ubica aún en niveles históricamente bajos como resultado de la fuerte desaceleración que registró en trimestres previos, así como a un incremento en la tenencia de instrumentos a plazo por parte del sector privado, reportada por el agregado monetario M2-M1 (Cuadro 7 y Gráfica 240b; ver también Recuadro 4). En tanto, las fuentes no monetarias registraron un flujo de 2.1% del PIB al cierre del trimestre de referencia, cifra ligeramente superior a la observada al cierre del trimestre anterior de 1.9% del PIB (Cuadro 7 y Gráfica 240a). Ello obedeció principalmente a una expansión de los fondos de ahorro para el retiro en el trimestre que se reporta.

Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se situó en 1.6% del PIB al tercer trimestre de 2019, cifra similar al 1.4% del PIB del segundo trimestre. Cabe señalar que los Criterios Generales de Política Económica para 2020 estiman que este rubro finalice el año en 2.7% del PIB. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se ubicó en 180.2 miles de millones de dólares al tercer trimestre, cifra similar a la observada al cierre del trimestre anterior (178.9 miles de millones de dólares). En lo que se refiere al financiamiento total al sector privado no financiero, se registró un flujo anual de 1.9% del PIB al tercer trimestre, por debajo del flujo observado en el trimestre anterior (2.4% del PIB). Así, en los últimos cuatro trimestres este flujo de financiamiento se ha situado en los niveles más bajos observados desde el tercer trimestre de 2015. Este comportamiento es congruente con la pérdida de dinamismo de la actividad económica registrada durante el año.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía

En esta sección se profundiza sobre la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, entendido como el financiamiento bruto que reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero.⁴⁵

En el tercer trimestre del año, el financiamiento total a la economía continuó expandiéndose a un ritmo moderado, propiciado por un bajo crecimiento tanto del financiamiento al sector público en lo general como al sector privado (Gráfica 241a). En lo que toca al financiamiento al sector público federal, este mantuvo una modesta tasa de crecimiento, tanto en su componente externo como interno, tendencia que ha prevalecido desde la segunda mitad de 2016 (Gráfica 241b).⁴⁶ Cabe mencionar que en dicho año el Gobierno Federal implementó un ajuste en su postura fiscal que redujo sus requerimientos de financiamiento de manera persistente. Por último, el financiamiento a los estados y municipios ha registrado una contracción desde el tercer trimestre de 2016 (Gráfica 241b).

⁴⁴ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en M3, el cual está compuesto por M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. M2, a su vez, se compone por instrumentos líquidos (billetes, monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro, crédito popular y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporto de valores).

⁴⁵ El financiamiento bruto al sector público considera el que recibe el Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y

municipios, mientras que el del sector privado incluye el financiamiento otorgado a hogares y empresas.

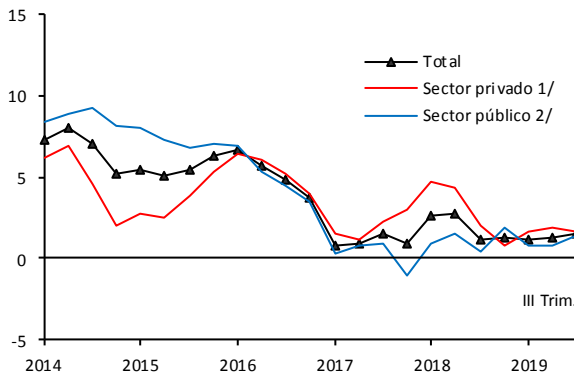
⁴⁶ A diferencia del Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) que se presentó en la sección anterior, que es una medida de endeudamiento neto y que además considera pasivos contingentes, esta medida de financiamiento no contempla su tenencia de activos financieros, ni otros pasivos de este sector, tales como los correspondientes al IPAB y Fonadin, las obligaciones de la Ley del ISSSTE, los bonos de pensión de Pemex y CFE, entre otros.

Gráfica 241

Financiamiento a la Economía

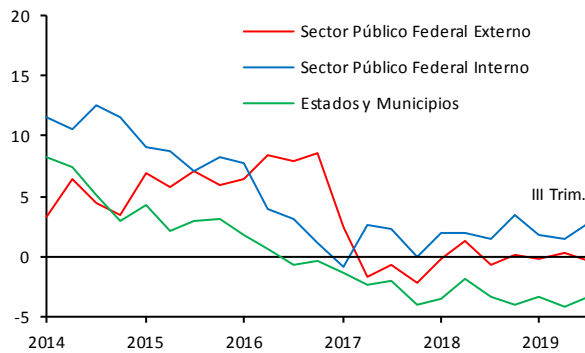
a) Financiamiento a sectores no financieros

Variación real anual en por ciento



b) Financiamiento al Sector Público No Financiero

Variación real anual en por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, de desarrollo y de otros intermediarios financieros no bancarios.

2/ Incluye al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios.

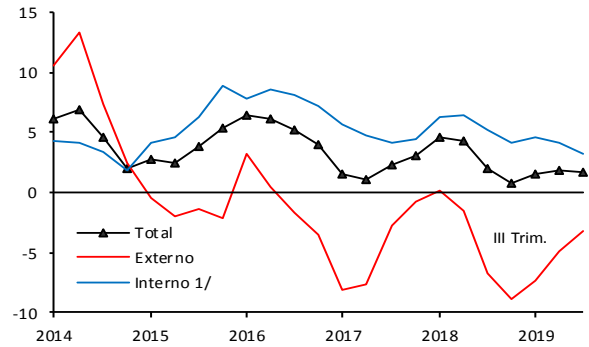
Fuente: Banco de México.

Con respecto al financiamiento total al sector privado no financiero, este creció a una tasa real anual de 1.6% en el trimestre que se reporta, que se compara con una cifra de 1.8% en el segundo trimestre (Gráfica 242). A su interior, el financiamiento externo presentó una contracción real anual de menor magnitud respecto a las registradas en trimestres previos. A lo anterior abonó una importante colocación de deuda privada en los mercados externos por segundo trimestre consecutivo. Ello podría reflejar la intención de algunas empresas emisoras de aprovechar la disminución de los costos de financiamiento en el mercado internacional con el fin de refinanciar pasivos.

Gráfica 242

Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero

Variación real anual en por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, de desarrollo y de otros intermediarios financieros no bancarios.

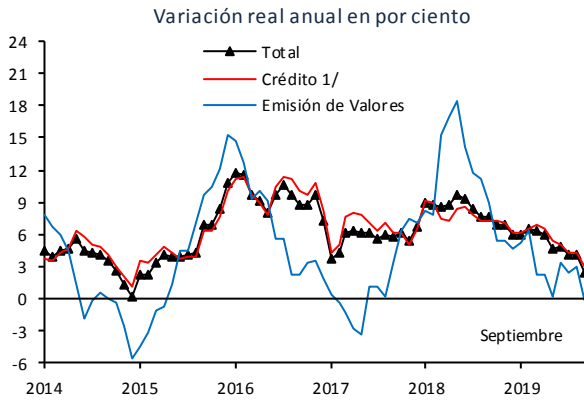
Fuente: Banco de México.

En cuanto al saldo del financiamiento interno, el canalizado a las empresas acentuó su desaceleración, la cual comenzó a observarse desde el tercer trimestre de 2018. Así, en septiembre de 2019 este saldo registró una variación real anual de 2.4%, inferior a la del segundo trimestre del año (de 4.8%, Gráfica 243). A su interior, el mercado de deuda interna observó una variación negativa en el saldo de valores de mediano plazo debido a que las colocaciones fueron menores a las amortizaciones y pagos anticipados, hecho que no se registraba desde el primer trimestre de 2017 (Gráfica 244). Asimismo, el crédito de la banca comercial y de desarrollo a las empresas continuó presentado un bajo dinamismo (Gráfica 245a). El segmento de empresas grandes no emisoras presentó una desaceleración, mientras que el crédito de la banca comercial a las empresas grandes emisoras registró una contracción real anual, reflejando en parte, una sustitución de pasivos internos por externos. En tanto, el crédito destinado a las empresas de menor tamaño se contrajo al igual que en el segundo trimestre del año (Gráfica 245b).

De acuerdo a la encuesta que realiza el Banco de México a la banca comercial (EnBan), el menor crecimiento del crédito bancario sería resultado de una disminución de la demanda de crédito tanto de empresas grandes, por dos trimestres consecutivos, como de empresas de menor tamaño, quienes habrían contraído su demanda desde el segundo

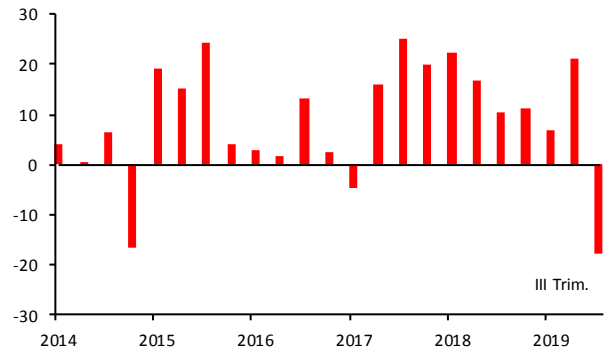
semestre de 2017.⁴⁷ Asimismo, la EnBan reporta una menor demanda de crédito para adquirir activos fijos, lo cual es congruente con la atonía registrada en la inversión fija bruta en los últimos trimestres. De igual modo, los bancos comerciales continúan reportando cierto estancamiento en la demanda de recursos de las empresas para financiar capital de trabajo (Gráfica 246b). Asimismo, dichos bancos reportaron una mayor necesidad de las empresas para reestructurar pasivos. Por su parte, la encuesta a empresas que implementa el Banco de México continuó reportando, en el tercer trimestre de 2019, un porcentaje menor de nuevos créditos que se destinan a la inversión con respecto a los niveles observados en 2016 (Gráfica 246a).⁴⁸

Gráfica 243
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras ^{1/}



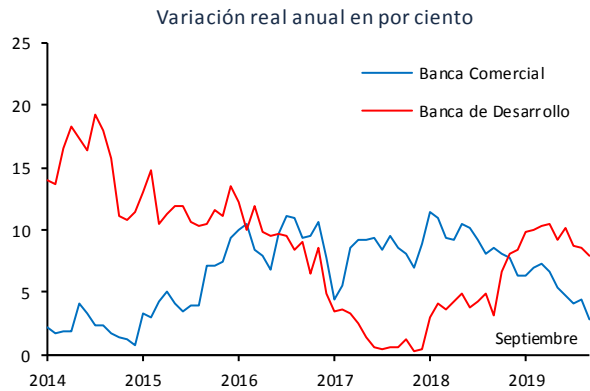
^{1/} Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de otros intermediarios financieros no bancarios.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 244
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras ^{1/}
Miles de millones de pesos



^{1/} Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 245
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
a) Total por banca

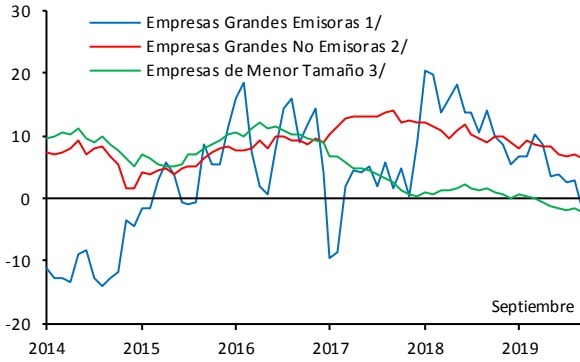


Fuente: Banco de México.

⁴⁷ 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 Julio – Septiembre de 2019, disponible en la siguiente liga:
<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/encuesta-sobre-condiciones-generales-y-estandares-/condiciones-en-credito-bancar.html>

⁴⁸ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa sobre la Evolución Trimestral del Financiamiento a las Empresas durante el trimestre Julio – Septiembre de 2019, disponible en la siguiente liga:
<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/evolucion-trimestral-del-financiamiento-a-las-empr/evolucion-del-financiamiento-.html>

b) Crédito de la banca comercial por tamaño de Variación real anual en por ciento



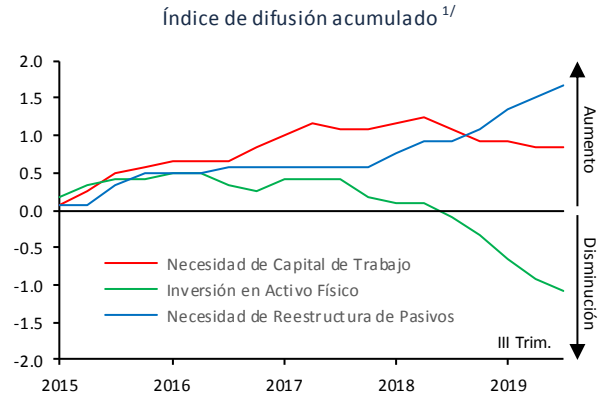
1/ Empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.

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

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

Fuente: Banco de México.

b) Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento



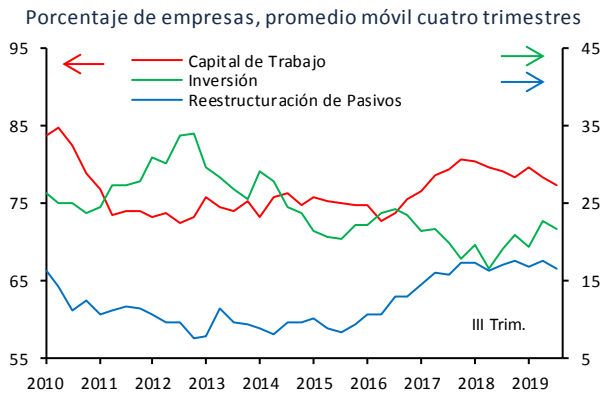
1/ Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.

Fuente: Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio (EECMC) y Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

Gráfica 246

Uso de Crédito Bancario por parte de Empresas Grandes

a) Destino Principal del Nuevo Crédito Bancario según Empresas con más de 100 Empleados

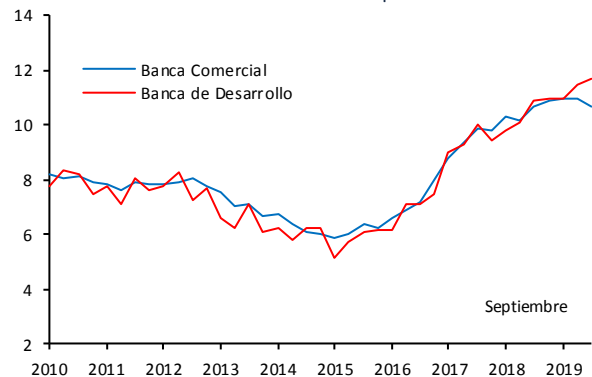


Respecto a las condiciones de financiamiento, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que hubo un apretamiento de los estándares de otorgamiento de crédito para las empresas, en particular para las de menor tamaño. En tanto, acorde con la reducción de la tasa de interés de fondeo bancario, las tasas de interés del financiamiento a las empresas comenzaron a disminuir (Gráfica 247).

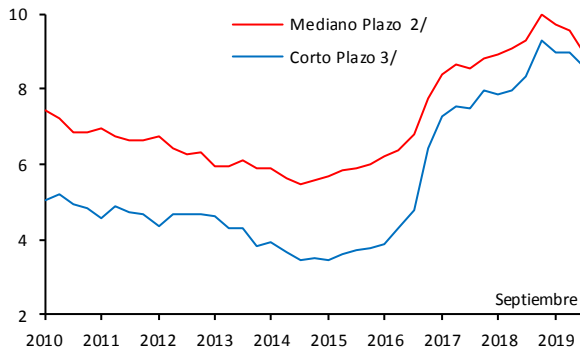
Gráfica 247

Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras

a) Tasa de Interés Anual de Nuevos Créditos^{1/}
Promedio trimestral en por ciento



b) Tasas de Interés Anual de Valores Privados
Promedio trimestral en por ciento



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

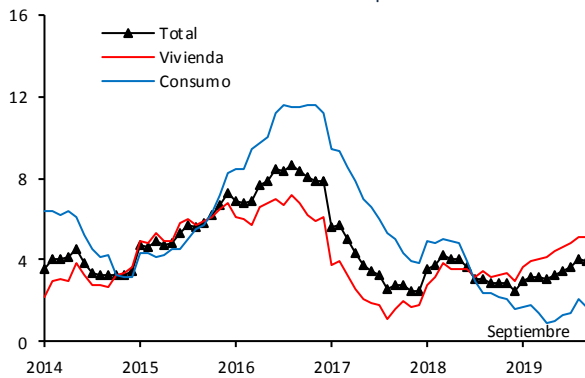
2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de colocaciones de deuda con plazo mayor a un año al cierre del mes.

3/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada con plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.

Fuente: Banco de México.

El saldo del crédito a los hogares presentó en el tercer trimestre de 2019 un mayor crecimiento real anual respecto al del trimestre previo (3.9% contra 3.5%). A su interior, la cartera de vivienda siguió presentando dinamismo, al registrar una tasa de crecimiento real anual de 5.1% en el tercer trimestre, que se compara con 4.6% del segundo trimestre. En tanto, la tasa de crecimiento del crédito al consumo continúa siendo baja, en congruencia con la debilidad que ha mostrado el consumo privado durante el año. La variación real anual de esta cartera fue de 1.7% en el trimestre que se reporta contra 1.3% del trimestre previo (Gráfica 248).

Gráfica 248
Crédito Total a los Hogares^{1/}
Variación real anual en por ciento

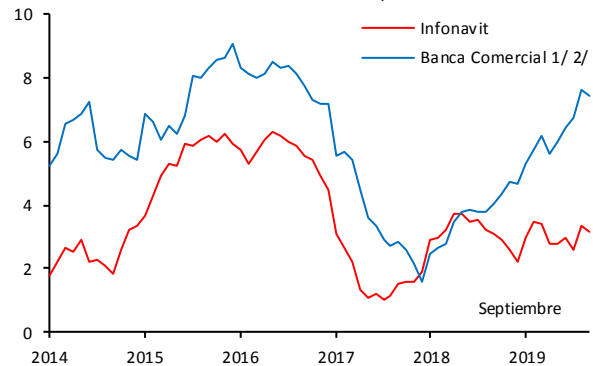


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México.

El crédito hipotecario otorgado por el Infonavit presentó en el tercer trimestre un crecimiento similar al observado en el trimestre previo. Por su parte, la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo la tendencia a la alza en su ritmo de expansión, misma que se ha observado desde 2018 (Gráfica 249). Esto último podría estar explicado, de acuerdo con la EnBan, por una mayor demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del segundo trimestre de 2018. Respecto a las condiciones del crédito a la vivienda, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que los estándares de otorgamiento continuaron sin mostrar cambios significativos, mientras que las tasas de interés de los nuevos créditos se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017 (Gráfica 249). Ello puede explicarse en parte por la contribución de la política monetaria a la contención de las primas de riesgo inflacionario que inciden en las tasas de interés de largo plazo. En el trimestre que se reporta, se registraron disminuciones notables en las tasas de interés de los bonos gubernamentales de mediano y largo plazos. Estas reducciones también reflejan los importantes ajustes a la baja en las tasas de interés a nivel mundial. En este contexto, de prevalecer estas condiciones, podrían esperarse hacia adelante menores tasas de interés hipotecarias.

Gráfica 249
Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento



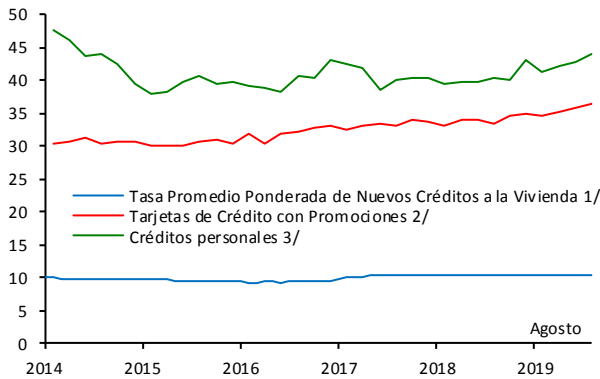
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 250

Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
Por ciento



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

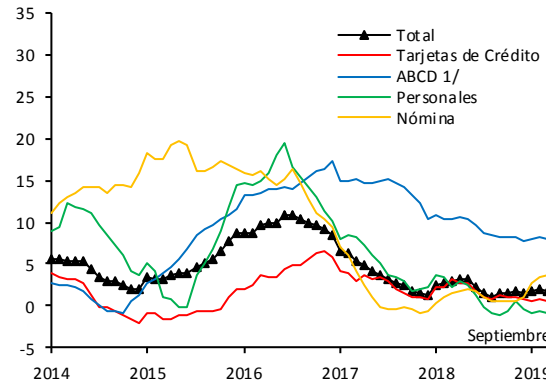
3/ La fuente es el formulario de créditos al consumo no revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de nuevos créditos, se excluyen créditos vencidos, atrasados o en reestructura, otorgados a personas relacionadas con la institución, créditos otorgados en condiciones preferenciales a sus empleados,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

Fuente: Banco de México.

En contraste, el crédito de la banca comercial al consumo mantuvo un bajo ritmo de expansión, mismo que se ha registrado desde el segundo semestre de 2018 (Gráfica 250). Ello, en un entorno en el que, de acuerdo con la EnBan, los bancos con mayor participación de mercado reportaron haber percibido durante el tercer trimestre cierto incremento de la demanda de crédito con respecto del trimestre previo, al tiempo que también mencionaron que persisten condiciones apretadas de otorgamiento de crédito al consumo. Respecto a las tasas de interés, cuyas cifras están reportadas al mes de agosto, destaca que aquellas asociadas a las tarjetas de crédito y créditos personales se incrementaron (Gráfica 251).

Gráfica 251

Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
Variación real anual en por ciento



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

Fuente: Banco de México.

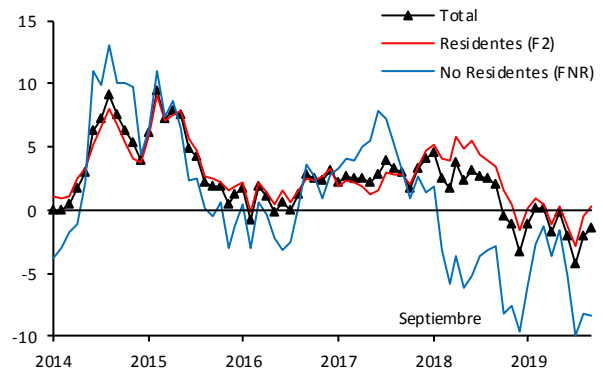
En suma, las fuentes de recursos financieros exhibieron cierta recuperación durante el tercer trimestre de 2019. Pese a ello, su ritmo de expansión continúa siendo menor al observado en años previos, y persiste el riesgo de que la disponibilidad de recursos financieros siga siendo limitada en el futuro. Ante este panorama, es fundamental continuar con los esfuerzos para consolidar sosteniblemente las finanzas públicas. Ello coadyuvará al fortalecimiento del marco macroeconómico del país, al tiempo que contribuirá a mantener la canalización de recursos al sector privado. En este contexto, es importante atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex. Asimismo, el cumplimiento de las metas fiscales para 2019, así como de las planteadas en el Paquete Económico 2020, es necesario para continuar con el fortalecimiento del marco macroeconómico del país, el cual ha permitido un ajuste ordenado de la economía ante un entorno adverso.

2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F) ⁴⁹

En el tercer trimestre de 2019 los activos financieros internos —medidos por el agregado F— registraron un crecimiento anual en términos reales de -1.5%. Ello se compara con la contracción registrada al cierre del trimestre anterior de 2.1% (Gráfica 252). Las tasas anuales negativas que se han observado a partir del cuarto trimestre de 2018 reflejan un menor dinamismo en el ritmo de crecimiento de las fuentes de recursos financieros, así como efectos de valuación negativos. Estos últimos se han disipado parcialmente en el trimestre que se reporta. A su interior, los activos financieros en poder de residentes —medidos en el agregado F2— registraron un crecimiento real anual de 0.3% en el tercer trimestre, cifra superior a la observada al cierre del trimestre previo (-1.4%). Por otro lado, los activos financieros internos en poder de no residentes —medidos en el agregado FNR— registraron una contracción de 8.4% real anual durante el tercer

trimestre de 2019, reducción de mayor magnitud a la observada al cierre del segundo trimestre de 2019 (-5.3%).

Gráfica 252
Activos Financieros Internos (F)
 Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

⁴⁹ Para mayor información sobre el cálculo de estos indicadores, consultar la nota metodológica “Redefinición de los agregados monetarios y medición de los activos financieros internos”, disponible en la siguiente liga:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/agregados-monetarios-y-actividad-financiera/metodologia/%7BBBC0BC472-BB40-A80B-5BAA-0BC43DF162E2%7D.pdf>

Recuadro 4. M1 y su Potencial de Predicción de la Actividad Económica

1. Introducción

En este Recuadro se muestra la relación a través del tiempo que existe en México entre las variaciones del agregado monetario M1 y la actividad económica. En particular, se muestra evidencia estadística que sugiere que los cambios en ese agregado monetario guardan una correlación positiva y adelantada con los de la actividad económica. Dicha relación también se ha documentado para otros países.¹ En particular, se analiza si el agregado M1 contiene información relevante para estimar la probabilidad de que se observe una desaceleración en la actividad económica hacia delante.

En la actual coyuntura, este ejercicio es de interés debido a que, después del elevado crecimiento que registró M1 entre 2014 y 2016 (por razones que se expondrán más adelante), a partir del primer trimestre de 2017 se observó una desaceleración en su tasa de crecimiento, acentuándose la pérdida de dinamismo desde la segunda mitad de 2018. Cabe mencionar que, si bien M1 exhibió cierta recuperación durante el tercer trimestre de 2019, su ritmo de expansión actual se mantiene en un nivel históricamente bajo.

En este contexto, este Recuadro presenta indicadores recientes de la dinámica de M1, tanto de manera agregada como por tenedor económico, así como una estimación de la demanda de dinero, en saldos reales, y la desviación observada con respecto a este nivel en el corto plazo. Se muestra que dicha desviación precede a la actividad económica, de tal forma que el agregado monetario M1 parece ser un indicador adelantado del crecimiento económico en México. A partir de este resultado, se estima un modelo econométrico que calcula la probabilidad de observar una pérdida de dinamismo en la actividad económica en los siguientes seis meses con base en el crecimiento real observado de M1. Los resultados apuntan a que dicha variable contiene información que ayuda a predecir periodos de desaceleración económica en México.

2. Evolución Reciente del Agregado Monetario M1

La Gráfica 1 ilustra la desaceleración que ha exhibido en los últimos años el agregado monetario M1. Después de haber alcanzado una tasa de crecimiento elevada en 2015 —en un contexto en el que las tasas de interés se ubicaban en niveles históricamente bajos y el sector privado reacomodaba su uso de medios de pago ante la Reforma Hacendaria de 2014²—, el ritmo de expansión de M1 inició una tendencia a la baja a partir de 2016, la cual se volvió más pronunciada en términos reales a inicios de 2017. Alrededor de 2018 se observó una ligera recuperación en M1, la cual pudo estar asociada en parte al

aumento temporal en la demanda de dinero que se suele observar alrededor de las fechas en que se celebran elecciones federales en el país. El incremento en M1 alrededor de 2018 se observó principalmente en billetes y monedas, el componente que típicamente es más afectado por este efecto estacional (Gráfica 1a). A partir de la segunda mitad de 2018, se observó una desaceleración más marcada, reflejando una menor tenencia de activos líquidos tanto de hogares como de empresas privadas no financieras (Gráfica 1b). Así, durante el segundo trimestre de 2019 el agregado monetario M1 alcanzó una tasa de crecimiento real anual negativa por primera vez desde 2008. Por último, durante el periodo junio-septiembre 2019 el agregado monetario M1 exhibió cierta recuperación, si bien su ritmo de expansión continúa ubicándose en niveles bajos respecto a años anteriores.

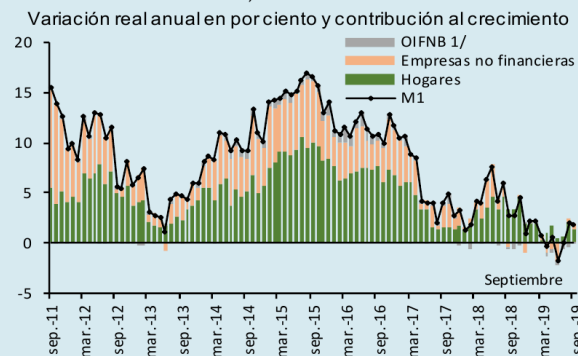
Gráfica 1

M1

a) Por instrumento



b) Portenedor



¹ Corresponde a Otros Intermediarios Financieros no Bancarios. Incluye casas de bolsa, sofomes no bancarias, compañías de seguros, almacenes generales de depósito y afianzadoras.

Fuente: Banco de México.

¹ Para una revisión de la literatura empírica en torno al tema, ver Brand, C., Reimers, H.-E. and Seitz, F., "Forecasting real GDP: what role for narrow money?", Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, ECB, 2003, pp. 302-333.

² Para obtener más información sobre el efecto de la Reforma Hacendaria sobre la demanda de dinero del sector privado, ver Recuadro 2 del Informe Trimestral, Enero-Marzo de 2015, titulado "Evolución Reciente de la Base Monetaria y los Medios de Pago".

La Gráfica 2 contextualiza la reciente desaceleración observada en M1 al mostrar su desviación respecto a su tendencia de largo plazo, calculada a través del filtro de Hodrick-Prescott. Se encuentra que M1, en términos reales, exhibe en los últimos meses una diferencia de más de dos desviaciones estándar por debajo de su tendencia, siendo esta la mayor desviación negativa que se tiene registrada en las últimas dos décadas. Asimismo, se muestra también la dinámica de M1 respecto a su nivel fundamental de acuerdo a un modelo econométrico que estima la demanda de dinero de largo plazo en términos reales. Ello permite contrastar la evolución observada de M1 respecto a la que se podría esperar a partir de la dinámica de sus principales determinantes. En particular, la demanda de dinero estimada con métodos Bayesianos es la siguiente:

$$\log\left(\frac{M1_t}{P_t}\right) = 0.98 \log Y_t - 1.21 R_t + Z_t' \beta + \varepsilon_t$$

(0.11) (0.13)

donde:

$\frac{M1_t}{P_t}$ = Saldos reales de M1 con ajuste estacional.

Y_t = PIB real desestacionalizado.

R_t = Rendimiento de Cetes 28 días.

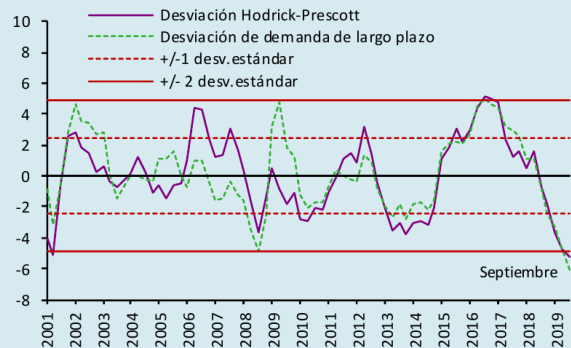
Z_t' = Un vector de variables que capturan otros determinantes idiosincráticos de la demanda de dinero.³

En congruencia con la literatura empírica, el modelo identifica una relación positiva entre M1 real y la variable de escala —la cual capturaría la demanda de dinero por motivos transaccionales— y una relación negativa con la tasa de interés —la cual, a su vez, capturaría la demanda de dinero por motivos especulativos o de balance de portafolio—. No obstante, existen desviaciones considerables respecto de su valor de tendencia. En particular, destaca que entre 2015 y 2016 se observó una desviación positiva respecto a su valor fundamental de largo plazo, reflejando en parte el reacomodo en el uso de medios de pagos por parte del sector privado mencionado anteriormente, y que en contraste, a partir de 2019, se observa una desviación negativa significativa (Gráfica 2). Dicha desviación parecería preceder al debilitamiento de la actividad económica observada en el presente año.

Gráfica 2

M1

Desviación porcentual con respecto a su tendencia y a ecuación de largo plazo



Fuente: Banco de México.

3. La Relación de M1 con la Actividad Económica

A continuación, se muestra evidencia que sugiere que el agregado monetario estrecho M1 parece guardar una relación adelantada con la actividad económica en México.⁴ Ello obedece a varios motivos, toda vez que la tenencia de instrumentos financieros líquidos por parte del sector privado —medidos en M1— podría reflejar cambios en el patrón de consumo de los hogares o bien estar relacionado con transacciones de las empresas que podrían generar beneficios futuros, como la liquidación de instrumentos financieros a plazo para invertir en maquinaria y equipo.

Con el fin de explorar con mayor precisión la relación que guarda el agregado monetario M1 con la actividad económica y sus determinantes, se estiman correlaciones dinámicas condicionadas al siguiente modelo de vectores autorregresivos:

$$Y_t = C + \sum_{\ell=1}^6 B_{\ell} Y_{t-\ell} + \varepsilon_t$$

donde Y contiene las siguientes variables:

- i. Variables exógenas: Producción Industrial de EUA*; Tasa de fondos federales; Diferencial de bono del tesoro de 10-2 años.
- ii. Variables endógenas: Remesas*; IGAE*; Crédito al consumo*; Tasa Cetes 28; M1 real*; Tipo de cambio, variación mensual.

*/ Desviación porcentual con respecto a su tendencia.

La muestra abarca el periodo de febrero de 2002 a septiembre de 2019, con frecuencia mensual.⁵ El modelo se estima con

³ Siguiendo a Ramos Francia et al (2015), se incluyen las remesas, considerando que funcionan como complemento al ingreso de los hogares en México y, por lo tanto, podrían estar vinculadas a la demanda de dinero. El modelo incluye también una tendencia autónoma cuyo objetivo es capturar la velocidad del dinero.

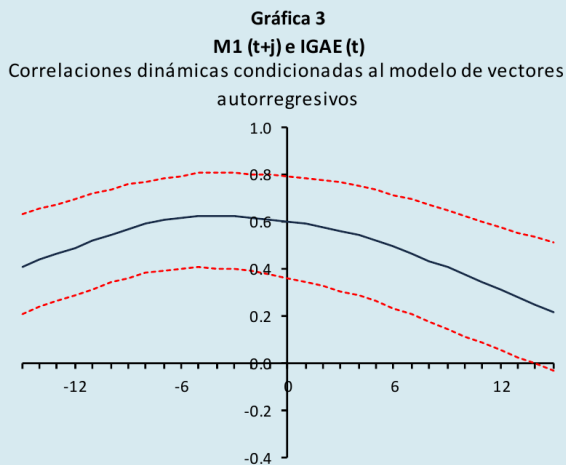
⁴ Ver el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre de 2017, titulado Consideraciones sobre las Nuevas Medidas de los Agregados Monetarios y los

Activos Financieros Internos en México, donde se puede encontrar una discusión sobre algunas hipótesis que podrían racionalizar dicho hallazgo.

⁵ El inicio de la muestra está determinado por la disponibilidad de datos sobre la curva de rendimiento gubernamental de México. Los resultados son robustos a la inclusión de la masa salarial en el modelo.

métodos bayesianos, bajo el supuesto de que los choques a las variables endógenas no afectan la dinámica agregada de las variables exógenas.

Los resultados arrojan que M1 guarda una relación positiva y adelantada con el IGAE (Gráfica 3). Condicional al modelo de vectores autorregresivos, la correlación entre M1 y el IGAE alcanza un máximo cuando M1 se adelanta entre dos y seis meses a la actividad económica. Dicha correlación es significativa estadísticamente. Así, el agregado monetario M1 parece ser un indicador adelantado de la actividad económica en un horizonte temporal de alrededor de seis meses.



Fuente: Banco de México.

4. Evaluación del Poder Predictivo de M1

En la sección anterior se mostró evidencia que indica que M1 guarda una relación positiva y adelantada con la actividad económica. A partir de este resultado, cabe preguntar si M1 contiene información suficiente para estimar la probabilidad de que se observe una reducción de la actividad económica por dos trimestres consecutivos hacia adelante. Para responder esta pregunta, se estiman tres variantes de un modelo *Probit*:⁶

- (i) $Pr(CON_{t+1,t+6} = 1) = \Phi(\beta_1 \times \gamma_{M1,t})$,
- (ii) $Pr(CON_{t+1,t+6} = 1) = \Phi(\beta_1 \times \gamma_{M1*,t})$,
- (iii) $Pr(CON_{t+1,t+6} = 1) = \Phi(\beta_1 \times \gamma_{M1,t} + \beta_2 CR_t)$,

en donde *CON* es una variable dicotómica que toma el valor de 1 en aquellos meses donde la actividad económica exhibe una variación trimestral negativa por dos trimestres consecutivos, con cifras ajustadas por estacionalidad, y 0 en otro caso; $\gamma_{M1,t}$ es el crecimiento de M1 real; $\gamma_{M1*,t}$ es el crecimiento de M1 real ajustado por cambios en la tasa de interés (calculado a partir de la demanda de dinero); y CR_t es la pendiente 10A –

3M de la curva de rendimiento de valores gubernamentales. Es importante destacar que la variable dependiente cubre un periodo de $t+1$ a $t+6$, el cual fue elegido con base en los resultados de la sección anterior, donde se encontró que la correlación entre M1 y la actividad económica alcanza un máximo con la actividad económica adelantada entre dos y seis meses. De esta forma, el modelo (i) calcula la probabilidad de observar una contracción en la actividad económica con base exclusivamente en la información contenida en M1 real. El modelo (ii), a su vez, ajusta el crecimiento de M1 real por cambios en la tasa de interés de corto plazo. Ello permite aislar los resultados del modelo (i) por efectos de cambios en la parte corta de la curva de rendimientos. Por último, el modelo (iii) controla adicionalmente por cambios en la pendiente de la curva de rendimientos de valores gubernamentales.

La Gráfica 4 resume los resultados de los modelos estimados.⁷ Las estimaciones se realizaron con datos mensuales para el periodo de enero de 1997 a septiembre de 2019. Los resultados sugieren que el crecimiento real de M1 parece contener información que ayuda a predecir periodos de desaceleración económica en México. En particular, se observan incrementos significativos en la probabilidad estimada de contracción económica basada en el crecimiento real de M1 en todos los episodios de desaceleración o contracción económica entre 1997 y 2019. El único periodo en el que se observó un pico en la probabilidad estimada y no se registró una desaceleración o contracción de la actividad bajo los parámetros establecidos fue en la segunda mitad de 1998. Dicho episodio, no obstante, estuvo caracterizado por una fuerte crisis financiera originada en Rusia y que afectó a varias economías emergentes, entre ellas México. Cabe mencionar que si bien la actividad económica en el país no registró tasas negativas, dado que presentaba un nivel elevado de crecimiento, se observó una desaceleración importante en su ritmo de expansión, al pasar de 8% anual en promedio en 1996 y 1997 a 3% en 1998 y 1999. Cabe destacar que los resultados del modelo (i) son robustos a los controles adicionales que se utilizan en modelos (ii) y (iii).

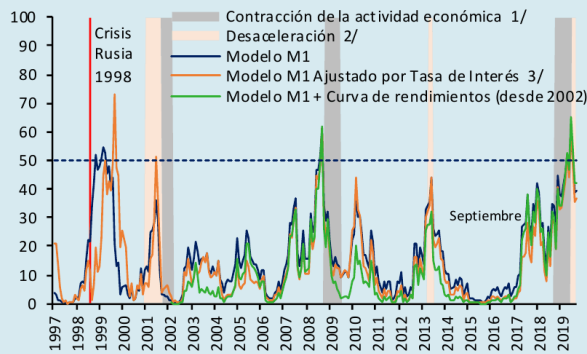
Respecto a los datos más recientes, se encuentra que a partir del tercer trimestre de 2018 comenzó a incrementarse la probabilidad de observar una desaceleración en la actividad económica, alcanzando niveles elevados en términos históricos en el segundo trimestre de 2019, con lo cual la señal del modelo fue congruente con la debilidad que ha mostrado la actividad económica a partir del cuarto trimestre del año pasado. Para el periodo que reporta este informe, dicha probabilidad permanece en un nivel alto, si bien ha disminuido en el margen.

⁶ Un ejercicio similar para la zona euro se encuentra en “The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area” en el ECB Economic Bulletin, Issue 3/2019.

⁷ El coeficiente estimado para β_1 en el modelo (i) es -0.15; en el modelo (ii), el coeficiente asociado a β_1 es -0.19; y en el modelo (iii), el coeficiente estimado de

β_1 es -0.17, en tanto que el coeficiente de β_2 es -0.16. Todos los coeficientes son significativos con un nivel de confianza del 99%, con excepción de β_2 en (ii), el cual no es significativo.

Gráfica 4
Probabilidad de Contracción Económica Estimada con Modelo Probit
 Por ciento



1/ Periodos en los que se observaron por dos trimestres consecutivos una variación trimestral a.e. del PIB negativa.
 2/ Periodos en los que la variación trimestral a.e. del PIB fue negativa en un promedio móvil de dos trimestres.
 3/ La variable dependiente se define como $M1 - \beta_1 R_t$. Se utiliza el coeficiente β_1 , estimado en un modelo de demanda de dinero donde las variables independientes son el PIB, la tasa de interés de corto plazo, remesas y una tendencia.
 Fuente: Banco de México.

5. Consideraciones Finales

Los resultados de las estimaciones econométricas que se presentaron en este Recuadro sugieren que el crecimiento real de M1 guarda una relación positiva y adelantada con la actividad económica. Adicionalmente, la tasa de crecimiento real de M1 parece contener información relevante para anticipar episodios de desaceleración económica en el país. En este sentido, en caso de observarse una recuperación en el M1

en los siguientes meses, podría anticiparse una reducción en los riesgos a la baja en el crecimiento económico del país. No obstante, si bien este Recuadro muestra evidencia de que el agregado monetario M1 permite extraer señales sobre la fase del ciclo económico, su interpretación debe tomarse con cautela ya que, como se muestra en el Recuadro, la evolución de M1 puede verse afectada por otros factores que no necesariamente guardan una relación con la actividad económica.

6. Referencias

Banco de México (2015), “Evolución Reciente de la Base Monetaria y los Medios de Pago”, Informe Trimestral Enero-Marzo 2015, Recuadro 2, pp. 35-38.

Banco de México (2017), “Consideraciones sobre las Nuevas Medidas de los Agregados Monetarios y los Activos Financieros Internos en México”, Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017, Recuadro 3, pp. 34-37.

Brand, C., Reimers, H.-E. y Seitz, F. (2003), “Forecasting real GDP: what role for narrow money?”, Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, ECB, pp. 302-333.

European Central Bank (2019), “The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area”, ECB Economic Bulletin, Issue 3/2019.

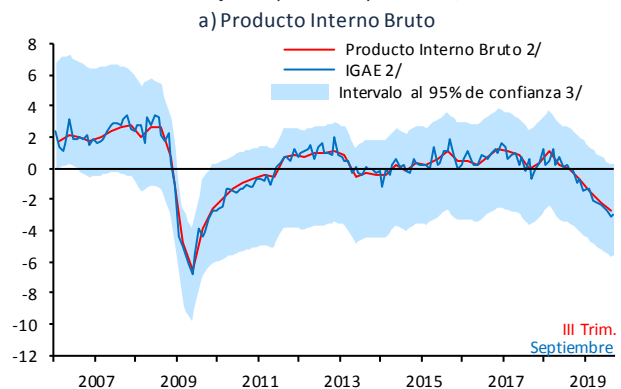
Ramos-Francia, M., Noriega, A.E. y Rodríguez Pérez, C.A. (2015), “Uso de agregados monetarios como indicadores de la evolución futura de los precios al consumidor: Crecimiento monetario y meta de inflación”, Banco de México, Documento de Investigación 2015-14.

2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

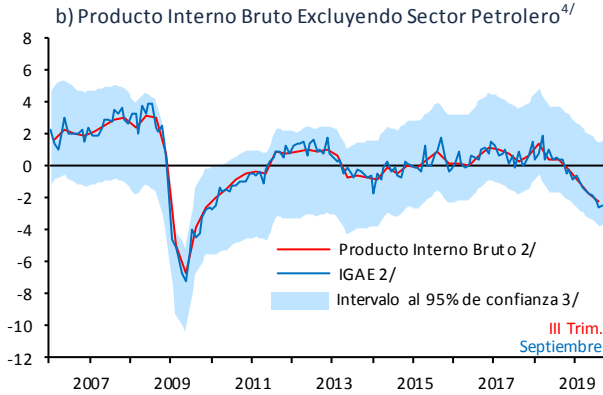
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura se hayan ampliado en terreno negativo a un ritmo mayor al previsto en el tercer trimestre de 2019, en congruencia con el estancamiento que la actividad económica ha venido mostrando (Gráficas 253 y 254a). En particular, las estimaciones de la brecha del producto, tanto la que se basa en el PIB total, como la que excluye al sector petrolero, mostraron una magnitud negativa mayor a la del trimestre previo. Por agrupación de indicadores de holgura, con información al mes de agosto de 2019 el relacionado con el consumo mostró un mayor relajamiento, el asociado con el mercado laboral continuó reduciendo su grado de estrechez, y el relacionado con el

mercado de fondos prestables se mantuvo en niveles similares a los registrados en meses previos (254b).⁵⁰

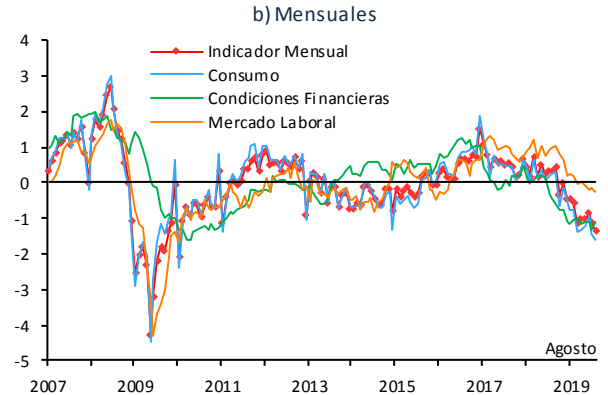
Gráfica 253
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.



⁵⁰ Ver Banco de México (2017). “Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias”, en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017, pp. 47-49.

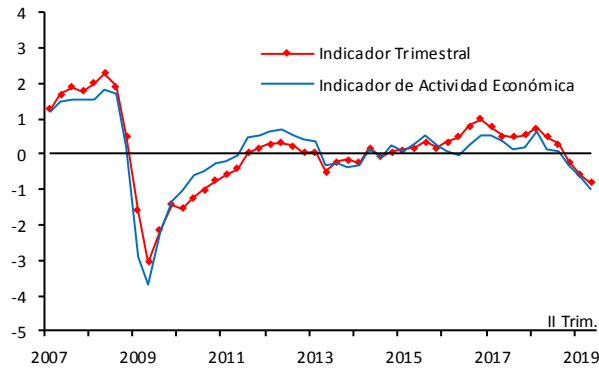


a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.
 2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2019; cifras del IGAE a septiembre de 2019.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.
 Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Banco de México (2018), "Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2017", pág.47. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. Los índices de holgura de consumo, de la actividad económica y demanda agregada, del mercado laboral y de las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 4, 3 y 6 indicadores, respectivamente.
 Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

Gráfica 254
Primer Componente Principal por Frecuencia y Grupo de Indicadores^{1/}
 Por ciento
 a) Trimestrales

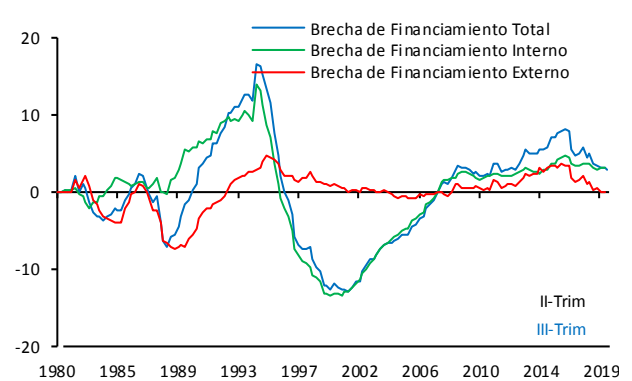


2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

Durante el tercer trimestre de 2019, la brecha de financiamiento continuó con la tendencia decreciente que ha venido mostrando desde 2016. Lo anterior se explica por una disminución tanto en las fuentes de financiamiento externas como internas (Gráfica 255).

Gráfica 255
Brecha de Financiamiento Interno y Externo^{1/}
 Por ciento

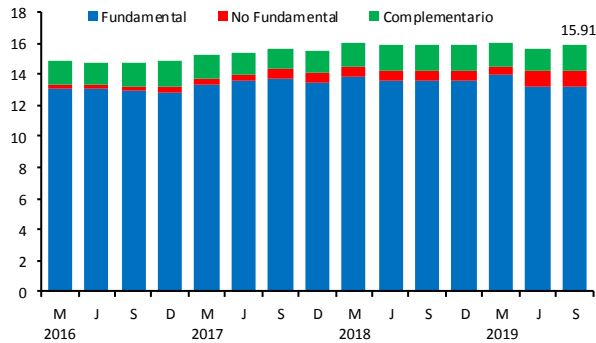


1/ Antes de 1995, el financiamiento externo se estimó calculando la diferencia entre crédito bancario y crédito total.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI y Banco de México.

2.2.5.2. Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple

El índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple registró un nivel de 15.91% en septiembre de 2019, cifra superior a la de 15.68% observada en junio. Este comportamiento del ICAP fue reflejo de un incremento en el capital neto mayor al presentado en los activos sujetos a riesgo respecto al nivel observado en junio de 2019. En particular, el aumento en el capital regulatorio se originó por el mayor dinamismo del capital ganado, así como por la emisión de obligaciones subordinadas entre junio y septiembre de 2019. Por su parte, el crecimiento de los activos sujetos a riesgos reflejó tanto un mayor nivel de actividad de la banca en el mercado de derivados, como en el de dinero. De esta manera, en el tercer trimestre de 2019 la banca múltiple continuó mostrando elevados niveles de capital regulatorio para afrontar los riesgos de su operación (Gráfica 256).

Gráfica 256
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



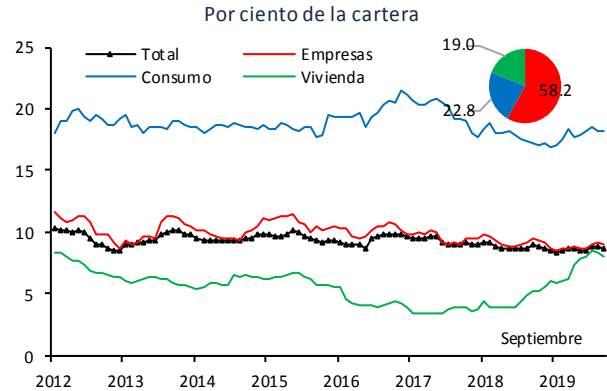
Fuente: Banco de México.

2.2.5.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)⁵¹ a un nivel de confianza del 99.9% como proporción del portafolio de crédito, aumentó 0.14 puntos porcentuales en el

tercer trimestre de 2019, al pasar de 8.53% en junio a 8.67% en septiembre. Este incremento estuvo impulsado por el aumento en el riesgo de la cartera de crédito empresarial, que a su vez, se explica principalmente por una mayor concentración en los saldos de los créditos de este segmento de cartera (Gráfica 257).

Gráfica 257
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito



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

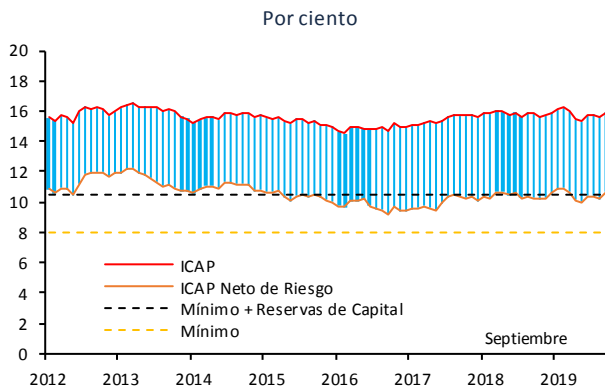
Por su parte, el índice de capitalización neta de riesgo,⁵² indicador que permite evaluar si los niveles de capitalización de los bancos son adecuados para hacer frente a pérdidas extremas no anticipadas, aumentó marginalmente durante el trimestre de referencia, pasando de 10.39% en junio a 10.66% en septiembre; lo anterior a pesar del incremento del CVaR de la cartera crediticia en este mismo periodo, lo que se explica por el aumento de 23 puntos base en el ICAP. Los niveles del índice siguen siendo mayores al mínimo regulatorio sin considerar las reservas de capital, mostrando la resiliencia de la banca para absorber pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus carteras (Gráfica 258).

⁵¹ El valor en riesgo condicional (CVaR) representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos

sujetos a riesgo de crédito. El CVaR permite analizar las pérdidas potenciales en la cola de la distribución.

⁵² Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

Gráfica 258
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}

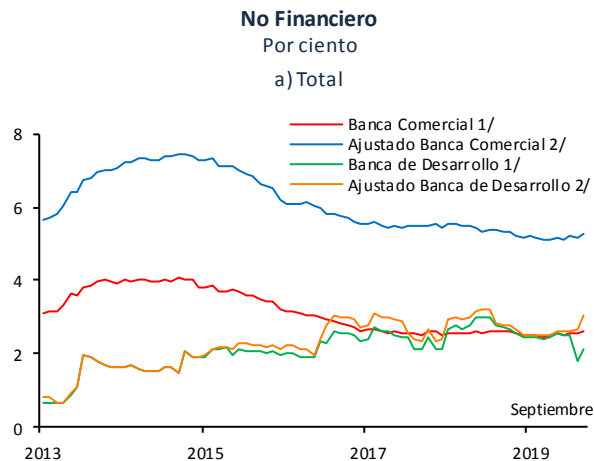


^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

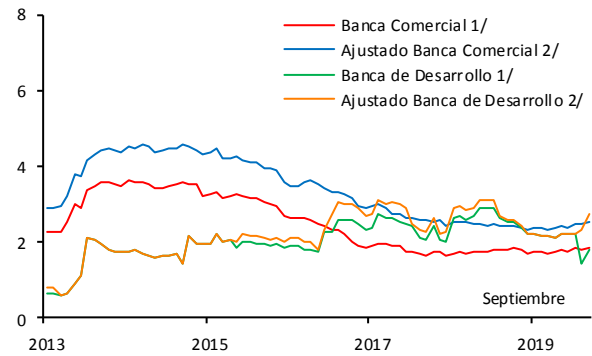
Fuente: Banco de México, CNBV y Buró de Crédito.

Con datos a septiembre de 2019, la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero mostró un nivel de 2.60%, cifra superior a la de 2.52% observada en junio del año en curso. Por su parte, el índice de morosidad (IMOR) de la banca de desarrollo disminuyó 37 puntos base entre junio y septiembre de 2019 (Gráfica 259).

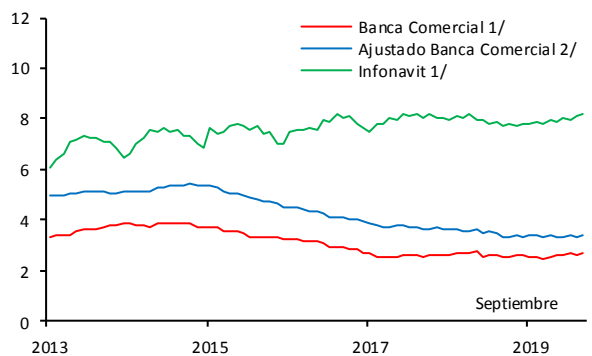
Gráfica 259
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero



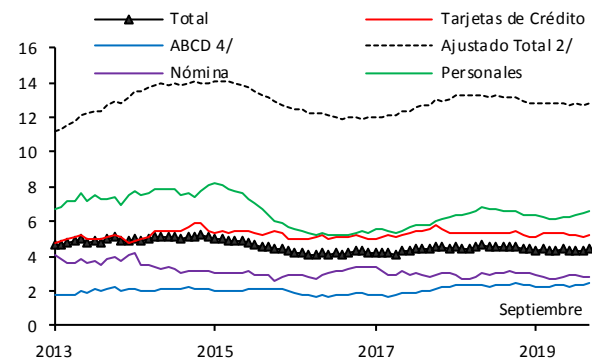
b) Empresas



c) Vivienda



d) Consumo^{3/}



^{1/} El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

^{2/} 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.

^{3/} Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

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

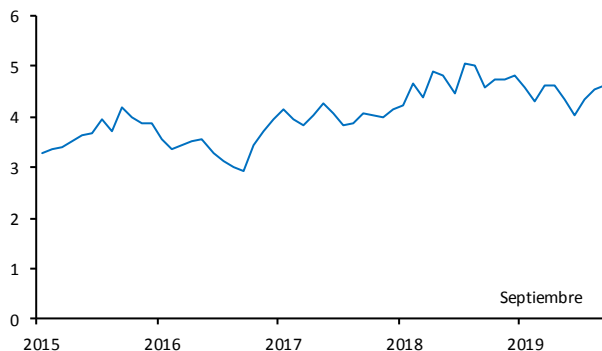
Fuente: Banco de México.

En particular, el aumento en el IMOR del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero fue resultado de incrementos de 13 puntos base en el IMOR del crédito a la vivienda, de 7 puntos base en el crédito a las empresas, y de 4 puntos base en el crédito al consumo. A su vez, dentro de los componentes del crédito al consumo, destaca que el IMOR de los créditos personales registró en septiembre de 2019 un nivel 35 puntos base mayor que el observado en junio. Por su parte, se presentaron reducciones de 9 puntos base en el IMOR de los créditos de nómina y de 5 puntos base en las tarjetas de crédito. En este contexto, cabe mencionar que el IMOR de los créditos al consumo continúa por debajo del nivel mostrado en el mismo periodo de 2018, al pasar de un nivel de 4.55% en septiembre de 2018 a uno de 4.39% en septiembre de 2019.

2.2.5.4. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple

El riesgo de mercado de los bancos, medido a través del CVaR de mercado al 99.9% de confianza como proporción del capital neto aumentó durante el tercer trimestre, pasando de un nivel de 4.03% en junio a 4.64% en septiembre. Lo anterior debido principalmente a cambios en la composición de los portafolios de los bancos que propiciaron un aumento marginal en la sensibilidad de los portafolios ante movimientos de las tasas de interés (Gráfica 260).

Gráfica 260
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
 Por ciento del capital neto



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

2.2.5.5. Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras

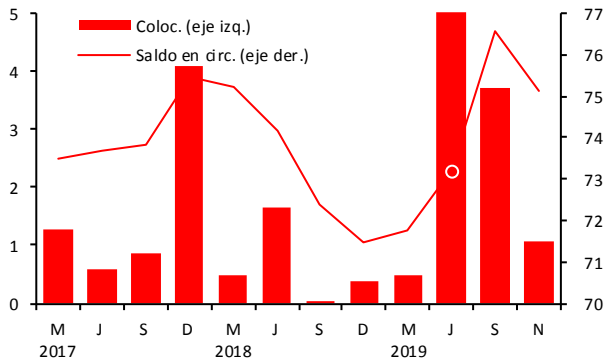
El financiamiento al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió en septiembre de 2019 a 1.24 billones de pesos, representando un 10.8% del financiamiento total. Este registró un crecimiento real anual del 7.4% respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por el crecimiento observado en la cartera comercial. Cabe destacar que si bien la morosidad de la cartera originada por estas entidades se ubica en niveles superiores a los de la banca múltiple, esta se ha mantenido estable en los últimos meses. Asimismo, derivado de una buena gestión en el otorgamiento y una concentración de riesgo crediticio relativamente baja, el riesgo de la banca múltiple por los créditos otorgados a entidades y empresas financieras no bancarias del país está acotado, ya que a agosto de 2019 esta cartera representó un 0.7% de la cartera total.

Durante el tercer trimestre de 2019 y hasta el 25 de noviembre, continuaron las colocaciones brutas por parte de empresas no financieras mexicanas en mercados internacionales. Cabe destacar que la mayoría de los recursos recabados por las nuevas emisiones fue utilizada para el refinanciamiento de deuda, aunque algunas empresas también destinaron recursos a proyectos de inversión. Asimismo, durante el periodo analizado continuaron las colocaciones en el mercado local de deuda corporativa de largo plazo. A su vez, se registraron fuertes prepagos de deuda por parte de algunas empresas, por lo que el saldo en circulación disminuyó al cierre del tercer trimestre; sin embargo, el saldo se ha venido recuperando a raíz de las fuertes colocaciones de deuda registradas durante noviembre (Gráfica 261).

Gráfica 261
Colocaciones Trimestrales y Saldo en Circulación de Deuda de Largo Plazo de Empresas Privadas

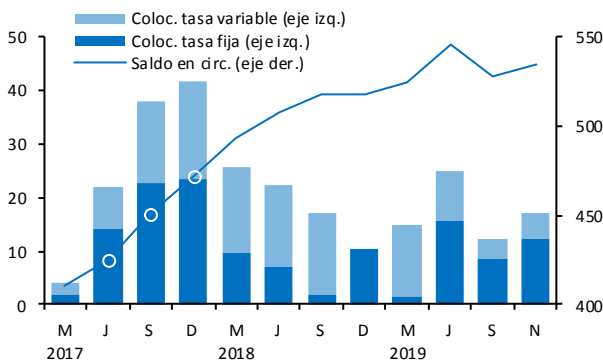
Miles de millones de dólares

a) Colocaciones y Saldo en Circulación en Mercados Internacionales



Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

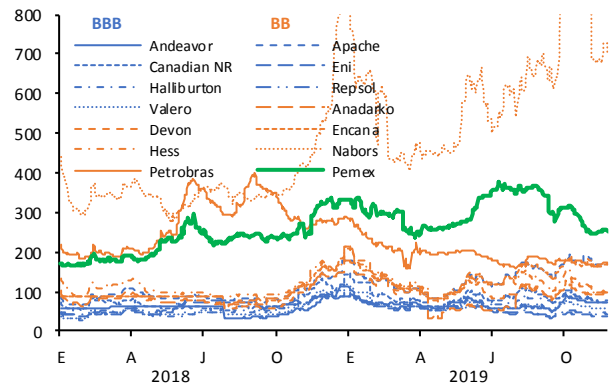
b) Colocaciones y Saldo en Circulación en México



Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

importante a principios de junio, este se redujo luego de que el 11 de septiembre se anunciara que el Gobierno Federal realizaría una aportación de capital a Pemex por 5 mil millones de dólares para reducir su deuda por vencer en 2020-2023, así como una operación de manejo de pasivos (Gráfica 262). No obstante, a partir de la segunda mitad de noviembre el CDS de Pemex ha aumentado ligeramente.

Gráfica 262
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB ^{1/}
 Puntos base



^{1/} La calificación corresponde a la calificación mínima que otorgó Fitch, Moody's o S&P usando la escala de S&P.

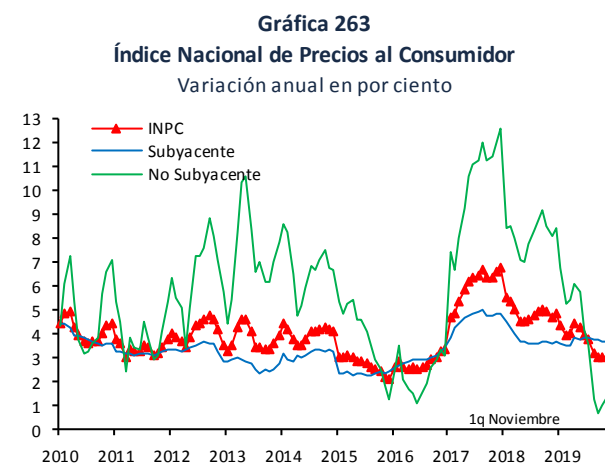
Fuente: Bloomberg.

Si bien el costo de la cobertura crediticia de la deuda de Pemex, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio a un plazo de 5 años (CDS por sus siglas en inglés), había aumentado de forma

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2019

En el tercer trimestre de 2019, la inflación general anual mostró una tendencia descendente. Así, mientras que en el segundo trimestre la inflación general anual promedio fue 4.21%, en el tercer trimestre se ubicó en 3.31%, registrando 3.10% en la primera quincena de noviembre (Cuadro 8 y Gráfica 263). Este comportamiento es atribuible al importante descenso que ha exhibido la inflación no subyacente anual (Gráfica 264), destacando al respecto las menores tasas de variación anual que han mostrado los precios de los energéticos, aunque las de los productos agropecuarios también se moderaron. Por su parte, la inflación subyacente anual continúa presentando persistencia, si bien a lo largo del tercer trimestre, en octubre y en la primera quincena de noviembre, exhibió cierto descenso.



Fuente: Banco de México e INEGI.

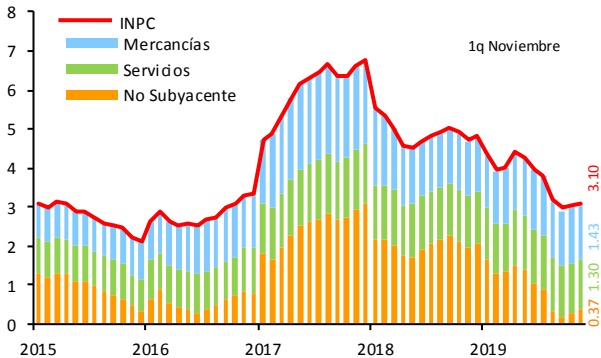
Cuadro 8
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

	2018		2019			
	III	IV	I	II	III	1q Noviembre
INPC	4.91	4.82	4.10	4.21	3.31	3.10
Subyacente	3.64	3.68	3.56	3.83	3.78	3.66
Mercancías	3.95	3.93	3.66	3.83	3.79	3.69
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.62	4.79	4.40	4.88	4.70	4.54
Mercancías No Alimenticias	3.38	3.19	2.94	2.79	2.84	2.80
Servicios	3.35	3.44	3.44	3.80	3.77	3.62
Vivienda	2.60	2.60	2.63	2.82	2.89	2.88
Educación (Colegiaturas)	4.83	4.69	4.79	4.85	4.76	4.73
Otros Servicios	3.84	4.12	4.03	4.56	4.36	4.05
No Subyacente	8.78	8.32	5.84	5.35	1.87	1.45
Agropecuarios	1.37	4.78	5.31	5.69	4.02	3.76
Frutas y Verduras	-0.56	6.18	11.24	10.26	1.80	1.69
Pecuarios	2.40	3.01	0.83	3.18	5.90	5.51
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	13.68	10.64	6.28	5.11	0.33	-0.13
Energéticos	18.60	13.93	7.36	5.86	-1.31	-2.17
Gasolina	20.90	20.79	11.60	8.30	2.18	-1.17
Gas doméstico L.P.	25.86	9.08	2.91	2.27	-12.86	-9.34
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.60	3.33	3.45	3.63	4.23	5.12
Indicador de Media Truncada^{1/}						
INPC	4.17	4.18	3.80	3.87	3.47	3.23
Subyacente	3.57	3.70	3.65	3.86	3.82	3.70

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 264
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede registrar alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

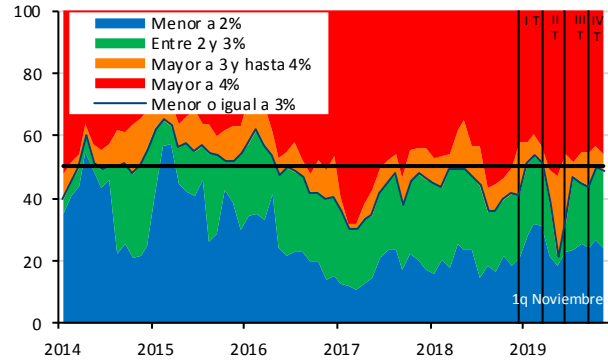
Para analizar tanto la tendencia de la inflación general y subyacente, como sus comportamientos en el margen, a continuación se presentan algunos indicadores que ofrecen información complementaria al respecto.

En primer lugar, se calcula la proporción de la canasta tanto del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), como del componente subyacente, que presenta variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de ciertos intervalos. Para ello, se agrupan los genéricos que componen cada canasta en cuatro categorías: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores de 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. Asimismo, se presenta el porcentaje de las canastas en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3% y la que tiene variaciones mensuales en sus precios mayores a 3% (Gráfica 265).

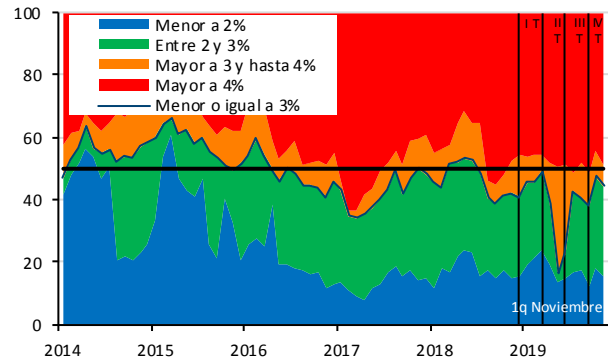
Este análisis indica que el porcentaje de las canastas del índice general y del subyacente con incrementos de precios menores a 3% exhibieron un aumento entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 (áreas azul y verde, Gráfica 265). En particular, luego de que en el segundo trimestre la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul) disminuyera a 30%, en parte por el efecto calendario de la Semana Santa, dicha proporción aumentó a 45% en el tercer trimestre,

para ubicarse en 49% en la primera quincena de noviembre. Las variaciones correspondientes a la canasta del componente subyacente fueron 26 y 40% en dichos trimestres, situándose en 44% en la primera quincena de noviembre.

Gráfica 265
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}
 Cifras en por ciento
 a) INPC



b) Subyacente



a.e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

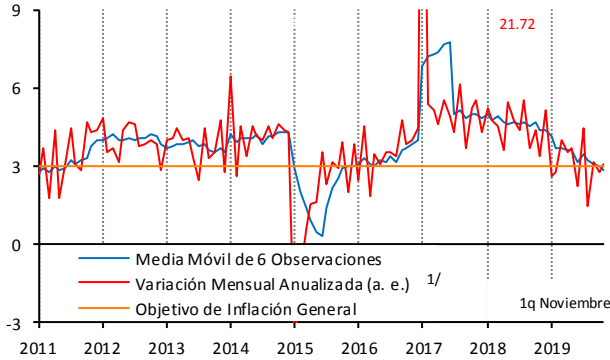
^{1/} Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

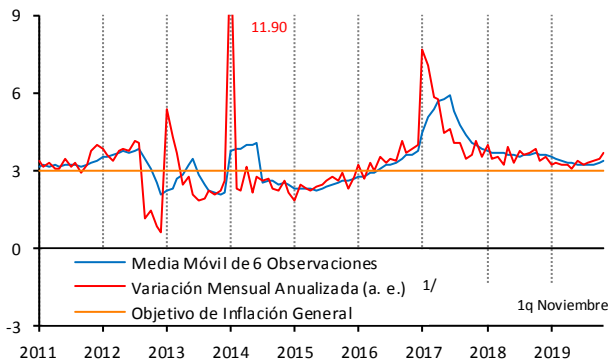
En segundo lugar, se muestra la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general, del índice subyacente, así como de los componentes de este último (las mercancías y los servicios). Como puede apreciarse, en el caso de la inflación general, recientemente sus variaciones mensuales se han ubicado alrededor de 3%, en tanto que su medida de tendencia (la media móvil de seis observaciones) ha venido presentando, en general, una trayectoria descendente desde inicios de 2019 (Gráfica 266). Por su parte, al interior de la inflación subyacente destaca que las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas

del subíndice de precios de las mercancías exhiben cierta volatilidad en niveles superiores a 3%, en tanto que las variaciones del subíndice de precios de los servicios que habían venido exhibiendo cierta disminución, presentaron un aumento en el margen.

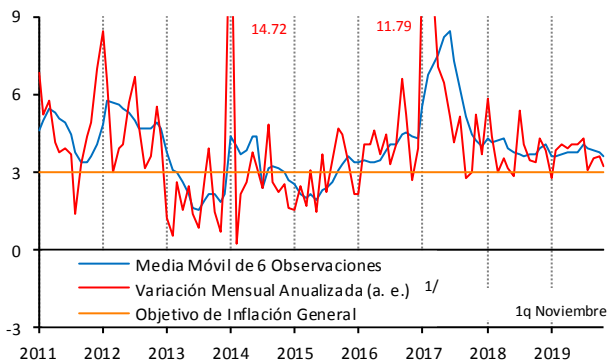
Gráfica 266
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento
 a) INPC



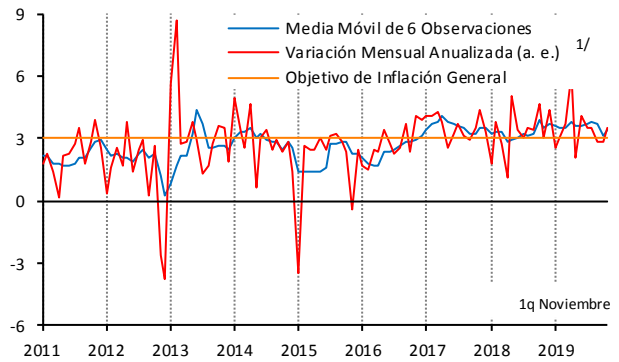
b) Subyacente



c) Mercancías



d) Servicios



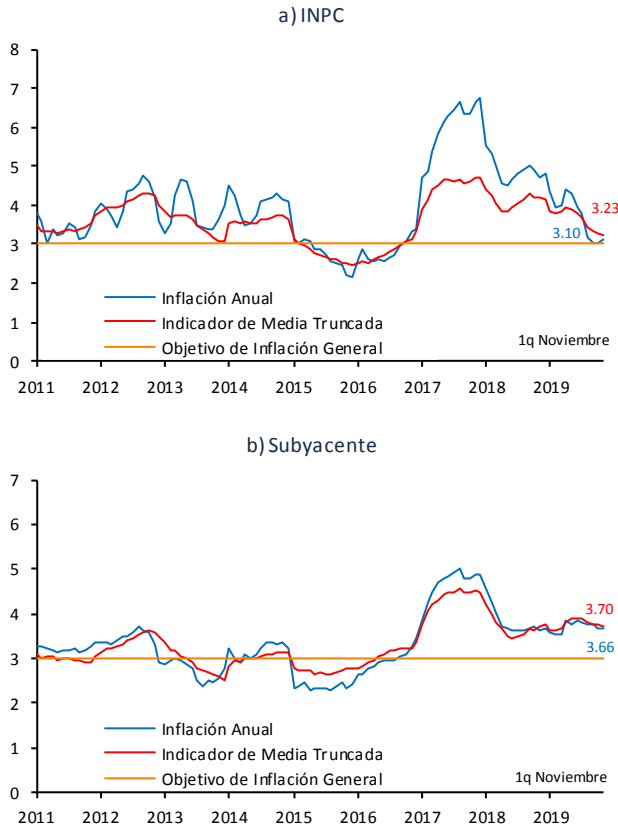
a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

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

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

A continuación se presenta el Indicador de Media Truncada para la inflación general y subyacente (Gráfica 267 y Cuadro 8). En el caso de la inflación general, dicho Indicador mantiene una tendencia descendente, la cual se asocia, principalmente, a la dinámica más favorable que han tenido las tasas de variación anual de los precios del índice no subyacente. Destaca que el descenso del Indicador de Media Truncada para la inflación general ha sido menos pronunciado que en el caso de los datos sin trincar, de tal forma que, desde mediados del tercer trimestre, dicho Indicador es mayor que los datos sin trincar de la inflación general. Ello significa que han sido las variaciones extremas de precios a la baja de algunos genéricos las que han incidido más en la inflación general. En lo que respecta al Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente, este se sitúa en niveles muy similares a los observados, lo cual indica que las variaciones extremas de precios no han contribuido de manera importante en la evolución de esta. En particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación general fue 3.87 y 3.47% en el segundo y el tercer trimestre de 2019, ubicándose en 3.23% en la primera quincena de noviembre. Ello se compara con los niveles de la inflación anual observados en esos lapsos, los cuales fueron 4.21, 3.31 y 3.10% respectivamente. Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente registró niveles de 3.86 y de 3.82% en el segundo y el tercer trimestre, situándose en 3.70% en la primera quincena de noviembre, mientras que los niveles de inflación subyacente observados en esos periodos fueron 3.83, 3.78 y 3.66%, respectivamente.

Gráfica 267
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 % 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. La Inflación Subyacente

Como se mencionó, la inflación subyacente anual continúa presentando persistencia, aunque a lo largo del tercer trimestre, en octubre y en la primera quincena de noviembre, exhibió cierto descenso.

En efecto, mientras que en el segundo trimestre de 2019 la inflación subyacente anual promedio fue 3.83%, en el tercer trimestre registró 3.78%. Al respecto, destacó que las tasas de variación anual de los precios tanto de las mercancías, como de los servicios, se mantuvieron relativamente estables entre los trimestres señalados. No obstante, desde

finales del tercer trimestre las tasas de crecimiento anual de los precios de las mercancías y de manera más notoria, las de los servicios, presentaron disminuciones, lo que contribuyó a que la inflación subyacente anual se ubicara en 3.66% en la primera quincena de noviembre.

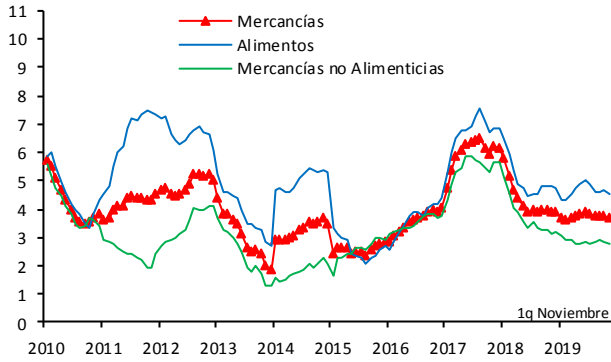
En particular, al interior del componente subyacente se observó lo siguiente:

iii. Entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, la variación anual promedio del subíndice de precios de las mercancías se mantuvo estable, al pasar de 3.83 a 3.79%, en tanto que en la primera quincena de noviembre se ubicó en 3.69% (Gráfica 268a). A su interior, las tasas de crecimiento anual de los precios del rubro de las mercancías alimenticias fueron 4.88 y 4.70% en los trimestres señalados, y 4.54% en la primera quincena de noviembre. En contraste, las tasas de variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias repuntaron a lo largo del trimestre de referencia al pasar de 2.79 a 2.84% entre el segundo y el tercer trimestre, ubicándose en 2.80% en la primera quincena de noviembre. Así, mientras que las mercancías alimenticias han mostrado niveles elevados de inflación, las no alimenticias han mostrado un comportamiento más favorable. En el Recuadro 5 se muestra que este comportamiento pudiera estar reflejando que en el consumo de mercancías no alimenticias las importaciones son más preponderantes que en las mercancías alimenticias, al tiempo que la mayor exposición a importaciones está correlacionada con menores niveles de inflación.

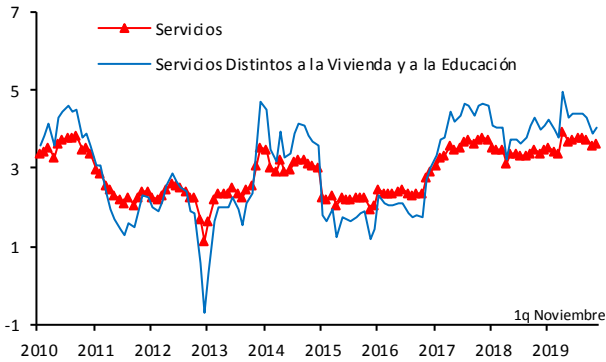
iv. La variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios también se mantuvo estable entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, registrando niveles de 3.80 y 3.77%, respectivamente, y posteriormente se redujo a 3.62% en la primera quincena de noviembre. En particular, destacaron las menores tasas de crecimiento anual que presentaron los precios del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, las cuales pasaron de un promedio 4.56 a 4.36% en los trimestres señalados, situándose en 4.05% en la primera quincena de noviembre (Gráfica 268b). Lo anterior se asocia, en parte, a menores tasas de variación anual en los precios de los servicios turísticos (Gráfica 269), por lo que la

disminución en las variaciones aún no es un comportamiento generalizado, y todavía persisten algunos servicios con variaciones anuales en sus precios mayores a 5%.

Gráfica 268
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías

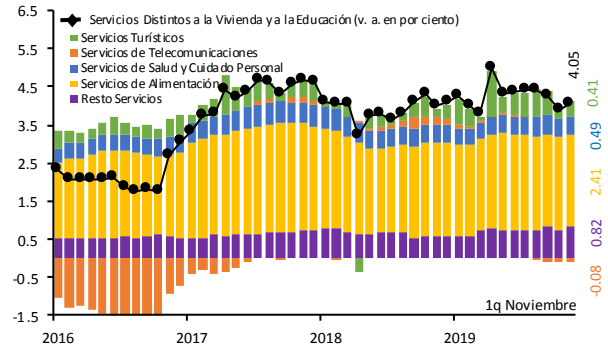


b) Servicios



Fuente: Banco de México e INEGI.

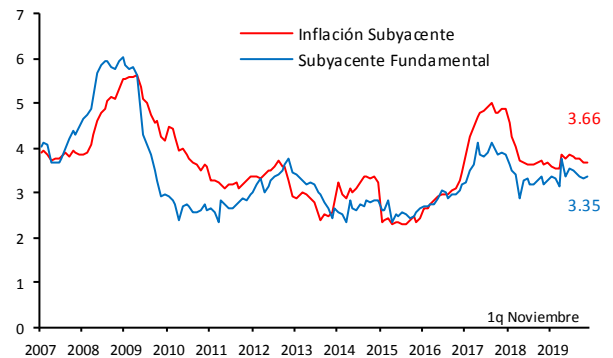
Gráfica 269
Servicios Distintos a la Vivienda y Educación
Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta se ha venido ubicando por debajo de los niveles de la inflación subyacente observada, pasando de una tasa de variación anual promedio de 3.56% en el segundo trimestre de 2019 a una de 3.43% en el tercero. En la primera quincena de noviembre la inflación subyacente fundamental fue 3.35% (Gráfica 270). Así, la mayor holgura en la economía parecería comenzar a verse reflejada en el comportamiento que muestra la inflación subyacente fundamental, al compararse con el de la inflación subyacente. Finalmente, es importante señalar que se actualizó la estimación de este indicador, el cual parece responder más a las condiciones de holgura de la economía.⁵³

Gráfica 270
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

⁵³ Para conocer el detalle metodológico del cálculo de la inflación subyacente fundamental, véase el Recuadro 5 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2017, “La Inflación Subyacente Fundamental”. La

actualización de la estimación se realizó utilizando información del periodo de enero 2007 a octubre 2019.

Recuadro 5. El Rol de las Importaciones en la Evolución de la Inflación de Mercancías

1. Introducción

Desde mediados de 2018 se ha acentuado la diferencia en el comportamiento de la inflación de las mercancías alimenticias y no alimenticias, destacando que estas últimas han presentado niveles de inflación por debajo de 3%, en tanto que las primeras permanecen en niveles elevados. En este Recuadro se muestra evidencia que sugiere que las mercancías más expuestas a las importaciones provenientes de China han venido presentando inflaciones anuales particularmente bajas o incluso negativas, lo que parecería haber contribuido a la baja inflación de las mercancías no alimenticias. Eso no necesariamente implica que la razón por la cual estas presentan menores inflaciones sea que provienen de China, pues bien puede ser simplemente que resulte que aquellos bienes que mayoritariamente se importan de China, por sus características, presentan una menor inflación a nivel internacional.

En efecto, en este Recuadro se explora si la baja inflación de las mercancías más expuestas a las importaciones provenientes de China se debe justamente a que vienen de China o al tipo de bien que ese país exporta. Los hallazgos sugieren que la dinámica de los precios descrita se deriva de las características intrínsecas de los bienes que México importa de China, y no del hecho de que provienen de ese país en sí. Una característica que parecería sobresalir de los bienes que están más expuestos a las importaciones provenientes de China es que tienden a ser productos en los que, en general, la fracción de importaciones dentro de su consumo es mayor, sugiriendo que tienden a tener un menor componente no comerciable. Así, en la medida en la que la inflación de los bienes importados continúe en niveles bajos, esta podría continuar contribuyendo a una evolución favorable de la inflación de las mercancías no alimenticias en México.

2. Exposición a las importaciones de las mercancías en la canasta del INPC

Se caracteriza a los distintos genéricos que componen la canasta de mercancías del INPC de acuerdo a una medida de exposición a las importaciones, la cual se aproxima con la proporción de las importaciones dentro del consumo aparente de cada bien.¹ La exposición a las importaciones provenientes del origen *o* para cada genérico *g* producido por la industria *i* está dada por:

$$\text{Exp}M_{g,t}^o = 100 * \frac{M_{i,t}^o}{M_{i,t}^{Tot} + VN_{i,t}} \quad (1)$$

donde $VN_{i,t}$ es el valor de las ventas en el mercado nacional de productos producidos en México por la industria *i* en el año *t* de acuerdo a la Encuesta Anual de la Industria Manufacturera (EAIM); $M_{i,t}^{Tot}$ son las importaciones mexicanas totales (en pesos) de la industria *i* en el año *t* de acuerdo a datos de la balanza comercial;² y $M_{i,t}^o$ son las importaciones mexicanas provenientes del origen *o* (en pesos) de productos de la industria *i* en el año *t* de acuerdo a datos de la balanza comercial.³ La medida de exposición a las importaciones se calcula para cada genérico en la canasta de mercancías vigente en 2019, así como para tres orígenes: Estados Unidos, China, y el resto del mundo. De forma equivalente, se calcula la exposición a las importaciones totales de cada genérico sustituyendo a $M_{i,t}^{Tot}$ en el numerador y lo mismo procede para obtener la exposición a la producción nacional, que consiste en el valor de $VN_{i,t}$ como proporción del consumo aparente.

Fijando las medidas de exposición en su nivel de 2017, se construye una canasta de mercancías intensivas en importaciones provenientes de Estados Unidos seleccionando aquellas cuya exposición a las importaciones totales fue mayor a 50% (definida de acuerdo a la ecuación 1) y cuyas importaciones provenientes de Estados Unidos como proporción de las importaciones totales también fue mayor de 50%. De forma equivalente se construye la canasta de mercancías intensivas en importaciones provenientes de China. En la Gráfica 1, se observa que esta última canasta ha tenido niveles de inflación sustancialmente inferiores a la primera, e incluso en algunos episodios, destacando los años más recientes, inferiores a cero. Más allá del diferencial en los niveles de inflación, también llama la atención que ambas series muestran una tendencia decreciente a partir de 2018.

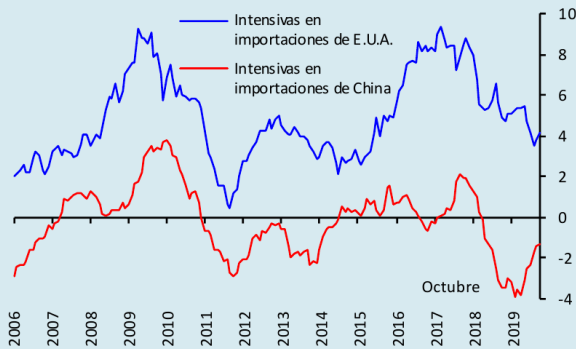
¹ El consumo aparente se define como la producción nacional más importaciones menos exportaciones. Por disponibilidad de datos en este ejercicio el valor de la producción nacional neto de exportaciones se aproxima con los datos de ventas en el mercado nacional de establecimientos que producen en México de acuerdo a la Encuesta Anual de la Industria Manufacturera (EAIM). El análisis de este recuadro excluye a las mercancías clasificadas en un sector distinto al manufacturero. Se excluye también a los genéricos manufactureros clasificados en clases industriales que no reportan producción en la EAIM. Con estas restricciones, los genéricos incluidos en el análisis representa el 94% de la canasta total de mercancías del INPC. Para facilitar la interpretación de los resultados, se ajusta el ponderador de la canasta de mercancías de forma tal que la suma de los ponderadores de todas las

mercancías clasificadas dentro del sector manufacturero incluidas en el análisis sume uno.

² Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIIEG. Información de Interés Nacional.

³ Para construir esta medida se identifica a qué clase de actividad (SCIAN 6 dígitos) pertenece cada genérico de la canasta de mercancías en el INPC. A los genéricos clasificados en clases de actividad que no reportan producción en la EAIM, se les asignó el valor de la medida de exposición de la subrama de actividad correspondiente (SCIAN a 5 dígitos).

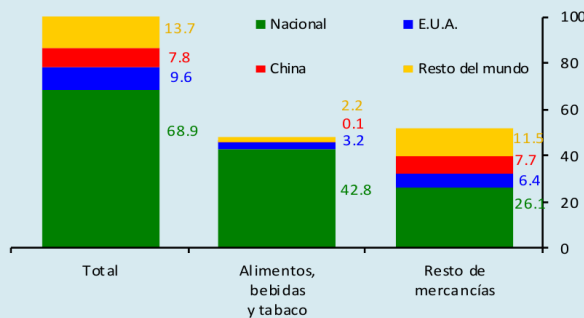
Gráfica 1
Variación anual del INPC de mercancías intensivas en importaciones por origen de importaciones
Cifras en por ciento



Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

Al analizar la composición de las mercancías por el origen desde donde provienen los bienes, se observa que son las mercancías no alimenticias las que concentran la exposición a las importaciones de China, a diferencia de las alimenticias que prácticamente en su totalidad se componen de bienes de origen nacional, si bien dentro de las pocas importaciones de estos bienes tiende a dominar Estados Unidos como país de origen (Gráfica 2).⁴ Así, la baja inflación de los bienes más expuestos a las importaciones provenientes de China parecería estar contribuyendo al nivel bajo de inflación de las mercancías no alimenticias.

Gráfica 2
Composición ponderada de las mercancías del INPC por origen
Cifras en por ciento



Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

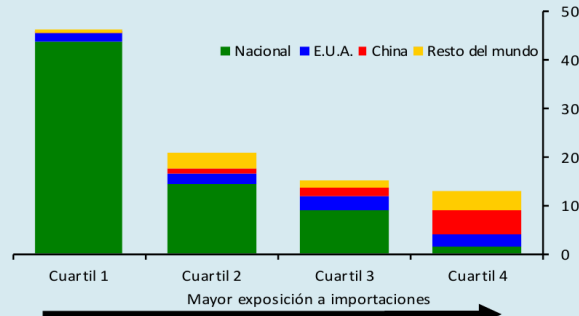
⁴ La medida de exposición a las importaciones mostrada en la Gráfica 2 se define para 2017 ya que es el año más reciente para el que se cuenta con información sobre ventas en el mercado nacional de la EAIM; los ponderadores corresponden a los ponderadores de la canasta vigente en 2019 ajustados según se indica en la nota 1. La composición ponderada por origen se calcula como la suma ponderada de la exposición de cada genérico a cada origen, donde el ponderador corresponde al de dicho genérico en la canasta de mercancías del INPC en 2019. Dado que la suma de

3. Exposición a las importaciones provenientes de China

Es posible que una de las características de los bienes que se importan de China que está contribuyendo a su baja inflación es su grado de comerciabilidad. En efecto, si se clasifica a las mercancías del INPC en cuartiles dependiendo del grado de exposición total a las importaciones como se definió en la Sección anterior, se puede observar que el cuartil más expuesto es el que muestra una mayor concentración de importaciones provenientes de China (Gráfica 3).

Es posible que adicional al grado de comerciabilidad de los bienes haya otras características propias de las industrias en las que China se ha especializado que podrían estar contribuyendo a que los bienes con mayor exposición a las importaciones provenientes de ese país tengan bajos niveles de inflación. La Gráfica 4 muestra que los genéricos de la canasta de mercancías que provienen principalmente de China están concentrados en ciertas industrias: computación y electrónicos, prendas de vestir, cuero y piel y otras manufacturas. Así, la menor inflación podría también estar relacionada con mayores niveles de competencia, o con avances tecnológicos y ganancias en productividad más acelerados a nivel global en estas industrias.

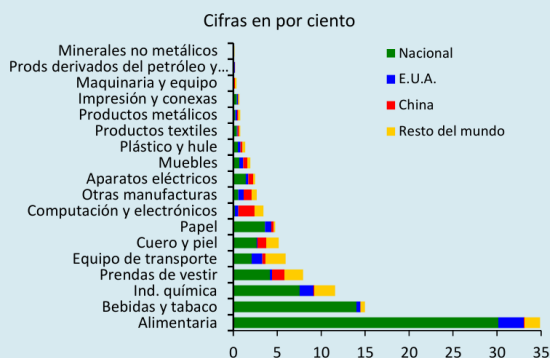
Gráfica 3
Composición ponderada por origen de las mercancías del INPC acuerdo al cuartil de exposición a importaciones
Cifras en por ciento



Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

la exposición a las importaciones de todos los orígenes más la exposición a la producción nacional suman 100 para cada genérico y los ponderadores del INPC de mercancías suman uno, la composición ponderada del total de mercancías en el INPC suma 100. Así, la composición ponderada por origen puede interpretarse como la fracción de mercancías de cada canasta que proviene de cada origen. Las mismas consideraciones aplican a las Gráficas 3 y 4.

Gráfica 4
Composición ponderada de las mercancías por origen de acuerdo a subsector industrial del INPC



Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

4. Modelo de inflación y exposición a importaciones

Para evaluar si los niveles más bajos de inflación de las mercancías más expuestas a las importaciones provenientes de China se deben al origen de los productos o al tipo de bien que es importado de ese país, se estima la siguiente ecuación con la inflación promedio anual de cada genérico en la canasta de mercancías como variable dependiente:

$$\pi_{g,t} = \alpha + \beta \cdot \text{Exp}M_{g,t}^{\text{tot}} + \gamma_{\text{China}} \cdot \text{Part}M_{g,t}^{\text{China}} + \gamma_{\text{E.U.A.}} \cdot \text{Part}M_{g,t}^{\text{E.U.A.}} + \theta_{tc} \cdot \Delta tc_t + \theta_i \pi_t + \theta_e \text{energ}_t + \theta_c \text{Cetes}_{t-1} + \theta_h \text{holgura}_{t-1} + \lambda_g + \epsilon_{gt} \quad (2)$$

Donde:

- $\text{Exp}M_{g,t}^{\text{tot}}$ es la medida de exposición del genérico g a las importaciones totales en el año t definida en la Sección 2.
- $\text{Part}M_{g,t}^o$ es la participación de las importaciones provenientes del origen o en las importaciones totales en el año t para el genérico g . Esta participación se define como $\text{Part}M_{g,t}^o = \frac{M_{i,t}^o}{M_{t,t}^{\text{tot}}}$ para cada genérico g producido por la industria i . En este ejercicio $o \in \{E.U.A., \text{China}\}$.
- $\pi_{g,t}$ es la inflación anual promedio del genérico g en el año t (en puntos porcentuales).
- Δtc_t es la depreciación anual promedio del tipo de cambio peso-dólar en el año t respecto a $t-1$ (en puntos porcentuales).

- π_t es la inflación general anual promedio en el año t (en puntos porcentuales).
- energ_t es el precio internacional promedio de los energéticos del año t .
- holgura_t es la brecha del IGAE promedio en el año t .
- Cetes_t es el nivel promedio de los Cetes en el año t .
- λ_g son efectos fijos de genérico.

Para la estimación se utiliza un panel balanceado de datos anuales de genéricos de la canasta del INPC de mercancías para el periodo 2003-2017.⁵ Así, la inflación anual promedio de cada genérico g , la exposición a las importaciones totales y la participación de las importaciones de China o de Estados Unidos en las importaciones totales varían entre genéricos cada año y para cada genérico en el tiempo. El resto de las variables son comunes entre genéricos, pero varían en el tiempo. Para controlar por factores en el tiempo que incidieron de forma generalizada en la inflación se incluyen la inflación general anual promedio y la depreciación anual promedio como variables de control. En el mismo sentido, se incluyen controles de los precios internacionales de los energéticos, el nivel de los Cetes y la brecha del IGAE.⁶

Al incluir como variable independiente la medida de exposición total a las importaciones se está controlando por el grado de comerciabilidad de cada bien, y efectivamente mayor comerciabilidad se correlaciona con menor inflación como se puede observar en la Columna 1 de la Tabla 1. Se controla también por la participación de Estados Unidos en las importaciones, que es el principal socio de donde se originan las importaciones mexicanas. En la Columna 1 de la Tabla 1 también se puede apreciar que el coeficiente de $\text{Part}M_{g,t}^{\text{China}}$ es negativo y estadísticamente significativo, sugiriendo que incluso después de controlar por el grado de comerciabilidad existen características ya sea del país de origen o del tipo de bien que derivan en una menor inflación. En la Columna 2 se incluyen efectos fijos de genérico, que controlan por todas las características de la inflación de los bienes que no cambian en el tiempo, como podría ser la tendencia de largo plazo en los precios relativos de los distintos bienes. Se puede observar que en este caso el coeficiente de la variable $\text{Part}M_{g,t}^{\text{China}}$ no es estadísticamente diferente de cero. Así, los resultados indican que la baja inflación de los bienes expuestos a las importaciones que provienen de China se debe al comportamiento de largo plazo de los precios internacionales de los bienes que se importan de China, y no al hecho de que dichos bienes son precisamente importados de dicho país. Podría argumentarse que la canasta de bienes en los que China ha venido ganando ventaja comparativa pudiera estar

⁵ El panel termina en 2017 debido a la disponibilidad de datos de la EAIM. Se incluyen las mercancías de la canasta de 2019 que han sido parte de la canasta del INPC desde 2003 y que forman parte del análisis de acuerdo a la nota 1.

⁶ En este ejercicio se utilizó la brecha del IGAE como medida de holgura en lugar de los indicadores de holgura publicados por el Banco de México, toda vez que estos últimos solo están disponibles a partir de 2007 y la muestra para las estimaciones aquí presentadas comprende de 2003 a 2017.

relacionada con características intrínsecas a ese país. En particular, China se ha especializado en ciertos bienes intensivos en los factores y tecnología disponibles con abundancia en ese país, y además su mayor presencia en esos mercados podría haber influido en los precios internacionales de dichos bienes. No obstante, los resultados indican que, dados los precios internacionales de los bienes que México importa, lo relevante para la dinámica de la inflación de las distintas mercancías es el grado de competencia ejercida por el exterior en general, y no el país de origen en particular.

Tabla 1
Modelo de inflación y exposición a importaciones

Variable dependiente: inflación anual promedio por genérico

	(1)	(2)
$ExpM_{gt}^{Tot}$	-0.0090** (0.0040)	0.0167 (0.0107)
$Part_{gt}^{China}$	-0.0348*** (0.0051)	0.0154 (0.0164)
$PartM_{gt}^{E.U.A.}$	0.0099** (0.0040)	-0.0541** (0.0255)
Efectos fijos genérico	x	✓
Controles adicionales	✓	✓

El modelo se estima por mínimos cuadrados ordinarios, utilizando un panel balanceado de datos anuales de genéricos de la canasta del INPC de mercancías. Controles adicionales incluidos en ambas columnas: inflación general, depreciación anual promedio peso-dólar, precio internacional de energéticos, brecha IGAE, Cetes. Los errores estándar robustos se reportan en paréntesis. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

5. Consideraciones Finales

La mayor exposición a las importaciones parecería estar contribuyendo a generar presiones a la baja en la inflación de mercancías de México. En particular, la exposición a las importaciones en el tipo de bienes que China exporta ha contribuido en los últimos años a disminuir la inflación de las mercancías no alimenticias. En este sentido, es deseable mantener o incluso incrementar la apertura comercial del país, ya que además de ampliar la variedad de productos en el mercado, de fomentar el intercambio tecnológico y de aumentar la innovación y productividad, parecería estar contribuyendo a reducir las presiones sobre la inflación en nuestro país.

3.1.2. La Inflación No Subyacente

Entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 la inflación no subyacente anual presentó una disminución importante, al pasar de un promedio de 5.35 a 1.87%, mientras que en la primera quincena de noviembre se situó en 1.45%. Dicho comportamiento obedece a las menores variaciones anuales que se han registrado en los precios de los energéticos, si bien las de los productos agropecuarios también han disminuido, aunque en menor magnitud.

iv. Entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, las tasas de variación anual del subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno pasaron de un promedio de 5.11 a 0.33%. En particular, el rubro de los energéticos exhibió una importante disminución en sus tasas de crecimiento anual promedio en los trimestres referidos, al pasar de 5.86 a -1.31%, ubicándose en -2.17% en la primera quincena de noviembre. Al respecto, destacaron las bajas tasas de variación anual en los precios del gas L.P y de las gasolinas (Gráfica 271), las cuales contribuyeron a reducir

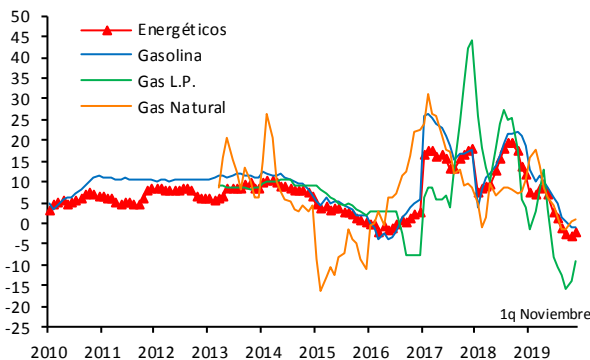
las incidencias de estos combustibles (Gráfica 272).

- En lo que respecta a las gasolinas, las variaciones anuales promedio de sus precios fueron 8.30 y 2.18% en el segundo y el tercer trimestre de 2019 respectivamente, lo que contribuyó a una disminución de 38 puntos base en la inflación anual entre dichos periodos. La variación anual de los precios de este combustible siguió disminuyendo, registrando -1.17% en la primera quincena de noviembre. Este comportamiento ha reflejado la política implementada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de no permitir que sus precios aumenten en términos reales por encima de su nivel del 30 de noviembre de 2018.
- En el caso de los precios del gas L.P., sus variaciones anuales pasaron de un promedio de 2.27% en el segundo trimestre a -12.86% en el tercero, lo cual significó una reducción de 33 puntos base en la inflación anual del tercer trimestre respecto al trimestre previo. En

octubre la variación anual del gas L.P. fue -13.80%. No obstante, las reducciones observadas en el precio de este combustible han sido menores a las que las referencias internacionales expresadas en pesos sugerirían. En consecuencia, el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto a su precio de venta de primera mano aún se mantiene en niveles elevados (Gráfica 273). En la primera quincena de noviembre, la variación anual del precio del gas L.P. se ubicó en -9.34%.

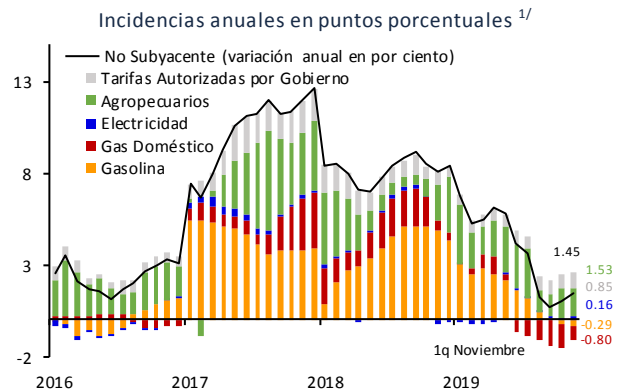
- Por su parte, el precio del gas natural pasó de una variación anual promedio de 6.59 a -0.39% entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, situándose en 0.93% en la primera quincena de noviembre. Los precios de este energético reflejan mayoritariamente la evolución de su referencia internacional.
- En lo referente a las tarifas de electricidad, cabe señalar que las variaciones de las tarifas de servicio doméstico de alto consumo (DAC) se determinan en función de la dinámica de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. De esta forma, en julio, agosto y septiembre de 2019 las tarifas DAC registraron variaciones mensuales de -2.7, 0.1 y -4.1%, respectivamente, mientras que en octubre y en noviembre dicha variación fue 1.5 y 1.1%. Por su parte, las tarifas eléctricas ordinarias continuaron ajustándose de tal forma que a lo largo de 2019 se repartía la variación anual de 4.72% que presentó el INPC en noviembre de 2018.

Gráfica 271
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

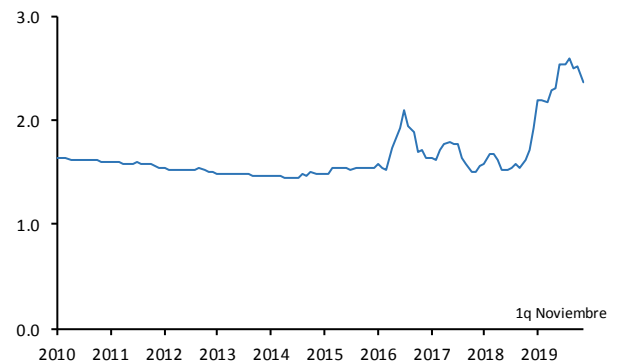
Gráfica 272
Índices de Precios No Subyacente



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.

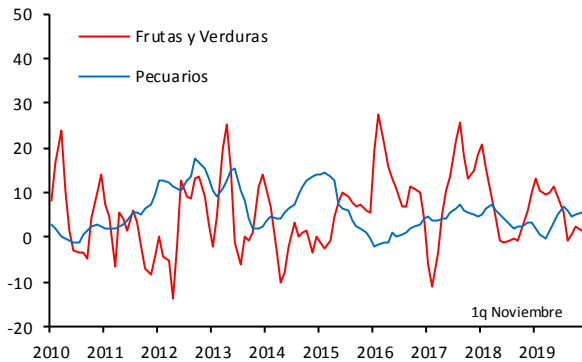
Gráfica 273
Cociente del Precio del Gas LP en el INPC y su Precio de Venta de Primera Mano



Fuente: Banco de México e INEGI.

- v. El subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó de una variación anual promedio de 5.69 a 4.02% entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, situándose en 3.76% en la primera quincena de noviembre (Gráfica 274). A su interior, la tasa de variación anual de los precios del rubro de las frutas y verduras se redujo de un promedio de 10.26 a 1.80% en la misma comparación trimestral, en tanto que se ubicó en 1.69% en la primera quincena de noviembre. Los precios de los productos pecuarios, por su parte, pasaron de una tasa de variación anual promedio de 3.18 a 5.90% en dichos trimestres, y a 5.51% en la primera quincena de noviembre.

Gráfica 274
Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

vi. A su vez, entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 las variaciones anuales promedio de los precios del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno pasaron de 3.63 a 4.23%, ubicándose en 5.12% en la primera quincena de noviembre. En lo anterior destacaron las mayores variaciones anuales en las tarifas relacionadas con el transporte, especialmente en autobús urbano, taxi y colectivo. La ciudad que tuvo la mayor incidencia en el incremento de precios en colectivo en el periodo de análisis fue Puebla, mientras que en el caso de taxi fue Cancún.

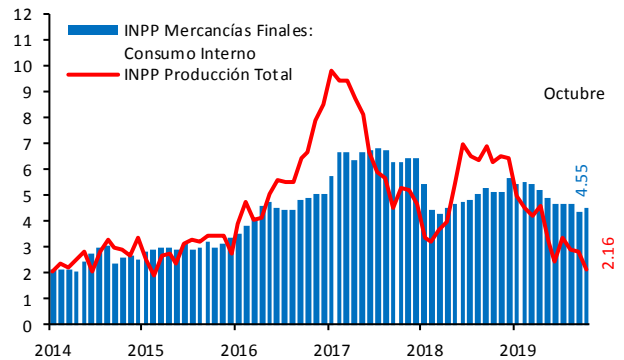
3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se redujo de 3.42% en el segundo trimestre de 2019 a 3.02% en el tercero, ubicándose en 2.16% en octubre. Al interior de este indicador, la tasa de variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales

disminuyó entre los trimestres mencionados de 3.63 a 3.55%, alcanzando 3.01% en octubre. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su tasa de variación anual promedio aumentó de 1.90 a 3.64% en los trimestres referidos, situándose en 3.41% en octubre. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró una baja en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 2.96 a 1.73% durante el mismo periodo, y ubicándose en 0.05% en octubre.

El subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno, que es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente del INPC, disminuyó su tasa de crecimiento anual entre los trimestres mencionados, al pasar de 4.92 a 4.56%, al tiempo que en octubre se ubicó en 4.55% (Gráfica 275).

Gráfica 275
Índice Nacional de Precios Productor^{1/}
 Variación anual en por ciento



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

Fuente: Banco de México.

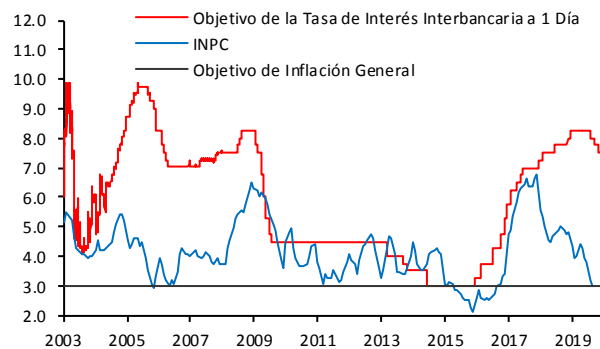
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Así, se promueve la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta y se fortalece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Con ello, el Banco de México busca cumplir con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional (Ver Recuadro 6).

Respecto a las decisiones de política monetaria, en cada una de sus reuniones de agosto, septiembre y noviembre, la Junta de Gobierno redujo en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En su reunión de agosto, la Junta destacó que el estancamiento que la actividad económica había estado mostrando en los trimestres previos se había acentuado como reflejo de una mayor debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada. Como consecuencia, las condiciones de holgura en la economía se habían relajado más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo. Posteriormente, en su reunión de septiembre, consideró que las condiciones de holgura en la economía observadas a inicios del tercer trimestre del año continuaban en niveles similares a los anteriores, manteniéndose así la amplitud de la brecha del producto en terreno

negativo. Finalmente, en la reunión de noviembre, destacó que se ha mantenido el estancamiento de la actividad económica que se ha venido observando por varios trimestres, lo que implica la ampliación de las condiciones de holgura de la economía a un ritmo mayor al previsto. En todas estas reuniones señaló que se mantiene la incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto a la trayectoria esperada. En este contexto, tomando en cuenta que los menores niveles que registra la inflación general, así como la mayor amplitud de las condiciones de holgura en la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas permiten reducir la tasa de referencia, la Junta de Gobierno decidió por mayoría disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en cada una de las decisiones referidas, para alcanzar un nivel de 7.50% (Gráfica 276).

Gráfica 276
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 octubre 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 6. Importancia de la Autonomía del Banco Central y del Mandato de Estabilidad de Precios

1. Introducción

En 1994 entró en vigor la Reforma Constitucional que otorgó autonomía al Banco de México y estableció como su objetivo prioritario la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. En el 25 aniversario de esta Reforma, este Recuadro expone su importancia para la economía mexicana. En particular, se describen los avances que se han logrado en materia de estabilidad de precios, lo que se ha traducido en beneficios para la sociedad.

2. Importancia de la Autonomía y del Mandato de Estabilidad de Precios

Durante el siglo XX, diversos países padecieron episodios de elevada inflación, los cuales frecuentemente estuvieron asociados con la adopción de políticas macroeconómicas insostenibles, tanto monetarias como fiscales.

En particular, durante los años sesentas y setentas, se consideraba que había una relación inversa entre desempleo e inflación que podía aprovecharse para impulsar de manera permanente la actividad económica mediante expansiones monetarias. No obstante, la implementación sistemática de políticas monetarias expansivas en el mejor de los casos solamente tuvo efectos transitorios sobre la actividad económica y el empleo. En última instancia, dichas políticas condujeron a una mayor inflación sin un efecto favorable y duradero sobre el crecimiento económico, y en los casos en los que la inflación alcanzó niveles muy elevados se presentaron contracciones económicas.

Por su parte, el fenómeno de dominancia fiscal, donde la política monetaria se subordina a las necesidades fiscales del gobierno, también fue común, principalmente en economías con un menor grado de desarrollo. En particular, los gobiernos de diversos países intentaron impulsar la actividad económica mediante políticas fiscales expansivas e insostenibles. Ante el aumento en los déficits fiscales y en los niveles de deuda pública y en un contexto en el que no contaban con autonomía, los bancos centrales se vieron obligados a adoptar políticas monetarias expansivas para cubrir las necesidades de financiamiento de los gobiernos en cuestión.

En muchos casos, lo anterior condujo a periodos de elevada inflación; algunos países incluso padecieron episodios de hiperinflación, que redujeron gravemente el bienestar de la sociedad. Ello contribuyó a la formación de un consenso entre académicos y responsables de política pública sobre la necesidad de modificar el marco institucional de los bancos centrales, garantizándoles independencia de las necesidades fiscales de los gobiernos y del ciclo político. De esta manera, las autoridades monetarias podrían enfocarse en un objetivo de

largo plazo, como la creación de un entorno de estabilidad de precios.

En el caso de México, como una respuesta a la significativa erosión del poder adquisitivo del dinero y la pérdida de bienestar social asociados con inflaciones elevadas, que incluso alcanzaron tres dígitos durante la década de 1980, había una demanda de la población por la creación de un entorno de inflación baja y estable. Resultaba clara la necesidad de separar de manera definitiva la función de crear dinero, de otras tareas del Estado en las que se enfrentan continuas demandas para aumentar el gasto público. Lo anterior considerando que es de suma importancia que la autoridad monetaria haga un uso responsable de la facultad de emitir dinero fiduciario y que la cantidad que ponga en circulación sea congruente con la estabilidad de precios.

Por ello, se planteó cambiar la naturaleza jurídica del Banco de México. Así, la reforma al Artículo 28 de la Constitución aprobada en 1993 por el Congreso de la Unión y que entró en vigor en 1994, concedió al Banco de México autonomía y le asignó como mandato prioritario la estabilidad de precios “[...] *El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.*” (DOF, 1993). A su vez, la Ley del Banco de México establece que también serán finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento del sistema de pagos.

Ante los periodos inflacionarios que había padecido la sociedad mexicana, la importancia de esta reforma se sustentó, precisamente, en la necesidad de evitar los costos económicos y sociales asociados con episodios de inflación alta y volátil. Como se mencionó en el Programa Monetario para 2019,¹ entre los principales costos de la inflación, figuran los siguientes:

- i) La inflación deteriora el poder adquisitivo de la moneda, afectando en mayor medida a los segmentos de la población de menores ingresos;
- ii) la inflación tiende a generar una asignación ineficiente de recursos en la economía;
- iii) la inflación dificulta la planeación de largo plazo de los agentes económicos;
- iv) la inflación puede propiciar un proceso de desintermediación financiera;

¹ El Programa Monetario para 2019 se puede consultar en: www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/programas-de-politica-monetaria.

- v) una mayor inflación conlleva un entorno de mayor incertidumbre, lo cual aumenta el costo real del crédito en la economía; y,
- vi) un entorno de alta inflación puede afectar a la estabilidad del sistema financiero.

Es pertinente subrayar que inflaciones altas tienden a coincidir con periodos de bajo crecimiento económico. Ello se debe a que los costos y las distorsiones asociados con la inflación aumentan cuando esta se eleva y pueden llegar a tener un efecto importante sobre las actividades productivas. Asimismo, dichos costos son menores cuando la inflación es baja, por lo que puede concluirse que procurar la estabilidad de precios es un objetivo que contribuye a crear un ambiente propicio para promover la creación de empleos, el crecimiento de los salarios reales y, en última instancia, un mayor bienestar de la sociedad.

Considerando lo anterior, puede argumentarse que la mayor contribución que un banco central puede hacer para promover un mejor nivel de vida para la población consiste precisamente en alcanzar y mantener un entorno de inflación baja y estable. No obstante, aunque la estabilidad de precios es necesaria para el desarrollo de la economía, por sí sola no es suficiente. Para generar un crecimiento económico elevado y sostenido también se requiere de finanzas públicas sanas, un sistema financiero sólido, así como de un marco institucional que conduzca a una estructura de incentivos que promueva mejoras en la productividad, y la acumulación de capital tanto físico como humano.²

3. Avances en Materia de Estabilidad de Precios

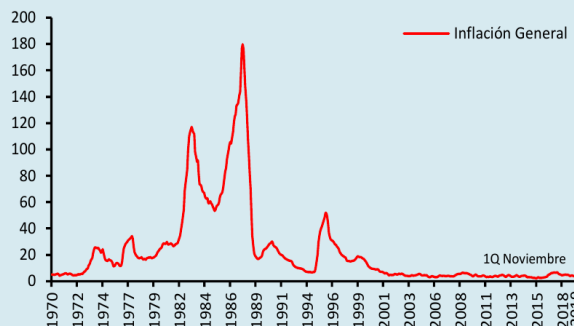
La autonomía del Banco Central y el mandato de estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional han sido piezas clave detrás de los avances que se han logrado para crear un ambiente de inflación baja y estable en México. La inflación general anual ha disminuido a cifras de un dígito desde los elevados niveles que registró durante las décadas de los setentas, ochentas y noventas, cuando llegó a exhibir cifras de dos e incluso tres dígitos (Gráfica 1).

El entorno de menor inflación ha conducido a cambios estructurales que han propiciado un funcionamiento más eficiente del sistema de precios de la economía.

En primer lugar, la inflación ha pasado de ser un proceso altamente volátil a uno más estable como lo sugieren los hallazgos de Chiquiar, Noriega y Ramos-Francia (2007), quienes estiman que a principios de 2001 la inflación pasó de ser un proceso no estacionario a uno estacionario. De ello puede concluirse que la inflación en México es menos persistente y volátil que en el pasado.

² Ver Recuadro 5 “Política Monetaria y Actividad Económica” del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2018.

Gráfica 1
Inflación General
Por ciento

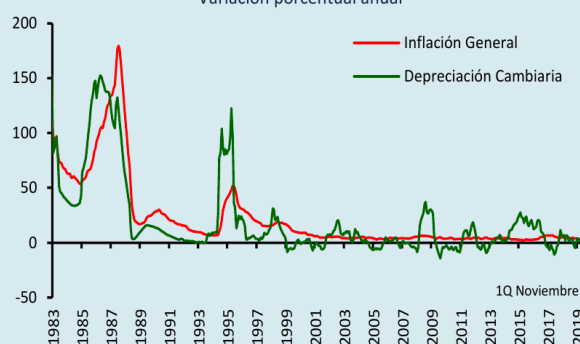


Fuente: Banco de México e INEGI.

Adicionalmente, las expectativas de inflación de los agentes económicos se han ido consolidando en niveles consistentes con un ambiente de inflación baja y estable. Aguilar *et al.* (2014) argumentan que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han vuelto menos sensibles a choques de oferta, por lo que estas han mostrado mayor estabilidad en niveles cercanos a la meta de inflación del Banco Central. Esto sugiere un fortalecimiento de la credibilidad del compromiso del Banco de México con la estabilidad de precios.

Asimismo, se ha registrado una importante reducción del traspaso de fluctuaciones en el tipo de cambio a los precios. En el periodo anterior al año 2000, depreciaciones significativas de la cotización el peso mexicano respecto al dólar solían estar acompañadas de aumentos importantes de la inflación, mientras que actualmente se registra un menor grado de asociación entre ambas variables (Gráfica 2). En línea con lo anterior, diversos estudios han documentado que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios en México se ubica en niveles bajos desde 2001 (Ver Kochen y Sámano (2016); Angeles *et al.* (2019) y Jaramillo *et al.* (2019)).

Gráfica 2
Inflación General y Tasa de Depreciación Nominal
Variación porcentual anual

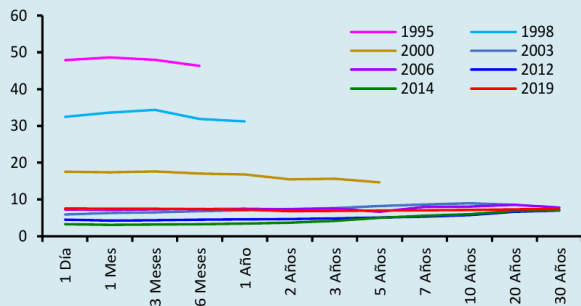


Fuente: Banco de México e INEGI.

4. Beneficios de un Entorno de Inflación Baja y Estable

En general, el entorno de mayor estabilidad de precios que se ha descrito ha contribuido al desarrollo y profundización del sistema financiero mexicano. En particular, ha permitido el surgimiento de instrumentos financieros de mediano y largo plazo. Así, en 1995 los CETES (Certificados de la Tesorería de la Federación) a 6 meses, eran los instrumentos de deuda gubernamental denominados en moneda nacional, con el mayor horizonte de vencimiento, mientras que desde 2002 el Gobierno mexicano emite bonos nominales con plazos de vencimiento de hasta 30 años (Gráfica 3).

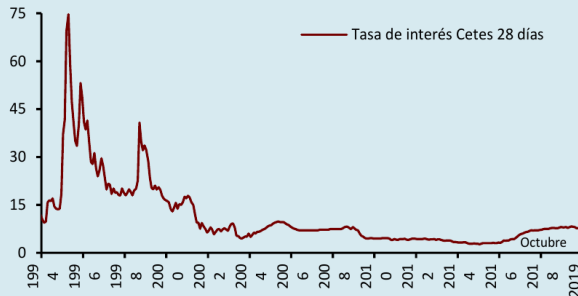
Gráfica 3
Curva de Rendimiento: Bonos del Gobierno ^{1/}
Por ciento



^{1/} Se presenta el promedio anual excepto para 2019 que se muestran cifras del 26 de noviembre.
Fuente: Proveedor Integral de Precios.

Aunado a lo anterior, la importante reducción de la inflación a lo largo del tiempo ha conducido a un descenso tanto de las expectativas de inflación, como de la prima por riesgo inflacionario. Ello se ha reflejado en una disminución significativa de las tasas de interés y, por ende, en los costos de financiamiento en que incurren hogares, empresas y gobiernos al solicitar crédito (Gráfica 4). Como un ejemplo de lo anterior, destaca que actualmente los hogares en México acceden a créditos hipotecarios a tasa fija y con duración de hasta treinta años. Destaca que desde una perspectiva de mediano plazo, el costo de dichos créditos ha disminuido (Gráfica 5).

Gráfica 4
Tasa de Interés Cetes a 28 días: 1994-2019
Por ciento



Fuente: Banco de México

³ De acuerdo con CONEVAL la pobreza alimentaria aumentó de 21.2% en 1994 a 37.4% en 1996, mientras que durante la crisis financiera global

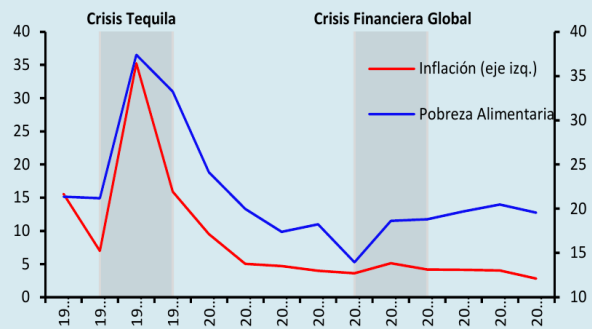
Para ilustrar los beneficios que el ambiente de inflación baja y estable ha tenido en los niveles de pobreza, se pueden comparar los efectos de la Crisis de 1995, con los de la crisis financiera global en 2008-2009. En ambos episodios se registró una importante contracción de la actividad económica y una significativa depreciación del peso mexicano. Sin embargo, debido a que el traspaso de fluctuaciones en el tipo de cambio a los precios fue más bajo durante el segundo episodio respecto del primero, el impacto sobre la inflación fue menor. Como resultado, el efecto en los niveles de pobreza fue menos severo durante la crisis financiera global de 2008-2009 que durante la crisis de 1995 (Gráfica 6).³

Gráfica 5
Costo Anual del Crédito Hipotecario en México ^{1/}
Por ciento



^{1/} Indicador que resume el costo anual total del crédito. Comprende los costos por: tasa de interés, comisiones, bonificaciones, seguros obligatorios y gastos por otros servicios financieros. Incluye bancos y Sofoles.
Fuente: Banco de México

Gráfica 6
Porcentaje de Pobres ^{1/} e Inflación



^{1/} Se refiere a la proporción de la población que tiene ingresos laborales por debajo de la línea de pobreza alimentaria.
Fuente: Coneval e INEGI

5. Transparencia y Rendición de Cuentas

Durante sus 25 años de autonomía el Banco de México ha reconocido que la transparencia y la rendición de cuentas son prácticas que van de la mano con esa condición. En particular,

aumentó de 14% en 2006 a 18.6% y 18.8% en 2008 y 2010, respectivamente.

son necesarias para consolidar la credibilidad de la institución y, en consecuencia, mejorar la eficacia de sus políticas. En este contexto, adoptó una política de comunicación con la finalidad de que los agentes económicos pudieran dar mejor seguimiento a las acciones del Banco Central. Adicionalmente la Ley del Banco de México contempla una puntual rendición de cuentas de la Institución con la sociedad mexicana a través del Congreso de la Unión.⁴

Actualmente, el Banco de México, aparte de las obligaciones que le marca la Ley, promueve una política activa de apertura informativa y de transparencia. De manera cotidiana esta institución pone a disposición del público abundante información cuantitativa en materia económica y financiera, así como trabajos de análisis. Igualmente, se informa sobre las razones de las decisiones de política monetaria (Minutas). Ello permite una mejor comprensión, seguimiento y evaluación de las acciones del Instituto Central. A lo largo de los últimos años se han adoptado medidas adicionales de transparencia y mejoras en la estrategia de comunicación.⁵ En particular, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció el 30 de abril de 2018 las siguientes modificaciones a su estrategia de comunicación: a) en las Minutas de las Decisiones de Política Monetaria se incluye la identidad de los votantes y en caso de disenso en la votación, se agrega una explicación de las razones; b) las transcripciones de las reuniones de la Junta de Gobierno en las que se toma la decisión de política monetaria se pondrán a disposición del público tres años después de la reunión correspondiente; c) el Comunicado de Prensa sobre el Anuncio de la Decisión de Política Monetaria, así como las Minutas correspondientes, se publican simultáneamente en español e inglés; y d) los discursos y las presentaciones públicas de los miembros de la Junta de Gobierno se ponen a disposición del público en la página web del Banco de México a más tardar dos días hábiles después del evento.

6. Consideraciones Finales

La experiencia de los últimos 25 años confirma la importancia que ha tenido la Reforma Constitucional que otorgó autonomía al Banco de México y que le asignó como mandato prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Dentro del marco institucional resultante de dicha Reforma, las acciones del Banco de México han contribuido a una reducción en el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación, así como a un anclaje de las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta. Asimismo, se ha observado una

reducción en el traspaso de fluctuaciones cambiarias a los precios de los bienes y servicios. Dichos avances en el abatimiento de la inflación se han traducido en diversos beneficios para la población, entre ellos han facilitado un mayor acceso de la población al crédito a un menor costo y a plazos más largos, así como mitigar los efectos adversos de la inflación sobre los ingresos y riqueza de los hogares mexicanos, particularmente aquellos con menores ingresos, evitando así una mayor pobreza y desigualdad. No obstante, es importante destacar que la estabilidad de precios es una condición necesaria, mas no suficiente para alcanzar un crecimiento económico más elevado de manera sostenida. Para esto último se requieren, en adición a una inflación baja y estable, medidas que promuevan la acumulación de capital físico y humano, así como una mayor productividad. En este sentido, la política monetaria no debe percibirse como un sustituto para reformas encaminadas a incrementar el crecimiento potencial de la economía.

En conclusión, la autonomía otorgada al Banco de México mediante la reforma que entró en vigor en 1994, le ha permitido lograr avances importantes en materia de control de la inflación, en entornos sumamente complejos. En cumplimiento de su mandato constitucional el Instituto Central continúa trabajando para consolidar plenamente un entorno de inflación baja y estable. Durante los últimos años, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno complejo, en el que la economía nacional ha enfrentado choques adversos y un alto nivel de incertidumbre. En un contexto como el descrito y ante la presencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación, se requiere de una política monetaria prudente y firme que adopte las medidas necesarias para procurar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación y de sus expectativas hacia niveles consistentes con la meta de 3%, particularmente aquéllas de mediano y largo plazo.

Asimismo, es indispensable que el Banco de México continúe con los esfuerzos en comunicación que ha venido realizando, buscando llegar a un público más amplio, para fortalecer en mayor medida la confianza en el Instituto Central, destacando la importancia de la estabilidad de precios para el funcionamiento de la economía y, en última instancia, para el bienestar de la población.

⁴ El artículo 51 de la Ley del Banco de México establece que el Banco enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión y, en los recesos de este último, a su Comisión Permanente, lo siguiente: I. En enero de cada año, una exposición sobre la política monetaria a seguir por la Institución en el ejercicio respectivo, así como un informe sobre el presupuesto de gasto corriente e inversión física de la Institución, correspondiente a dicho ejercicio, y II. A más tardar cuarenta y cinco días hábiles después del cierre de cada trimestre, un informe sobre la inflación, la evolución económica y el comportamiento de los indicadores económicos del país en dicho trimestre, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre de que se trate y, en

general, las actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional. Adicionalmente, el Banco enviará un informe anual al Congreso de la Unión, sobre el ejercicio de las atribuciones que le confiere la Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros. En adición el Artículo 52 establece que cualquiera de las Cámaras del Congreso de la Unión podrá citar al Gobernador del Banco para que rinda informes sobre las políticas y actividades de la Institución.

⁵ Ver Recuadro 8 “Avances en la Estrategia de Comunicación, Transparencia y Rendición de Cuentas de Banco de México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2018.

7. Referencias

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.

Angeles, D., J. Cortés, y D. Sámano (2019). “Evolución y Características del Traspaso del Tipo de Cambio a Precios en México”. Banco de México, Documento de Investigación 2019-10.

Banco de México (2019). Programa Monetario para 2019.

Banco de México (2018). “Avances en la Estrategia de Comunicación, Transparencia y Rendición de Cuentas de Banco de México”, Extracto del Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2018, Recuadro 8, Mayo 2018, Ciudad de México.

Banco de México (2018). “Política Monetaria y Actividad Económica”, Extracto del Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2018, Recuadro 5, Noviembre 2018, Ciudad de México.

Chiquiar, D., A. E. Noriega, y M. Ramos-Francia (2007). “A Time Series Approach to Test a Change in Inflation Persistence: The Mexican Experience”. Banco de México, Documento de Investigación 2007-01.

Coneval. Evolución de las dimensiones de la pobreza 1990-2016.

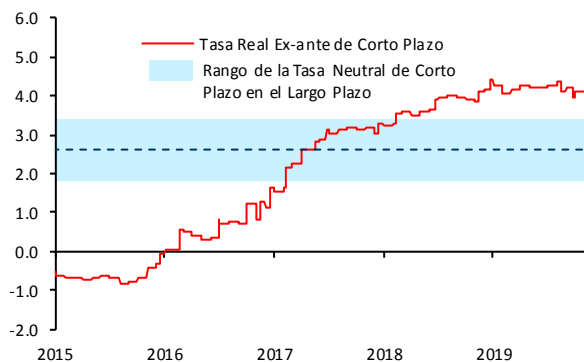
Diario Oficial de la Federación (1993). “Ley del Banco de México”, Decreto por el que se modifica la Ley del Banco de México, Diciembre 1993, Cámara de Diputados, Ciudad de México.

Jaramillo, J., L. Pech, C. Ramírez y D. Sánchez (2017). “Traspaso No Lineal del Tipo de Cambio a Precios”. Banco de México, Documento de Investigación 2019-16.

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.

Adicionalmente, la Junta de Gobierno destacó que para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y que tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3.0% en el plazo en el que opera la política monetaria. Tomando en cuenta las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real *ex ante* se ubica en un nivel cercano al 3.9% (Gráfica 277).

Gráfica 277
Tasa Real *Ex Ante* de Corto Plazo y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo ^{1/}
 Por ciento anual

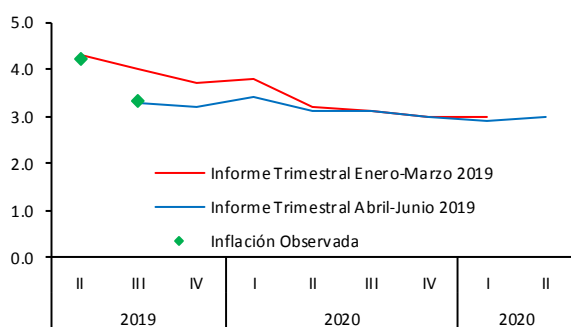


^{1/}La tasa real *ex ante* de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.8 y 3.4%.
 Fuente: Banco de México.

Considerando 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 lo previsto; ii) la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos; iii) el comportamiento de los principales determinantes de la inflación; y iv) la evolución de la actualización de los pronósticos de inflación respecto a las trayectorias anunciadas.

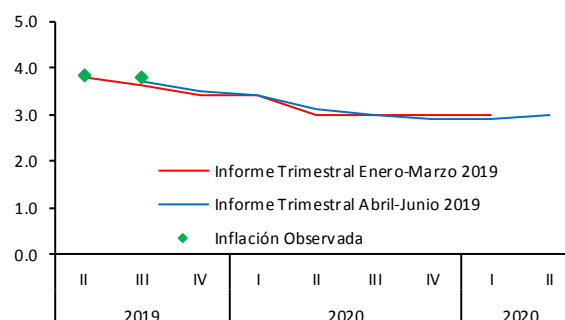
En cuanto a la evolución de la inflación, tal como era previsto, entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 la inflación general disminuyó. Lo anterior ha sido producto de disminuciones en las tasas de variación anual de los precios de los energéticos y de los agropecuarios, que se han traducido en una notoria trayectoria descendente de la inflación no subyacente. Asimismo, la inflación subyacente ha seguido ubicándose alrededor de las previsiones publicadas en el último Informe Trimestral (Gráficas 278 y 279).

Gráfica 278
Pronósticos de Inflación General
Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 279
Pronósticos de la Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



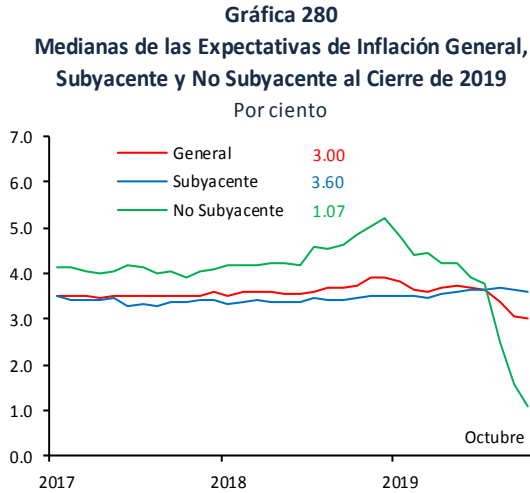
Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación con las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre analistas del sector privado, destaca que las de corto plazo han seguido a la información más reciente, mientras que las de mayor plazo han permanecido relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3.00%. En particular, la mediana para la inflación general al cierre de 2019 disminuyó de 3.70 a 3.00% entre junio y octubre, principalmente como resultado de la revisión a la baja en el componente no subyacente, cuya mediana registró una disminución de 3.91 a 1.07% en el mismo periodo. Por su parte, la mediana correspondiente a las expectativas de inflación subyacente se ajustó de 3.64 a 3.60% entre junio y octubre (Gráfica 280).⁵⁴ Respecto de las expectativas de inflación al cierre de 2020, estas disminuyeron en el mismo periodo. En particular, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente se ajustaron de 3.60 a 3.50% y de 3.48 a 3.38%, respectivamente. Por su parte, aquellas correspondientes al componente no subyacente disminuyeron de 4.18 a 3.81%, si bien en julio la mediana se ubicó en 4.34% (Gráfica 281). En cuanto a las expectativas de mediano plazo (próximos 4 años), la mediana para la inflación general se mantuvo en 3.50%, mientras que para el componente subyacente permaneció alrededor de 3.46%. Con respecto a las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente de largo plazo

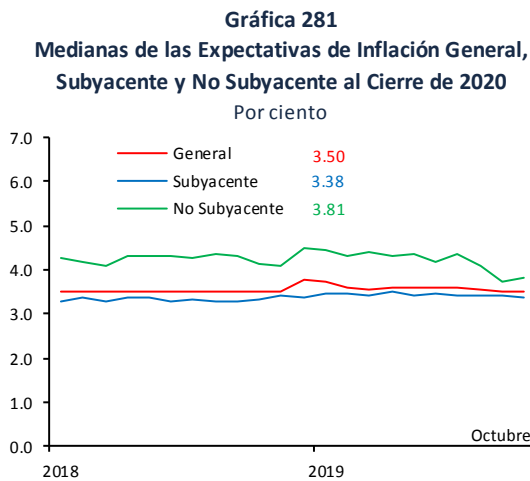
⁵⁴ La mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex disminuyó de 3.77 a 3.00% entre las encuestas del 20 de junio de 2019 y la del 20 de noviembre de 2019.

Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex se ajustó de 3.63 a 3.54% entre las mismas encuestas.

(próximos 5 a 8 años), estas se mantuvieron estables en 3.50 y 3.40%, respectivamente (Gráfica 282).⁵⁵

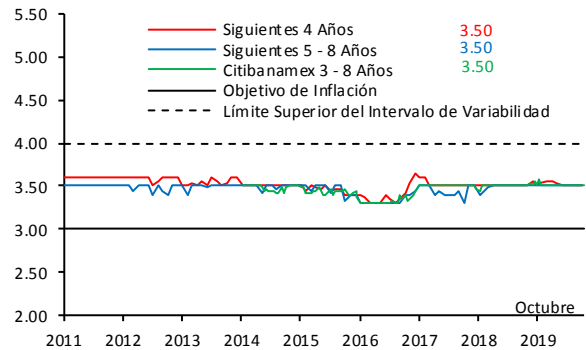


Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

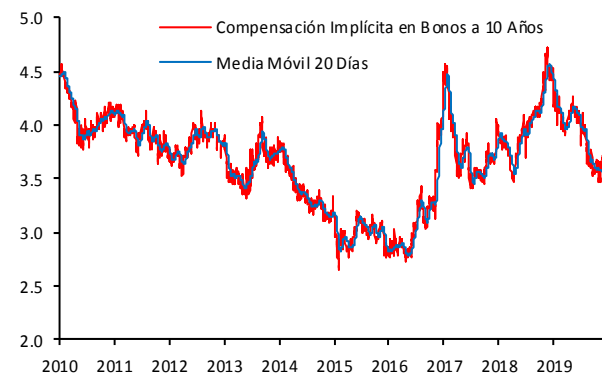
Gráfica 282
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
 Por ciento



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

Por su parte, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo) registró una disminución entre junio y octubre de este año (Gráfica 283). En relación con sus componentes estimados, durante el mismo periodo, las expectativas de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) disminuyeron de 3.09 a 3.05%, mientras que la estimación de la prima por riesgo inflacionario se ajustó a la baja de 0.57 a 0.18% (Gráficas 284 y 285).⁵⁶

Gráfica 283
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
 Por ciento

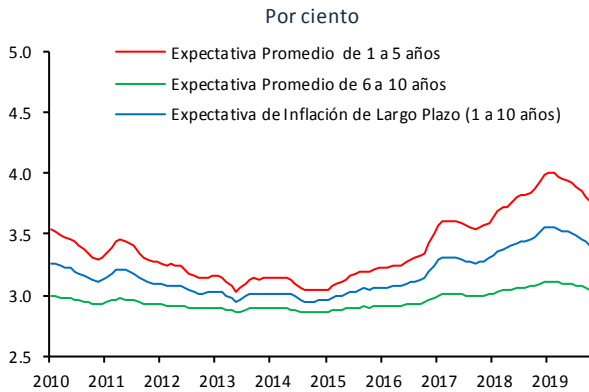


Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

⁵⁵ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 2 a 6 años), se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 20 de junio de 2019 y la del 20 de noviembre de 2019.

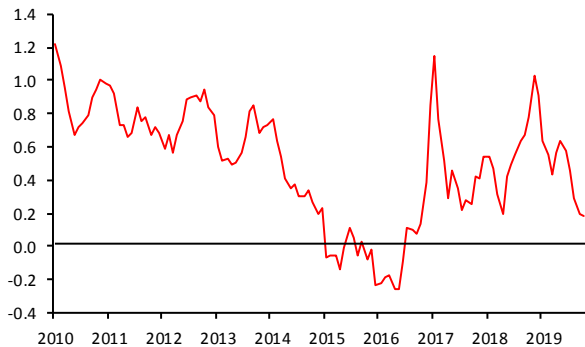
⁵⁶ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro “Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario” en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

Gráfica 284
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}



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

Gráfica 285
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años^{1/}
 Por ciento



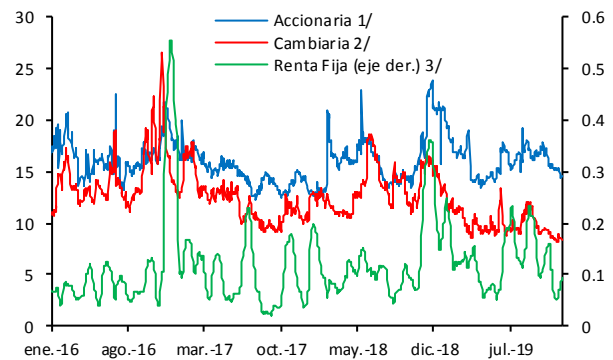
^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
 Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

En cuanto a los determinantes de la inflación, con respecto a la posición cíclica de la economía, se estima que en el tercer trimestre del año en curso, se ha mantenido el estancamiento de la actividad económica que se ha venido observando por varios trimestres, lo que implica la ampliación de las condiciones de holgura a un ritmo mayor al previsto. Esto podría contribuir a una disminución de la inflación subyacente en los próximos meses.

Los mercados financieros nacionales se vieron presionados, a principios de agosto, como resultado del resurgimiento de las tensiones comerciales entre

China y Estados Unidos y sus repercusiones en los mercados financieros. No obstante, recientemente han mostrado una mejoría propiciada por el relajamiento en las condiciones financieras globales, lo que a su vez estuvo determinado, en parte, por posturas monetarias más acomodaticias en las principales economías avanzadas, así como por una mejoría en las tensiones comerciales referidas (Gráfica 286).

Gráfica 286
Volatilidad en los Mercados Financieros en México
 Por ciento



^{1/} Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.
^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.
^{3/} Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.
 Fuente: Bloomberg y Proveedor Integral de Precios (PiP).

En este contexto, respecto a la evolución del tipo de cambio, pueden distinguirse dos episodios. Primero, de finales de junio a principios de septiembre, la moneda nacional mostró una depreciación de 4.32%, al pasar de alrededor de 19.19 a 20.02 pesos por dólar, alcanzando un nivel máximo intradía de 20.26 pesos por dólar. Lo anterior estuvo asociado a un menor apetito por riesgo global como resultado, principalmente, del resurgimiento de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Posteriormente, de principios de septiembre a la fecha, el peso mexicano revirtió parcialmente la depreciación observada en el primer episodio, impulsado, entre otros factores, por una menor aversión al riesgo como resultado de: i) una disminución de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos; y ii) la depreciación del dólar estadounidense ante la reducción de la curva de rendimientos en ese país. Desde principios de septiembre, el peso mexicano se ha apreciado 2.84%,

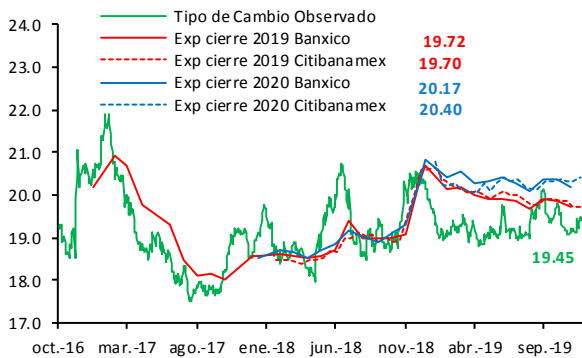
si bien ubicándose actualmente en un nivel de 19.45 pesos por dólar. Considerando lo anterior, durante el periodo que cubre este Informe, la moneda nacional ha oscilado en un rango de entre 18.91 y 20.13 pesos por dólar, con niveles reducidos de volatilidad (Gráficas 287 y 288).

Es importante subrayar que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, el Banco de México contribuirá a que este se dé de manera ordenada y buscando evitar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

En cuanto a las condiciones financieras y monetarias externas, en los últimos meses, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han tomado acciones de política monetaria que han conducido a un relajamiento de las condiciones financieras globales. En particular, respecto de la política monetaria en Estados Unidos, en su reunión de julio, la Reserva Federal redujo el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base como era esperado por el mercado. Posteriormente en sus reuniones de septiembre y octubre, como anticipaba el mercado, redujo en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales en ambas ocasiones, para situarse en uno de entre 1.50 y 1.75%. En su última comunicación, la Reserva Federal destacó que el rango alcanzado es apropiado considerando los riesgos que enfrenta. De acuerdo con la información de instrumentos de mercado, únicamente se prevé un recorte adicional de 25 puntos base para 2020.

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México en el periodo de referencia, estas han reflejado los efectos de las menores tasas de interés externas, registrando disminuciones en todos sus plazos. En particular, las tasas a 3 meses, 2 años y 10 años disminuyeron de 8.2 a 7.5%, de 7.5 a 6.7% y de 7.6 a 7.0%, respectivamente. En lo referente a las tasas de interés de corto plazo, su dinámica estuvo principalmente influida por las decisiones de este Instituto Central de disminuir el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en cada una de sus reuniones en agosto, septiembre y noviembre. Por su parte, las reducciones en las tasas de interés de mediano y largo plazos se asocian a los importantes ajustes a la baja en las tasas de interés a nivel global, principalmente las de Estados Unidos, como resultado de un entorno de debilidad económica y de la expectativa de que prevalezca un ambiente benigno para la inflación y una política monetaria acomodaticia en ese país (Gráficas 289 y 290).

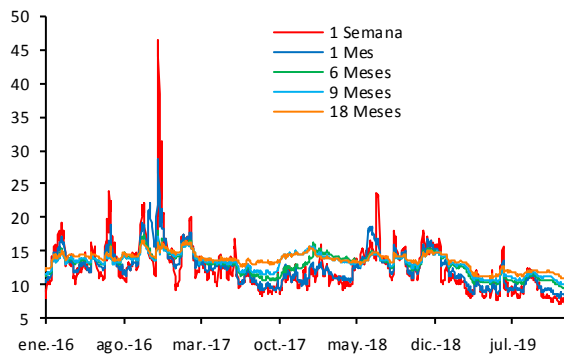
Gráfica 287
Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de octubre y de la encuesta Citibanamex del 20 de noviembre de 2019.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

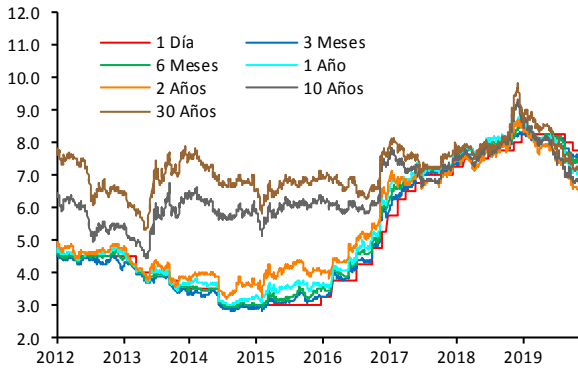
Gráfica 288
Volatilidad Implícita en Opciones del Tipo de Cambio
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 289

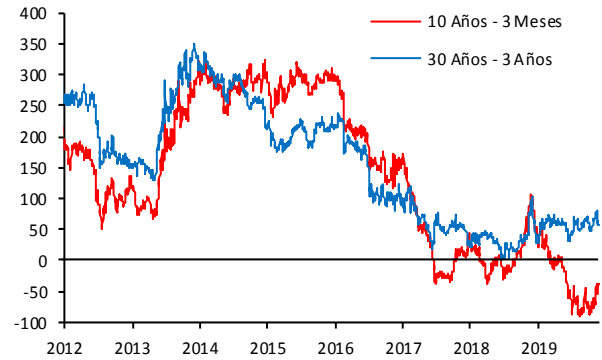
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 291

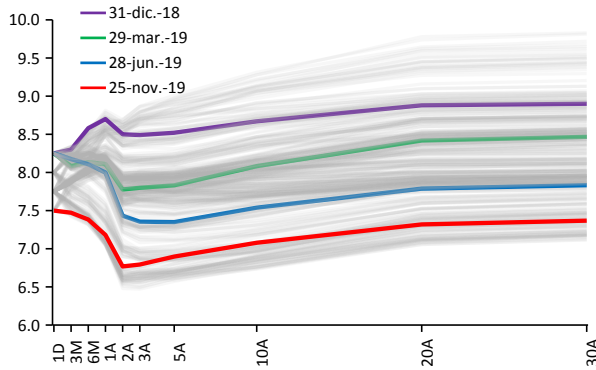
Pendiente de la Curva de Rendimientos
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 290

Curva de Rendimientos de México
Por ciento

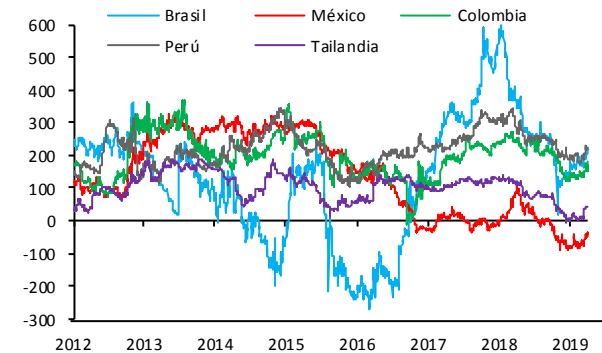


Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 292

Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países (10 años - 3 meses)
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 293

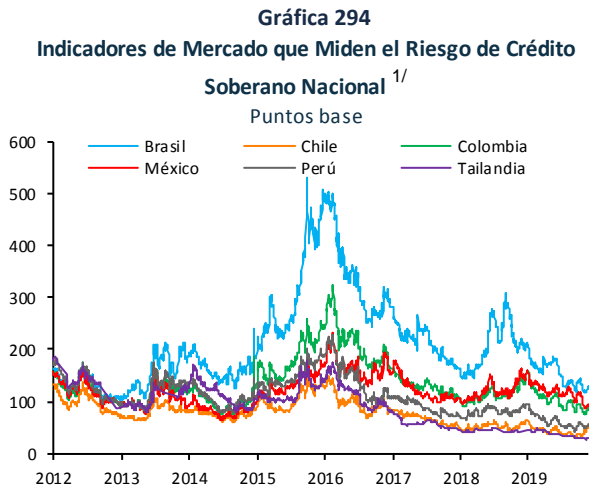
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México
Puntos porcentuales



Fuente: Estimación del Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

Dado el comportamiento anteriormente descrito, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) se ajustó a la baja en el periodo de referencia, si bien a principios de noviembre comenzó a revertirse. Cabe destacar que la pendiente observada en México se sigue ubicando por debajo de las de otras economías emergentes (Gráficas 291 y 292). De esta manera, los dos componentes de la tasa de interés de 10 años en México –la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo en el mismo horizonte y la prima por plazo– disminuyeron en el periodo que cubre este Informe, si bien el segundo ha aumentado en el margen (Gráfica 293). En caso de materializarse algún riesgo idiosincrásico, esto podría conducir a un incremento de la prima por plazo, lo que presionaría al alza las tasas de interés de mediano y largo plazo.

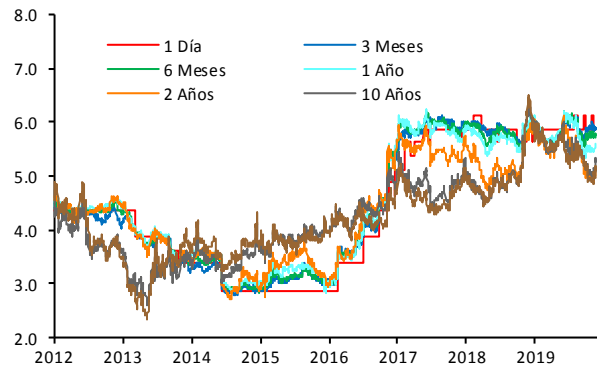
Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México presentaron disminuciones durante el periodo de referencia, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. No obstante, estos permanecen en niveles elevados respecto a los de economías de calificación crediticia comparable (Gráfica 294).



^{1/} Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.
Fuente: Bloomberg.

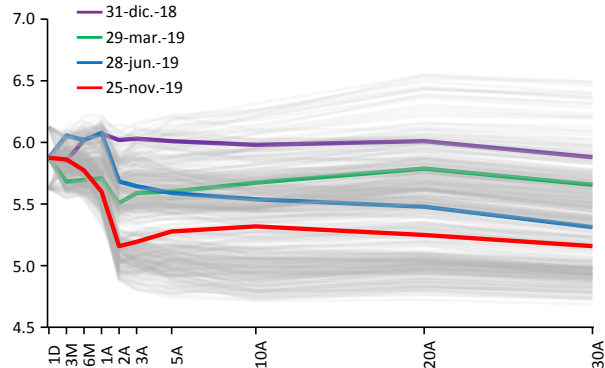
Tomando en consideración las acciones de política monetaria del Banco de México y de la Reserva Federal, así como la evolución descrita de las tasas de interés en México y Estados Unidos, los diferenciales de tasas de interés para el corto plazo entre ambos países se han mantenido estables en el periodo que cubre este Informe. Por su parte, aquellos correspondientes al mediano y largo plazos se ajustaron a la baja, toda vez que las disminuciones en las tasas de interés para dichos plazos en Estados Unidos fueron menores a las observadas en México (Gráficas 295 y 296). Al respecto es importante mencionar que los referidos diferenciales de México permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes (Gráfica 297).

Gráfica 295
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
Por ciento



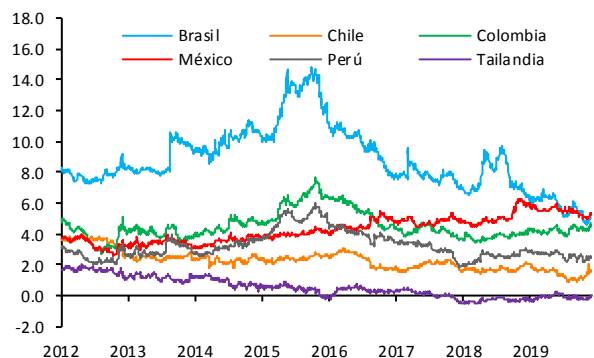
^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado para la Reserva Federal
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 296
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
Puntos Porcentuales



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 297
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 años de Varios Países con respecto a Estados Unidos
 Por ciento



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

Finalmente, en cuanto a los riesgos que pudieran afectar el desempeño de los activos financieros nacionales, existe incertidumbre respecto a la relación bilateral entre México y Estados Unidos y a las perspectivas crediticias, tanto para la deuda de Pemex como la soberana.

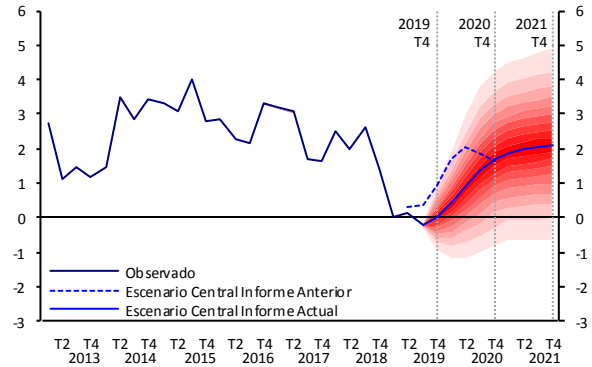
5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2019 se revisan de un intervalo de entre 0.2 y 0.7% en el Informe anterior a uno de entre -0.2 y 0.2%, mientras que para 2020 se modifican de un intervalo de entre 1.5 y 2.5% a uno de entre 0.8 y 1.8%. Para 2021 se estima una variación del PIB en un intervalo de entre 1.3 y 2.3% (Gráficas 298 y 299).⁵⁷ El ajuste para 2019 incorpora el hecho de que la información más reciente muestra una debilidad de mayor magnitud y duración a la anteriormente prevista, así como la expectativa de que el crecimiento en el cuarto trimestre del año se vea afectado por una menor actividad en el sector automotriz. La revisión para 2020 incorpora un menor nivel esperado para el PIB al cierre de 2019 –lo que, a su vez, genera una menor base para el crecimiento de 2020—. En este contexto, la expansión esperada responde a la expectativa de que se observe una recuperación de los componentes de la demanda interna, si bien más gradual que lo anticipado previamente y en un entorno en el que la previsión del crecimiento de la producción industrial en Estados Unidos también es menor a la anticipada previamente.⁵⁸ La expectativa para 2021 supone un escenario inercial congruente con la gradual reactivación de la actividad económica en 2020. Cabe señalar que existe un alto grado de incertidumbre alrededor de estas perspectivas, toda vez que se considera que la economía mexicana continuará enfrentando un entorno complejo en el horizonte de pronóstico.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, se sigue esperando que las condiciones de holgura se mantengan relajadas a lo largo del horizonte de pronóstico (Gráficas 300, 301 y 302).

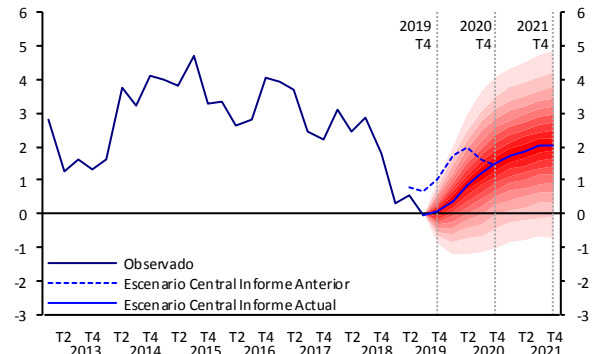
Gráfica 298
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 299
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

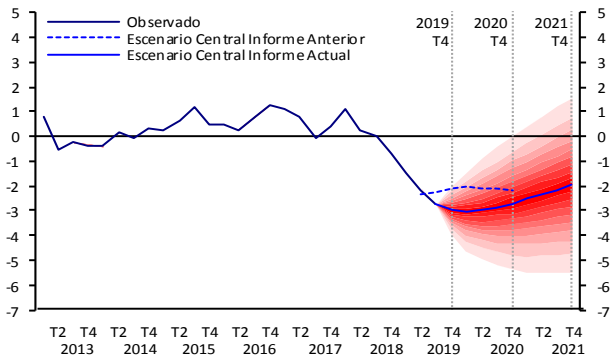
⁵⁷ Cabe notar que, por ser año bisiesto, en 2020 habrá un día adicional relativo a 2019. Ello conducirá a que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea mayor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad, toda vez que esta última controla por este efecto. Del mismo modo, en 2021 habrá un día menos en relación con 2020, lo que ocasionará que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea inferior que la calculada con datos

desestacionalizados. Como referencia, en 2016 y 2017 la diferencia entre estas dos tasas de crecimiento fue de cerca de tres décimas.

⁵⁸ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en noviembre de 2019, se esperan expansiones de la producción industrial en Estados Unidos para 2019 y 2020 de 0.9 y 0.7%, tasas menores que las de 1.2 y 1.1% reportadas en el Informe anterior. Para 2021, de acuerdo con la encuesta correspondiente a octubre de 2019, se espera un crecimiento de 1.5% para este indicador.

Gráfica 300

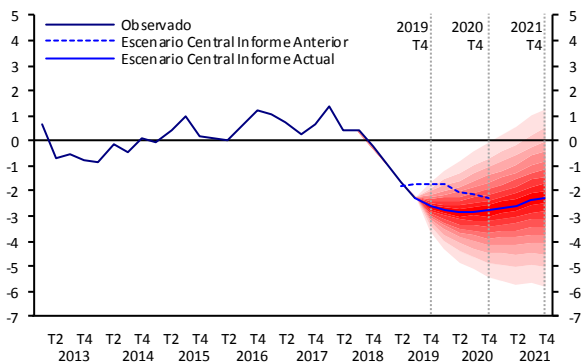
Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto, a.e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 301

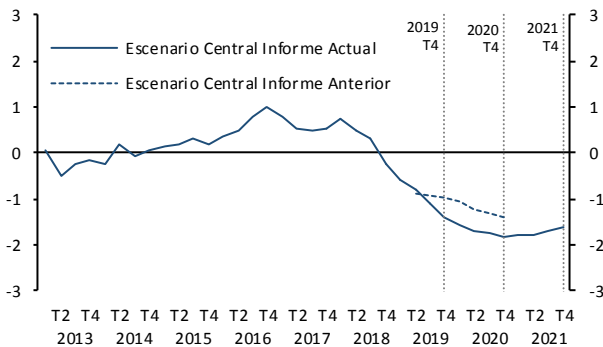
Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto
Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 302

Indicador de Holgura Trimestral



Notas: i) En el Escenario Central del Informe Actual el pronóstico inicia en 2019 T3. En el caso del Escenario Central del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2019 T2. ii) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero. iii) No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.
Fuente: Banco de México.

Empleo: Con base en la mayor información disponible y la revisión de las perspectivas de crecimiento, los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para 2019 se ajustan de un rango de entre 450 y 550 mil puestos de trabajo en el Informe anterior a uno de entre 300 y 370 mil puestos de trabajo. Para 2020 se espera un intervalo de entre 500 y 600 mil puestos de trabajo, mismo que se compara con uno de entre 590 y 690 mil puestos de trabajo en el Informe anterior. Para 2021 se anticipa un intervalo de entre 510 y 610 mil puestos de trabajo.

Cuenta Corriente: Para 2019, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 0.2 y 5.8 miles de millones de dólares, respectivamente (0.0 y 0.5% del PIB, en el mismo orden), previsiones menores a las reportadas en el Informe anterior de 7.8 y 15.2 miles de millones de dólares, respectivamente (0.6 y 1.2% del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2020 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 10.9 y 18.1 miles de millones de dólares, respectivamente (0.8 y 1.4% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 12.1 y 22.0 miles de millones de dólares, respectivamente (0.9 y 1.6% del PIB, en el mismo orden). Para 2021, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 15.6 y 23.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 1.7% del PIB, en el mismo orden).

Balance de riesgos para el crecimiento: En un entorno de marcada incertidumbre, los elementos de riesgo externos e internos que persisten dan lugar a que el balance de riesgos para la actividad económica del país se mantenga sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja en este horizonte destacan:

xiv. Un agravamiento de las tensiones comerciales que afecte al crecimiento, la inversión y el comercio globales, así como a los mercados financieros internacionales, en detrimento de la actividad económica en México. En este sentido, persiste la posibilidad de que Estados Unidos anuncie acciones en materia comercial en contra de México, posiblemente asociadas con temas no comerciales, lo que afectaría las decisiones de gasto de los consumidores y/o a la inversión. No obstante, este riesgo se ha mitigado.

- xv. Que el proceso de ratificación del T-MEC se prolongue en Estados Unidos y Canadá, manteniendo un entorno de incertidumbre y afectando a la inversión.
- xvi. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por: a) mayores tensiones comerciales a nivel global que den lugar a un menor apetito por riesgo; b) posibles sorpresas inflacionarias que ocasionen aumentos imprevistos en las tasas de referencia de los principales bancos centrales; c) un posible contagio proveniente de otras economías emergentes, particularmente ante un entorno de incertidumbre política y social en diversos países; o d) acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento externo.
- xvii. Que se observe una desaceleración mayor a la esperada de la economía y el comercio globales una vez que expiren los estímulos fiscales vigentes en algunas de las principales economías, principalmente la de Estados Unidos, o derivado de una desaceleración mayor a la esperada de la producción industrial en ese país.
- xviii. Que se retrase la recuperación de la actividad económica ante una mayor y más persistente debilidad de los componentes de la demanda agregada a la anticipada. En particular, que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha venido afectando a la inversión y que ello ocasione que se difieran planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
- xix. Que se observe un deterioro adicional en la calificación de la deuda de Pemex o soberana, lo que podría afectar el acceso a los mercados financieros.
- xx. Que el ejercicio del gasto público en 2020 sea menor al esperado.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico sobresalen:

- viii. Que se formalice el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá y que ello dé lugar a un mayor impulso de la inversión.

- ix. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
- x. Que se observe un dinamismo de la demanda agregada mayor al previsto, derivado de un aumento en el gasto de los consumidores o de que algunos sectores productivos enfrenten mejores condiciones para aumentar sus inversiones.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: En relación al Informe Trimestral previo, los pronósticos para la inflación general anual se revisan ligeramente a la baja para el cierre de 2019. Ello se debe a que, si bien se espera que la inflación subyacente sea ligeramente mayor a la que se había anticipado, domina el efecto de una inflación no subyacente menor a la prevista, lo cual a su vez se deriva de menores tasas de crecimiento de los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos respecto a las anticipadas. Para 2020, los pronósticos para la inflación general anual son muy similares a los dados a conocer en el Informe anterior, pues se contrarresta la previsión de una inflación subyacente ligeramente más elevada con la de una inflación no subyacente por debajo de lo previsto. De esta forma, se continúa anticipando que la inflación general anual se mantenga en niveles cercanos a 3%, si bien se prevé que presente un ligero aumento en el primer trimestre de 2020. Por su parte, para 2021 la mayor holgura prevista en la economía implicaría una inflación general anual menor a la que se había considerado en el Informe previo. En cuanto a la inflación subyacente anual, los niveles observados mayores a los anticipados y el efecto de la actualización del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas presionan al alza la trayectoria prevista, mientras que la mayor holgura anticipada induce una reducción en esta durante el horizonte de pronóstico. Durante el resto de 2019 y la mayor parte de 2020 dominan los primeros efectos y a partir de finales de 2020 el efecto de la mayor holgura en la economía incide en mayor medida. Lo anterior da lugar a que la inflación subyacente anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el tercer trimestre de 2020 (Cuadro 9, Gráficas 303 y 304).

Cuadro 9
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
 Variación anual en por ciento

	2019				2020				2021		
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
INPC											
Informe Actual ^{1/}	4.2	3.3	3.0	3.5	3.1	3.1	3.0	2.8	2.9	2.9	
Informe Anterior ^{2/}	4.2	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0		
Subyacente											
Informe Actual ^{1/}	3.8	3.8	3.6	3.6	3.2	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9	
Informe Anterior ^{2/}	3.8	3.7	3.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.9	3.0		

1/ Pronóstico a partir de noviembre de 2019.

2/ Pronóstico a partir de agosto de 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cabe señalar que algunos riesgos a la baja para la inflación no subyacente se han venido materializando, llevándola a niveles particularmente bajos. Ello hace menos probable que se presenten choques favorables adicionales. Por su parte, la inflación subyacente ha continuado mostrando persistencia. En este contexto, en el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a los riesgos que se destacan a continuación.

Al alza:

- xiv. Que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente.
- xv. Aumentos salariales por encima de las ganancias en productividad y que ello genere presiones de costos.
- xvi. Que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos.
- xvii. La amenaza de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado.
- xviii. Que se deterioren las finanzas públicas.
- xix. Aumentos en los precios agropecuarios o en los energéticos mayores a lo previsto.

A la baja:

- vi. Que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales, o en caso

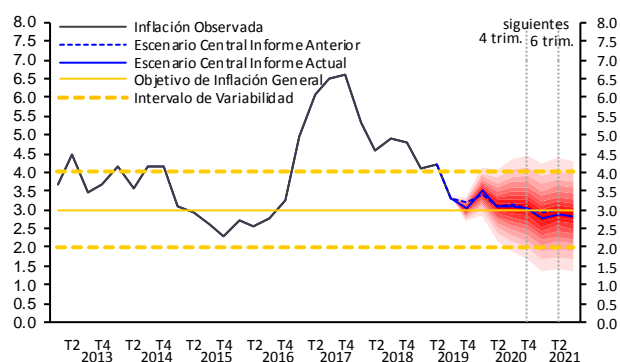
de ratificarse el acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá.

- vii. Que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor al previsto.

- viii. Que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente.

En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto de la trayectoria esperada.

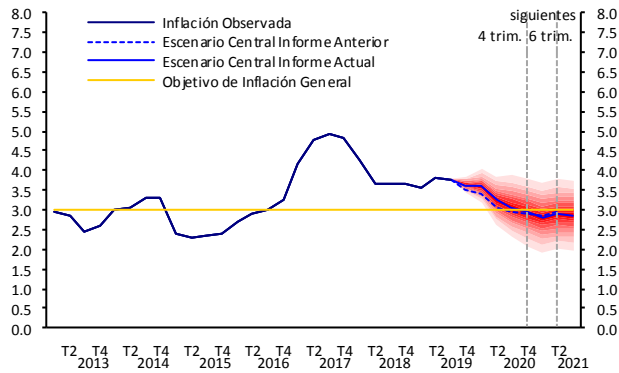
Gráfica 303
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual^{1/}
 Por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del cuarto trimestre de 2019, es decir, el cuarto y segundo trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 304
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 cuarto trimestre de 2019, es decir, el cuarto y segundo trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa en un contexto externo en el que persisten riesgos,

así como a la evolución de las condiciones de holgura y presiones de costos en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

En un entorno de debilidad económica y de marcada incertidumbre, destaca el desempeño desfavorable que la inversión ha mostrado por varios años, acentuado por la trayectoria negativa que prevalece desde principios de 2018. Dicha evolución ha reducido el dinamismo de corto plazo de la actividad económica, al debilitar la demanda agregada, y podría conducir a un menor crecimiento de mediano y largo plazo del país, al implicar una menor formación de capital físico. Por ello, es necesario impulsar una reactivación de la inversión mediante una agenda de políticas públicas que propicien un ambiente de certidumbre y que fortalezcan el clima para hacer negocios en México, respaldada por un marco macroeconómico sólido y resiliente, apoyado por la disciplina fiscal, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Asimismo, es fundamental corregir las causas profundas que inhiben una mayor inversión, tanto pública como privada, y que han dado lugar a bajos niveles de productividad en la economía. En este sentido, fomentar una mayor competencia, proporcionar los incentivos necesarios para privilegiar la creación de valor por sobre la búsqueda de rentas, e incrementar la eficiencia con la que opera la economía contribuiría a atender problemas estructurales que han impedido alcanzar un mayor crecimiento potencial. Del mismo modo, es prioritario fortalecer el estado de derecho a través del combate a la inseguridad, la corrupción y la impunidad, y brindar certeza jurídica. Todos estos esfuerzos promoverían la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad, que se requieren para eliminar los rezagos económicos que persisten, además de que permitirían enfrentar desde bases más sólidas los retos que se presenten ante el entorno internacional adverso y complejo que prevalece.

Capítulo IV: Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2019

CONTENIDO

1.	Introducción.....	249
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Cuarto Trimestre de 2019	252
2.1.	Condiciones Externas.....	252
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	257
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	260
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	261
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	262
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	266
2.2.1.	Actividad Económica	266
2.2.2.	Mercado Laboral	277
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	280
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	280
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	283
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	289
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	290
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	290
2.2.5.2.	Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple.....	290
2.2.5.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	290
2.2.5.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple.....	292
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras	292
3.	Evolución Reciente de la Inflación	295
3.1.	La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2019	295
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	298
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	305
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	315
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	316
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	323
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica.....	323
5.2.	Previsiones para la Inflación	325

RECUADROS

Recuadro 1. Inversión e Incertidumbre en las Economías Avanzadas	254
Recuadro 2. El Impacto de la Incertidumbre sobre el Consumo y la Inversión en México	270
Recuadro 3. Indicadores de Inflación más Relacionados a Factores de Oferta	301
Recuadro 4. Consideraciones sobre el Efecto del Incremento al Salario Mínimo de 2019 sobre los Precios	307

Capítulo IV. Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2019

1. Introducción

A lo largo de 2019, la inflación general anual mostró una reducción importante, especialmente en el segundo semestre, alcanzando hacia finales del tercer trimestre y durante el cuarto niveles en línea con el objetivo puntual del Banco de México. Ello debido, principalmente, a la reducción que exhibió la inflación no subyacente, ya que la subyacente, que refleja de mejor manera las presiones de mediano plazo sobre los precios, mostró persistencia en niveles superiores a la meta del Instituto Central, si bien con ligeras reducciones. En este contexto, el Banco de México siguió una política monetaria prudente, utilizando toda la información disponible y buscando que la postura monetaria condujera a una convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico previsto, reforzando la confianza en la economía nacional y propiciando un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la actividad económica.

Las acciones de política monetaria se llevaron a cabo en un entorno de marcada incertidumbre, derivado de factores externos e internos. Respecto de los primeros, durante 2019 la economía global se fue desacelerando como resultado de los efectos de prolongadas tensiones comerciales, mayores riesgos geopolíticos y factores idiosincrásicos. Inclusive, se presentaron episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales y disminuyeron las presiones inflacionarias alrededor del mundo. En este contexto, diversos bancos centrales adoptaron acciones de relajamiento monetario, lo que contribuyó a un mayor apetito por riesgo. Ello especialmente a finales de 2019, cuando se atenuaron las tensiones comerciales a nivel global y se redujo la probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, lo que condujo a una menor volatilidad financiera. Así, el entorno actual presenta debilidad económica, especialmente en el comercio internacional y la inversión, y condiciones financieras globales más relajadas. Recientemente han surgido nuevos riesgos para el crecimiento global y la estabilidad de los mercados financieros derivados del brote de coronavirus (Covid-19) en China, que se ha venido propagando a otros países.

En el ámbito interno, los mercados financieros de México registraron un desempeño favorable a lo largo de 2019. La cotización del peso mexicano se mantuvo relativamente estable durante la mayor parte del año, si bien presentó algunos episodios de volatilidad, mientras que las tasas de interés internas disminuyeron. Por su parte, la actividad económica se redujo ligeramente durante el año, como reflejo de la debilidad que mostraron los distintos componentes de la demanda agregada, y en consecuencia las condiciones de holgura se fueron ampliando más de lo previsto. La debilidad de la actividad económica nacional durante 2019 reflejó tanto los efectos del menor dinamismo de la actividad industrial en Estados Unidos sobre las exportaciones, como diversos elementos de incertidumbre, externos e internos, que influyeron en el desempeño de la inversión y el consumo.

En el periodo que se reporta en este Informe, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019 la inflación general anual promedio disminuyó de 3.31 a 2.94%. Inclusive, en diciembre esta se situó en 2.83%, su menor nivel desde agosto de 2016 y el segundo menor para el cierre de un año desde que inició en 1969 la medición del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). No obstante, a principios de 2020 la inflación general anual repuntó, ubicándose en 3.52% en la primera quincena de febrero. Esta evolución refleja, en buena medida, el comportamiento de la inflación no subyacente anual, la cual disminuyó de un nivel particularmente bajo de 1.87% en el tercer trimestre a uno de 0.86% en el cuarto, siendo el más bajo registrado para este indicador en un trimestre. Ello, a su vez, estuvo asociado a menores tasas de crecimiento anual en los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos. A inicios de 2020 la inflación no subyacente anual se incrementó, registrando 3.03% en la primera quincena de febrero, como resultado de mayores tasas de variación anual en los precios de las frutas y verduras, así como de un efecto al alza por la base de comparación en los precios de las gasolineras, los cuales a inicios del año pasado habían disminuido como consecuencia de la reducción en el IVA en la frontera norte. La inflación subyacente

anual, por su parte, continúa exhibiendo resistencia a disminuir. En el tercer trimestre se ubicó en un promedio de 3.78% y en el cuarto registró 3.64%. En la primera quincena de febrero de 2020 esta se situó en 3.69% influida al alza por el efecto de los incrementos en el IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas.

Respecto de las decisiones de política monetaria, en cada una de las reuniones de agosto, septiembre, noviembre y diciembre de 2019 y de febrero de 2020 el Banco de México redujo la tasa de referencia en 25 puntos base hasta alcanzar un nivel de 7.0%. En sus decisiones, la Junta de Gobierno destacó los niveles alcanzados por la inflación general, las perspectivas para esta en el horizonte en que opera la política monetaria, la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento de las curvas de rendimiento externas e internas.

Durante el periodo que cubre este Informe, el entorno financiero internacional se caracterizó por una significativa reducción en la incertidumbre asociada a: i) las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos ante el acuerdo Fase 1 alcanzado, ii) la aprobación por parte de Estados Unidos del nuevo tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá, y iii) la aprobación del convenio de salida del Reino Unido de la Unión Europea. Ello, junto con la postura monetaria acomodaticia en las principales economías avanzadas y la estabilización de algunos indicadores prospectivos de la actividad económica mundial, propició condiciones financieras más laxas que elevaron el apetito por riesgo de los inversionistas. No obstante, recientemente el brote de coronavirus (Covid-19) en China y su propagación a algunos otros países ha provocado volatilidad en los mercados financieros y puede ser un factor que afecte a la actividad global más de lo previsto inicialmente. En este contexto, el crecimiento de la economía mundial siguió desacelerándose, reflejando los efectos del entorno de incertidumbre que prevaleció respecto a las tensiones comerciales, geopolíticas y diversos factores idiosincrásicos en algunas de las principales economías, lo que afectó al comercio, las manufacturas y, especialmente, a la inversión. Por su parte, si bien la inflación general mostró un ligero repunte en la mayoría de las economías avanzadas debido al aumento de los precios de la energía hacia finales de 2019, esta se

mantuvo por debajo de los objetivos de sus respectivos bancos centrales, a la vez que la inflación subyacente se mantuvo en niveles inferiores. En este entorno, las expectativas de crecimiento de la economía global apuntan a una ligera recuperación en 2020. No obstante, el balance de riesgos para la actividad económica en el corto y, especialmente, en el mediano plazo continúa sesgado a la baja ante la posibilidad de nuevos episodios de tensiones comerciales globales, de un agravamiento de los conflictos geopolíticos y sociales en diversas regiones del mundo, de un incremento en los costos económicos de desastres naturales asociados a factores ambientales y de un debilitamiento de la actividad económica mundial derivado de los efectos del brote de coronavirus.

En el ámbito interno, en el cuarto trimestre de 2019 persistió la moderada trayectoria a la baja que la actividad económica ha venido presentando por varios trimestres. Así, para 2019 en su conjunto la economía presentó una ligera contracción. En particular, se espera que la inversión haya continuado exhibiendo una tendencia decreciente y que el consumo privado haya perdido dinamismo respecto del repunte observado a finales del tercer trimestre. En cuanto a las exportaciones manufactureras, estas presentaron un cambio de tendencia a la baja. En ese contexto, se estima que las condiciones de holgura siguieron ampliándose.

La actualización de las previsiones para la inflación general anual, que se ajustan moderadamente al alza a partir del segundo trimestre de 2020 respecto a las que se presentaron en el Informe Trimestral anterior, refleja la interacción de diversos factores. Por un lado, las presiones en la inflación no subyacente por variaciones de precios de los productos agropecuarios mayores a las previstas anteriormente, efecto parcialmente contrarrestado por la expectativa de menores incrementos de precios de los energéticos respecto al Informe previo, ante la caída en sus referencias internacionales; así como por el efecto estimado del aumento otorgado al salario mínimo en enero de 2020 sobre el resto de las revisiones salariales y el proceso de formación de precios. Por otro, los efectos de una mayor holgura en la economía en la formación de precios. De esta forma, se prevé que la inflación general anual se ubique en 3% en el primer trimestre de 2021,

manteniéndose en niveles congruentes con la meta en el resto del horizonte de pronóstico. Asimismo, la trayectoria para la inflación subyacente anual se ajusta ligeramente al alza, si bien mantiene una tendencia decreciente, previéndose que se ubique en 3% en el cuarto trimestre de 2020.

En el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza: i) la resistencia a disminuir de la inflación subyacente; ii) que el aumento en los salarios mínimos conduzca a incrementos salariales por encima de las ganancias en productividad en diferentes segmentos de la población ocupada y que ello genere presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y en los precios; iii) que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos —como una reducción en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales o el proceso electoral en Estados Unidos— o por factores internos; iv) aumentos mayores a los previstos en los precios agropecuarios, y v) que se deterioren las finanzas públicas. A la baja: i) que se presenten reducciones mayores en los precios de los energéticos en los mercados internacionales ante un posible entorno de desaceleración global influido en parte por el brote del coronavirus; ii) que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor a lo previsto, y iii) que se aprecie en mayor magnitud la cotización de la moneda nacional. En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto al balance de riesgos para la trayectoria descrita de la inflación.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez,

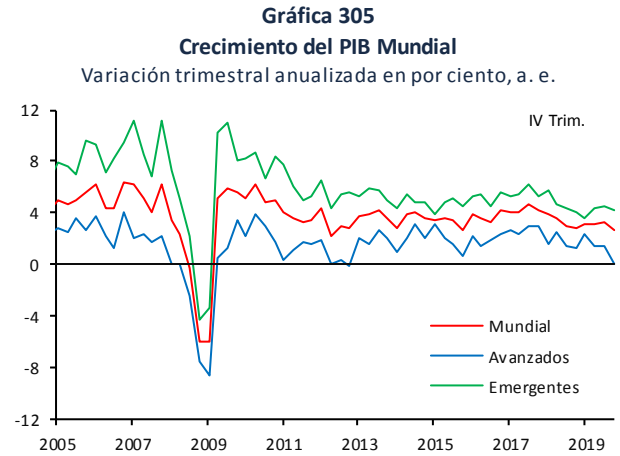
la política monetaria debe actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia ordenada y sostenida de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

El entorno actual sigue presentando riesgos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento en el mediano plazo y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, es particularmente importante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, es necesario reforzar las perspectivas crediticias de la deuda soberana y de Pemex, así como cumplir los objetivos del Paquete Económico 2020. Asimismo, es indispensable fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad.

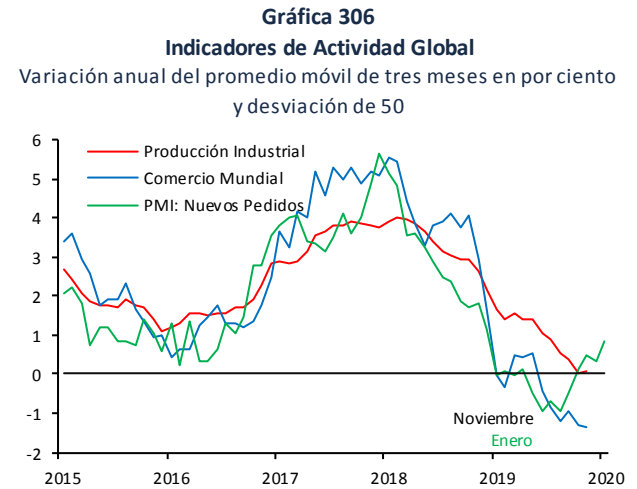
2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Cuarto Trimestre de 2019

2.1. Condiciones Externas

La información disponible sugiere que el crecimiento de la actividad económica mundial siguió desacelerándose durante el cuarto trimestre de 2019, reflejando los efectos del entorno de incertidumbre que prevaleció respecto a las tensiones comerciales globales, geopolíticas y factores idiosincrásicos en algunas de las principales economías, lo cual afectó al comercio, a las manufacturas y, particularmente, a la inversión (Gráfica 305). Durante el cuarto trimestre se mitigaron algunos de los elementos de riesgo, lo cual condujo a que se observara una tendencia positiva en los mercados financieros, un mayor apetito por riesgo y un relajamiento de las condiciones financieras. No obstante, se registraron algunos episodios de volatilidad, como los derivados del escalamiento en las tensiones geopolíticas entre Estados Unidos e Irán a principios de este año y del brote del coronavirus (Covid-19), que se ha propagado a algunos otros países además de China. A su vez, si bien la información más reciente muestra una estabilización en la confianza de los negocios y en algunos indicadores prospectivos, tales como los Índices de Gerentes de Compras (PMIs, por sus siglas en inglés), la actividad económica no ha mostrado señales claras de recuperación y persisten riesgos a la baja en el corto y, especialmente, en el mediano plazo (Gráfica 306). Por su parte, si bien hacia finales de 2019 la inflación general mostró un ligero repunte en la mayoría de las economías avanzadas por el aumento de los precios de la energía, esta se mantuvo por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales, en tanto que la inflación subyacente se mantuvo en niveles inferiores.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Nota: Se utilizan estimaciones para el cálculo del cuarto trimestre. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra.
 Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional.



Fuente: CPB Netherlands y Markit.

En este entorno, los principales bancos centrales mantuvieron o ampliaron sus posturas monetarias acomodaticias. Hacia finales de 2019 y ante la menor incertidumbre comercial derivada del anuncio de la Fase 1 de un acuerdo comercial entre China y Estados Unidos, la ratificación por parte del Senado estadounidense del nuevo tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC), y la aprobación del acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea, se observaron condiciones financieras más favorables y un incremento en el apetito por riesgo en los mercados.

Así, los pronósticos de crecimiento de la economía mundial para 2020 se han seguido revisando a la baja, previéndose un menor crecimiento de las principales economías avanzadas y un modesto repunte en las economías emergentes. No obstante que los riesgos para la actividad económica mundial en 2020 parecen

haber disminuido ante una menor incertidumbre comercial y geopolítica, el balance de riesgos continúa sesgado a la baja en el corto y, especialmente, en el mediano plazo. En particular, persiste la posibilidad de un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y algunos de sus socios comerciales, un agravamiento de los conflictos geopolíticos, una intensificación de las tensiones sociales y políticas en diversas regiones del mundo, afectaciones a nivel global por el brote epidémico del coronavirus, así como el riesgo de un incremento en los costos económicos y en la frecuencia de desastres naturales derivados de factores ambientales. La incertidumbre asociada a dichos elementos de riesgo hace que el escenario para la inversión y, por lo tanto, para el crecimiento, siga siendo complejo (Ver Recuadro 1).

Recuadro 1. Inversión e Incertidumbre en las Economías Avanzadas

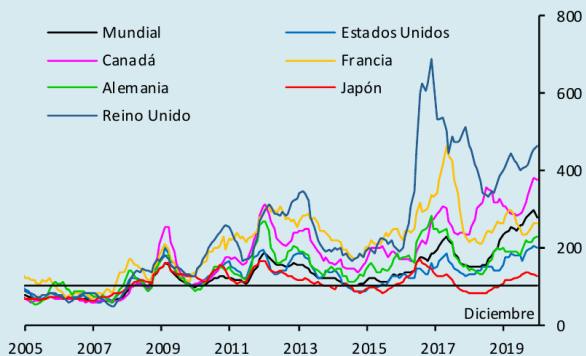
1. Introducción

La actividad económica en las economías avanzadas continúa desacelerándose, a pesar de que sus bancos centrales han mantenido posturas monetarias acomodaticias y que las condiciones financieras internacionales se han mantenido laxas. Un factor que ha tenido un efecto negativo considerable sobre el crecimiento ha sido el alto nivel de incertidumbre que persiste en la economía mundial, asociada a factores como las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, la salida del Reino Unido de la Unión Europea, conflictos geopolíticos y tensiones sociales y políticas en diversas regiones (Gráfica 1).

Gráfica 1

Índice Mundial de Incertidumbre de Política Económica

Índice, a.e. promedio móvil de tres meses



a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Baker, Bloom y Davis (2016).

Este entorno de incertidumbre podría estar provocando que las empresas se tornen más cautelosas al momento de decidir llevar a cabo proyectos de inversión. De acuerdo con Bernanke (1983), el nivel de incertidumbre adquiere mayor importancia en los proyectos de inversión de largo plazo y que son altamente costosos de revertir. Si las empresas estiman que pueden tomar una mejor decisión al esperar información adicional, ello implica que la opción de esperar tiene un valor positivo, el cual se incrementa con el nivel de incertidumbre de la economía, Dixit & Pindyck (1994).

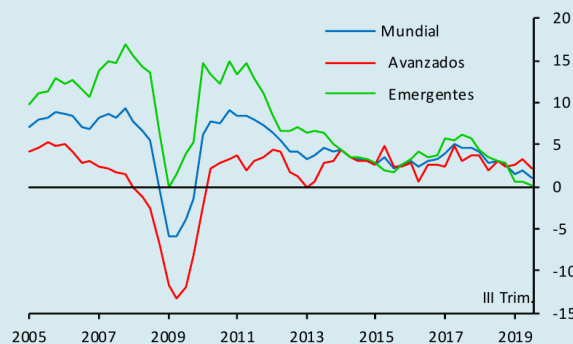
Así, un aumento en la incertidumbre es un obstáculo para la inversión empresarial y para el crecimiento de la economía. Según Bernanke, cuando el valor de la opción de esperar es grande, los inversionistas están dispuestos a sacrificar los rendimientos actuales a cambio de recibir más información, lo que resulta en un retraso de nuevos proyectos y, por tanto, en una caída de la inversión observada. Esto concuerda con lo observado en los últimos dos años en los cuales, a pesar de un entorno de tasas de interés muy bajas, la inversión fija de los negocios en economías

avanzadas ha caído. Inclusive, en las economías emergentes que no han tenido tasas de interés tan bajas también se observan reducciones en la inversión (Gráfica 2). Lo anterior sugiere que, en el actual entorno económico, la incertidumbre pudo haber tenido una mucho mayor influencia sobre la inversión que la adopción de una política monetaria más relajada por parte de los bancos centrales de las economías avanzadas.¹ Así, el objetivo de este recuadro es evaluar dicha hipótesis identificando el impacto de la incertidumbre y de las condiciones monetarias sobre la inversión en dichas economías.

Gráfica 2

Formación Bruta de Capital

Variación anual ponderada por PPP, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.
Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 84.3% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics y Fondo Monetario Internacional.

2. Datos y Metodología

El estudio comprende una muestra de seis economías avanzadas: Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Japón y Reino Unido. Para cada una de ellas se obtuvieron indicadores macroeconómicos de frecuencia trimestral y, como medida de incertidumbre, se utilizó el índice de incertidumbre de política económica (EPU por sus siglas en inglés) desarrollado por Baker, Bloom & Davis (2016).²

Con el objetivo de evaluar el efecto que la incertidumbre ha tenido en la conducta de la inversión, considerando el entorno de bajas tasas de interés, se utilizan dos enfoques metodológicos. El primero ilustra el impacto promedio de la incertidumbre sobre las economías avanzadas seleccionadas entre el primer trimestre de 1995 y el tercero de 2019, utilizando la metodología de paneles con errores estándar de Driscoll & Kraay (1998). Esta metodología permite estimar modelos de paneles con efectos fijos en los cuales el número de países (N) es inferior al número de periodos de tiempo (T) de la muestra, y donde los residuales pueden ser

¹ El efecto de las tensiones comerciales y de la política monetaria de Estados Unidos sobre el crecimiento mundial se describe en el Recuadro 1 del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2019. Cabe destacar que en ese Recuadro no se cuantificó el efecto adicional que tendría la incertidumbre, por lo que este Recuadro complementa los resultados anteriores. Asimismo, este Recuadro generaliza los

resultados para Estados Unidos presentados en el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril-Junio de 2019 a otras economías avanzadas.
² Las fuentes de los datos son Bloomberg, Haver Analytics, OCDE, bancos centrales e instituciones de estadísticas nacionales.

heteroscedásticos, auto-correlacionados o sufrir de dependencia transversal; es decir con $T > N$ estimamos:

$$y_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \sum_{l=1}^L \rho_l y_{i,t-l} + \beta X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

Donde $y_{i,t}$ es la tasa de crecimiento anual de la inversión, α_i y λ_t representan efectos fijos por país y por tiempo respectivamente; $X_{i,t}$ es una matriz de variables explicativas en las que se encuentran el logaritmo natural del índice de incertidumbre (EPU), el diferencial de bonos corporativos de alto rendimiento, la tasa real de política,³ el cambio de ocho trimestres de la tasa de crecimiento del PIB real y una variable de interacción entre el EPU y la tasa de política (para considerar los efectos no lineales que la incertidumbre pudiera tener sobre la inversión); $\varepsilon_{i,t}$ es un vector de errores con media cero y varianza finita $\sigma_{i,t}$. Finalmente, todas las variables incluidas en el modelo son estandarizadas.

El segundo enfoque consiste en estimar un modelo de vectores autorregresivos no lineal similar al que se utilizó en el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril-Junio de 2019. Dicho modelo utiliza el indicador de máxima incertidumbre definido por Jackson et al. (2018) y que mapea adecuadamente los episodios en los cuales la incertidumbre ha alcanzado niveles muy elevados. Así, el modelo a estimar es de la forma:

$$\begin{bmatrix} Z_t \\ Y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta^{ZZ} & \beta^{ZY} \\ \beta^{YZ} & \beta^{YY} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Z_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0 \\ \gamma^{YZ} \end{bmatrix} \tilde{Z}_{t-1} + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^Z \\ \varepsilon_t^Y \end{bmatrix} \quad (2)$$

Donde el vector de variables endógenas Y_t consiste del PIB real, la inversión, la inflación del índice de precios al consumidor, el empleo y la tasa de política monetaria, y \tilde{Z}_{t-1} es el indicador de máxima incertidumbre definido como:⁴

$$\tilde{Z}_t = \max \left\{ 0, \frac{Z_t - \max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}}{\max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}} \right\}$$

El modelo se estima siguiendo la metodología de Koop et al. (1996). Cabe mencionar que este modelo se estima únicamente para Estados Unidos (del primer trimestre de 1985 al tercero de 2019) y Alemania (del primer trimestre de 1993 hasta el tercero de 2019 por disponibilidad de datos) debido a que solo para estos países se encontró que el canal no lineal es estadísticamente significativo.

3. Resultados

Los resultados de la estimación del panel se presentan en el Cuadro 1. Se muestra que, en la especificación para explicar la tasa de crecimiento anual de la inversión privada no residencial, los coeficientes estimados tienen el signo esperado: el cambio en el crecimiento del PIB tiene un efecto positivo, mientras que la incertidumbre, el diferencial de bonos corporativos, las tasas de política y su interacción con la incertidumbre tienen impactos negativos. En cuanto a su significancia estadística, los coeficientes

estimados para la variación en la tasa de crecimiento del PIB y la incertidumbre son significativamente distintos de cero. Por su parte, el diferencial de los bonos corporativos y la tasa de política no son estadísticamente significativos.⁵ No obstante lo anterior, la interacción de dicha tasa y el índice de incertidumbre es significativa y tiene el signo esperado. Ello sugiere que la tasa sí tiene un efecto sobre la inversión, pero que dicho efecto no es lineal, sino que depende del nivel de incertidumbre. Así, la segunda columna presenta los resultados que se obtuvieron al omitir el diferencial de bonos.

Cuadro 1
Modelo de determinantes de la inversión privada
Variable dependiente: tasa de crecimiento anual de la inversión privada no residencial

	(1)	(2)
Δ Crecimiento PIB _{it-8}	0.1486*** (0.002)	0.157*** (0.001)
$\ln(EPU)_{it-4}$	-0.148*** (0.001)	-0.145*** (0.001)
Diferencial bonos _{it}	-0.044 (0.419)	
Tasa real de política _{it}	-0.043 (0.253)	-0.043 (0.260)
Tasa real de política _{it} * $\ln(EPU)_{it-4}$	-0.027** (0.02)	-0.027** (0.03)

La muestra de países consiste de Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania, Canadá y Japón. Se incluyeron rezagos de la variable dependiente como controles adicionales. Se excluyeron el 0.5 y 99.5 percentil de las observaciones de la variable dependiente. Todas las variables fueron estandarizadas por lo que los coeficientes están expresados en desviaciones estándar. Los p-valores se reportan en paréntesis. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

La Gráfica 3 muestra el efecto promedio total (directo e indirecto) que ha tenido tanto la incertidumbre, como la tasa de política, así como el impacto del crecimiento del PIB sobre el crecimiento de la inversión en las economías avanzadas seleccionadas durante los últimos dos años. Se observa que la incertidumbre relacionada a la política económica ha contribuido negativamente en la mayoría de los países. Como se observa en la Gráfica 1, en el caso de Japón no se ha registrado un incremento significativo en el índice de incertidumbre de política económica, por lo que la contribución de este componente sobre el crecimiento de la inversión es pequeño y positivo. Por otra parte, las bajas tasas de interés reales han contribuido positivamente en todos los países, reflejando el estímulo monetario que se ha implementado en esas economías. No obstante, el bajo nivel de las tasas de interés no ha sido suficiente para contrarrestar el elevado impacto negativo derivado del alto nivel de incertidumbre observado. Finalmente, el cambio

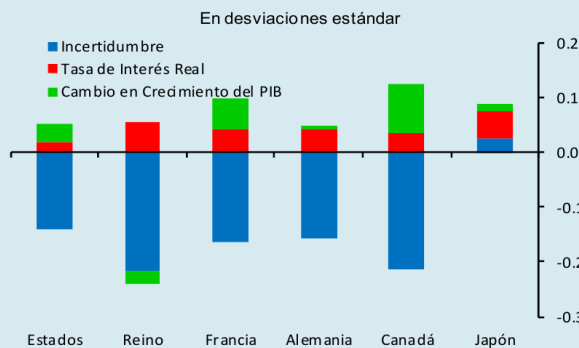
³ La tasa real se calcula como el valor de la tasa nominal de política deflactada por las expectativas de inflación de Consensus Forecast a un año.

⁴ Las variables, con excepción de la tasa de política monetaria, entran en logaritmos.

⁵ Los resultados descritos en las siguientes secciones del recuadro se basan en la especificación (1). No obstante, los resultados no sufren cambios importantes al excluir la variable de diferencial de bonos de la estimación, como en la especificación (2).

en el crecimiento del PIB ha contribuido positivamente en la mayoría de los países. Ello, con excepción del Reino Unido, donde se observa un impacto negativo, aunque de pequeña magnitud.

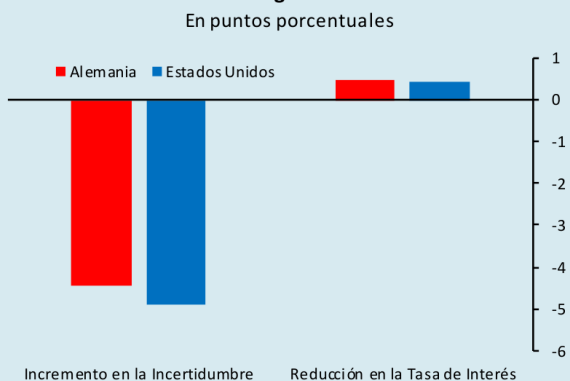
Gráfica 3
Contribuciones de Diversos Factores al Crecimiento de la Inversión Privada No Residencial en los Últimos 2 Años



Nota: El choque de incertidumbre y tasa de interés real incluye efectos directos e indirectos. Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Haver Analytics, OCDE, BIS y Bloomberg, según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

Por su parte, los resultados del modelo de vectores autorregresivos no lineal muestran evidencia de la presencia de un canal no lineal que fortalece el efecto negativo de la incertidumbre sobre la inversión (Gráfica 4). En contraste, el impacto positivo de una reducción en las tasas de interés es significativamente menor. Así, los resultados de ambos enfoques muestran que la incertidumbre ha generado una caída de la inversión aun cuando los bancos centrales de las principales economías avanzadas han adoptado una política monetaria más acomodaticia.

Gráfica 4
Respuesta Acumulada de 4 Años de la Inversión Fija de los Negocios



Nota. En la estimación del modelo la magnitud de los choques de inversión y de tasa de interés es de una desviación estándar. El choque de incertidumbre considera la presencia de un canal no lineal que se activa al momento que el valor del EPU supera el valor máximo observado en los cuatro trimestres previos. Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Haver Analytics, Bloomberg y OCDE.

4. Conclusiones

En este recuadro se utilizaron dos enfoques metodológicos para analizar la evolución de la inversión y cuantificar el efecto de la incertidumbre para un grupo de economías avanzadas. La estimación de panel sugiere que la inversión no residencial en las economías avanzadas se ha visto afectada significativamente por el incremento de la incertidumbre asociada a la política económica. Además, dicho efecto sobre la inversión ha sido de mayor magnitud que el asociado al estímulo de la política monetaria acomodaticia que se ha observado en los últimos años en las economías avanzadas.

Las estimaciones del modelo VAR no lineal refuerzan los resultados anteriores, al mostrar que los episodios de elevada incertidumbre pueden conducir a efectos no lineales que implican un retroceso significativo de la inversión, de tal modo que la influencia positiva de la política monetaria sobre la inversión se ha visto contrarrestada de forma considerable por la incertidumbre.

Así, los resultados de estos ejercicios sugieren que el entorno de bajas tasas de interés en las economías avanzadas en los últimos años no ha sido suficiente para promover la inversión, toda vez que para ello es más importante un entorno de baja incertidumbre de política económica.

5. Referencias

Baker, Scott R. & Bloom, Nicholas & Davis, Steven J., 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 131, Issue 4, 1593-1636.

Banco de México (2019), "Efectos de la Mayor Incertidumbre en la Inversión de Negocios de Estados Unidos", Informe Trimestral Abril-Junio 2019, Recuadro 1, pp. 6-8.

Banco de México (2019), "Algunas Consideraciones sobre los Posibles Efectos de las Tensiones Comerciales y la Política Monetaria de Estados Unidos sobre la Economía Mundial", Informe Trimestral Julio-Septiembre 2019, Recuadro 1, pp. 11-15.

Bernanke, Ben S. 1983. "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 98, Issue 1, 85-106.

Dixit, Avinash K. & Pindyck, Robert S. 1994. "Investment under Uncertainty," *Economics Books*, Princeton University Press, edition 1, number 5474.

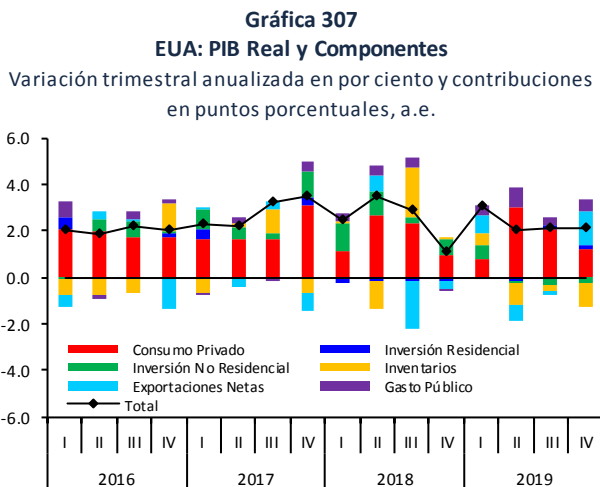
Driscoll, John C., & Aart C. Kraay. 1998. "Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data", *Review of Economics and Statistics*, Vol 80, Issue 4, 549-560.

Jackson, Laura E. & Kliesen, Kevin L. & Owyang, Michael T., 2018. "The Nonlinear Effects of Uncertainty Shocks", Working Papers 2018-35, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Koop, Gary & Pesaran, M. & Hashem & Potter, Simon M. 1996. "Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models", *Journal of Econometrics*, Elsevier, vol. 74 (1), 119-147.

2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, el PIB creció a una tasa trimestral anualizada de 2.1% durante el cuarto trimestre, ritmo similar al registrado durante el tercero (Gráfica 307). Por un lado, la actividad económica ha seguido siendo impulsada por la inversión residencial, el gasto público y el consumo privado, si bien este último ha venido desacelerándose debido, en parte, al menor crecimiento del ingreso personal disponible. Adicionalmente, las exportaciones netas contribuyeron positivamente al crecimiento, principalmente como resultado de la caída de las importaciones. En contraste, la inversión en equipo y en estructuras continuó contrayéndose durante el cuarto trimestre.

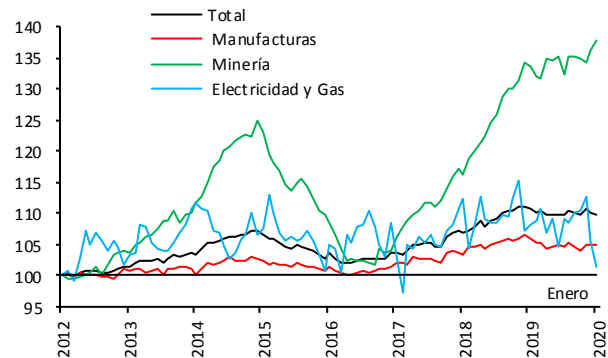


a. e. / Cifras con ajuste estacional. Fuente: BEA.

La producción industrial siguió mostrando debilidad en el último trimestre del año, reflejando la persistente atonía de la inversión y del comercio, así como los efectos de algunos factores transitorios (Gráfica 308). Entre las principales ramas industriales, la generación de gas y electricidad se moderó debido a que las condiciones inusualmente cálidas redujeron la demanda por calefacción. Por su parte, la actividad manufacturera se contrajo a una tasa anualizada de 0.5%, afectada por la caída en la producción automotriz asociada en gran parte a la huelga de una

armadora en este sector. La producción industrial siguió mostrando un comportamiento negativo en enero, al persistir la debilidad en la generación de gas y electricidad y registrarse una fuerte caída en la producción de aeronaves. Si bien la menor incertidumbre comercial pudiera apoyar la recuperación de la actividad manufacturera, esta seguirá afectada por la interrupción de la producción del avión Boeing 737 MAX por el incumplimiento de normas aeronáuticas y por la creciente amenaza que representa el brote epidémico del coronavirus.

Gráfica 308
EUA: Producción Industrial
Índice enero 2012=100, a.e.



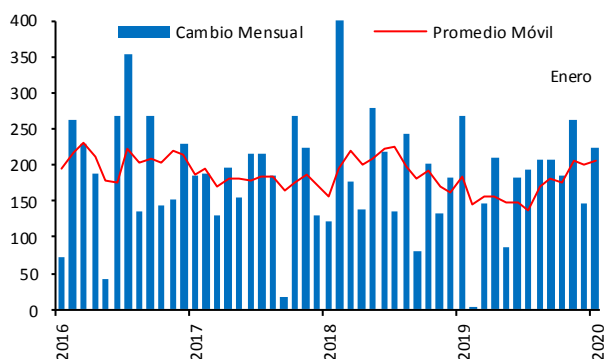
a. e. / Cifras con ajuste estacional. Fuente: Reserva Federal.

Los indicadores del mercado laboral continúan mostrando una relativa fortaleza. En efecto, el crecimiento de la nómina no agrícola, las solicitudes iniciales del seguro de desempleo y los niveles de despidos siguen sugiriendo condiciones laborales apretadas, si bien el índice de horas trabajadas por semana se moderó. El crecimiento de la nómina no agrícola pasó de 208 mil plazas en septiembre de 2019 a 225 mil en enero del presente año, cifra superior al nivel necesario para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 309). Con ello, la tasa de desempleo se ubicó en 3.6% en enero de este año, situándose cerca de su nivel más bajo desde finales de 1969. Por su parte, el crecimiento de los salarios en Estados Unidos se ha moderado (Gráfica 310).

Gráfica 309

EUA: Nómina No Agrícola

Cambio mensual y promedio móvil de seis meses del cambio mensual, en miles de empleos, a. e.

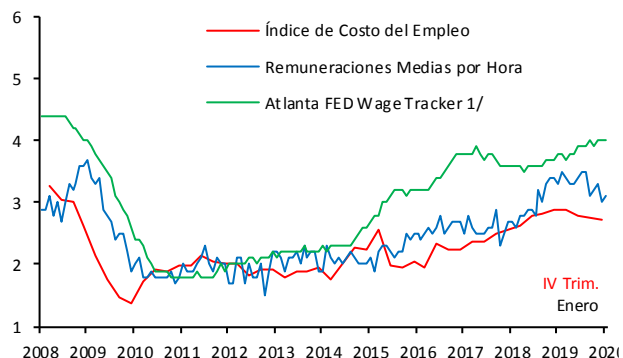


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS.

Gráfica 310

EUA: Indicadores Salariales

Variación en por ciento anual, a. e.



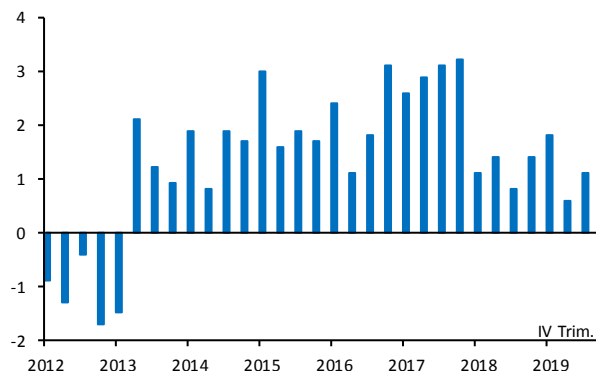
1/ Se refiere al promedio ponderado general.
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal de Atlanta y BLS.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se moderó de 1.1% a tasa trimestral anualizada durante el tercer trimestre a 0.2% durante el cuarto (Gráfica 311). En particular, el consumo privado ha continuado expandiéndose, apoyado por la relativa fortaleza del mercado laboral y la elevada confianza de los consumidores. No obstante, las exportaciones han seguido mostrando debilidad, en un entorno de persistente incertidumbre que ha afectado a la actividad manufacturera y al gasto de inversión en la región. Por su parte, la tasa de desempleo disminuyó de 7.5% en septiembre a 7.4% en diciembre. Si bien persiste la debilidad de algunos componentes de la demanda, los indicadores provenientes de encuestas, como el Índice de Gerentes de Compras del sector manufacturero, mostraron cierta estabilización (Gráfica 312).

Gráfica 311

Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real

Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.

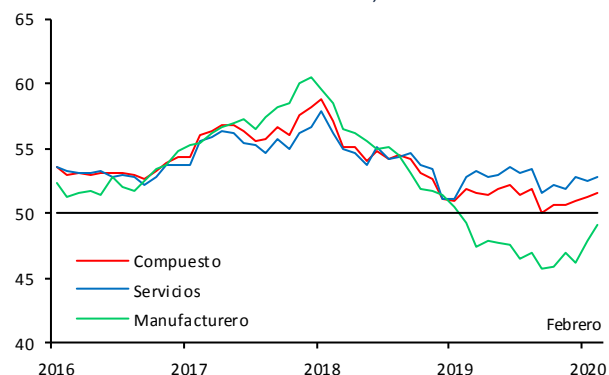


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

Gráfica 312

Zona del Euro: Índice de Gerentes de Compras

Índice de difusión, a. e.



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

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB se desaceleró significativamente durante el cuarto trimestre, al registrar una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.1%, después de expandirse 2.0% durante el tercero. Si bien la incertidumbre sobre el proceso de salida de ese país de la Unión Europea se redujo, aún no se define el acuerdo comercial que prevalecerá entre ambas economías una vez que concluya el periodo de transición a finales de 2020. A su vez, los indicadores disponibles de consumo y de inversión siguieron registrando debilidad. No obstante, los Índices de Gerentes de Compras muestran una recuperación, tanto en el sector manufacturero como en el de servicios. En su comunicado de política monetaria, el Banco de Inglaterra señaló que espera que la menor incertidumbre derivada de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el aumento anunciado en el

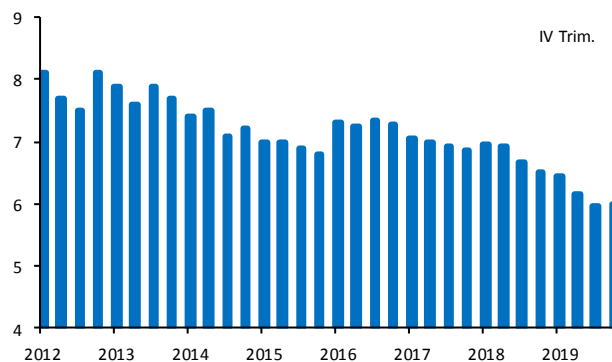
gasto público y la recuperación esperada de la actividad económica mundial, condicionada a una trayectoria de tasas ligeramente menor, contribuyan a una recuperación del crecimiento durante 2020.

En Japón, el PIB se contrajo significativamente durante el cuarto trimestre, a una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 6.3%, luego de expandirse 0.5% durante el tercer trimestre. Lo anterior, debido a factores transitorios relacionados con condiciones climatológicas adversas y por el aumento en la tasa del IVA. Si bien se espera que el paquete de estímulo fiscal anunciado para contrarrestar los efectos negativos del incremento en la tasa al impuesto al consumo impulse la actividad económica en 2020 y 2021, el brote de coronavirus podría implicar afectaciones adicionales para la economía. Por su parte, el mercado laboral siguió mostrando relativa fortaleza, con una tasa de desempleo que continuó disminuyendo para ubicarse en un nivel de 2.2% en diciembre, cifra considerablemente inferior al promedio de los últimos 10 años.

En las economías emergentes, la información oportuna para el cuarto trimestre de 2019 muestra que la mayoría de estas siguieron registrando un crecimiento moderado. En China, el crecimiento del PIB se estabilizó durante el cuarto trimestre y los indicadores más oportunos mostraron una recuperación hacia finales del año, reflejando, en parte, los estímulos implementados por su gobierno para hacer frente a los efectos de las tensiones comerciales con Estados Unidos (Gráfica 313). Se espera que en el mediano plazo esa economía continúe su tendencia de gradual desaceleración. No obstante, la emergencia sanitaria por el coronavirus podría conducir a una significativa reducción del dinamismo de esta economía en la primera mitad del año. En América Latina se registraron episodios de inestabilidad económica y de tensiones sociales y políticas que afectaron a varios países de la región. En el caso de Argentina, después de una recuperación en el tercer trimestre, la actividad económica parece haberse contraído en el cuarto, debido, en parte, a la incertidumbre asociada al cambio de administración y a la falta de claridad sobre las medidas que se adoptarán para hacer frente al deterioro macroeconómico. Cabe destacar que el Banco Central de ese país anunció a finales de enero que

apoyará de manera excepcional al Gobierno para el pago de la deuda y seguirá una política cambiaria administrada para evitar fluctuaciones pronunciadas. Posteriormente, el personal del Fondo Monetario Internacional señaló a mediados de febrero que la situación de la deuda de Argentina se ha tornado insostenible y que se requiere de una participación significativa por parte de los acreedores privados en una operación de reestructuración de deuda para contribuir a reestablecer su sostenibilidad. En Chile se presentaron manifestaciones sociales que deterioraron a la actividad económica. Esto también se presentó en otros países de la región. En Brasil, después de haberse observado un débil crecimiento de la economía a principios de 2019, esta parece tener una gradual recuperación. En el Medio Oriente, las tensiones geopolíticas y sociales y la posibilidad de nuevos recortes a la producción de petróleo podrían reflejarse en un mayor deterioro de la actividad económica en la región.

Gráfica 313
China: Producto Interno Bruto real
Variación anual en por ciento



Fuente: NBS.

Durante el periodo que cubre este Informe, se atenuaron algunos de los riesgos que ha venido enfrentado la economía global. En particular:

- iii. Después de varios meses de importantes tensiones entre Estados Unidos y China, a mediados de octubre se anunció la posibilidad de un acuerdo preliminar, el cual se concretó a principios de enero. El acuerdo firmado entre ambos países, denominado como Fase 1, incluyó la reducción de la tasa arancelaria de 15% impuesta en septiembre de 2019 a una de 7.5% a partir del 14 de febrero a importaciones provenientes de China por un monto de 120 mil

millones de dólares. Por su parte, China se comprometió a incrementar sus importaciones de bienes y servicios estadounidenses en 200 mil millones de dólares durante los próximos dos años. Adicionalmente, dicho acuerdo incluyó otros compromisos en materia de defensa de los derechos de propiedad intelectual, transferencia de tecnología, apertura de servicios financieros, compromisos sobre el manejo del tipo de cambio de acuerdo a las recomendaciones de organismos internacionales y mecanismos de resolución de disputas. Posteriormente, China anunció en febrero que recortaría a la mitad los aranceles adicionales impuestos a Estados Unidos en septiembre pasado. Estados Unidos mantiene aranceles de 25% sobre importaciones de China por 250 mil millones de dólares, por lo cual persiste incertidumbre en el mediano plazo y sobre la posibilidad de alcanzar un acuerdo más amplio.

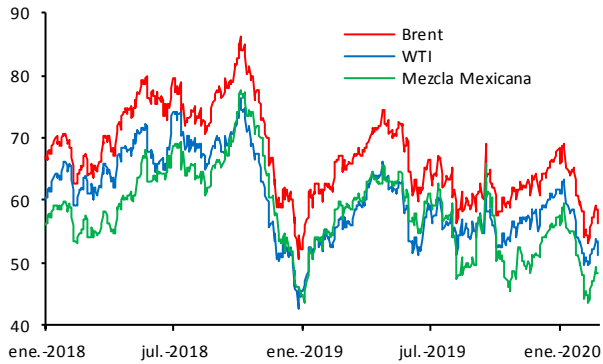
- iv. En el Reino Unido, luego de que los resultados de las elecciones generales dieran la mayoría del parlamento británico al partido Conservador, el 20 de diciembre la Cámara de los Comunes aprobó el acuerdo de salida alcanzado previamente entre el primer ministro de ese país y la Comisión Europea. Este acuerdo fue ratificado por la Cámara de los Lores el 22 de enero y por el Parlamento Europeo el 30 de enero. Con ello, el 31 de enero se formalizó la salida del Reino Unido de la Unión Europea y comenzó el periodo de transición, el cual durará hasta el 31 de diciembre de este año. En este período, el Reino Unido seguirá sujeto a la legislación y acuerdos de la Unión Europea, pero ya no tendrá representación en las instituciones del bloque europeo. Se llevarán a cabo negociaciones entre ambas partes para definir sus relaciones comerciales futuras y, en caso de no alcanzarse un acuerdo antes de la fecha límite, al Reino Unido le aplicarían las reglas de la Organización Mundial del Comercio, con aranceles y barreras físicas en la frontera a partir de 2021, prácticamente como en un escenario de salida sin acuerdo.

Si bien los riesgos anteriores han disminuido, el brote del coronavirus puede implicar afectaciones considerables a la actividad económica china y de otras economías de la región. Los mercados financieros internacionales han empezado a incorporar la posibilidad de una afectación a la demanda global.

2.1.2. Precios de las Materias Primas

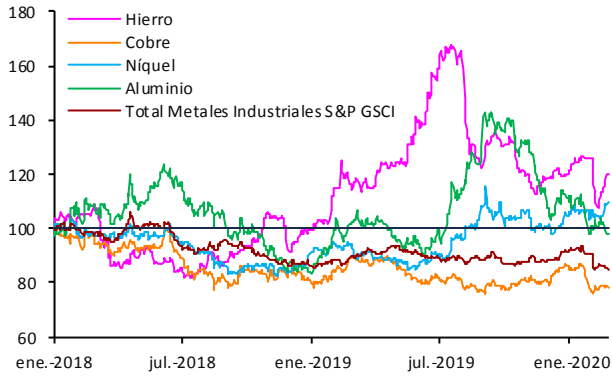
Los precios internacionales de las materias primas registraron una elevada volatilidad durante el periodo que cubre este Informe. Los precios del petróleo aumentaron durante el último trimestre de 2019 por la mejoría en las perspectivas para la actividad económica global y por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y de otros productores de aumentar los recortes a la producción a partir de 2020. Al respecto, el conflicto entre Estados Unidos e Irán a principios de este año aumentó la presión sobre los precios de los energéticos. No obstante, esta tendencia en los precios se revirtió en lo que va de 2020 ante la expectativa de que las tensiones entre estos países no escalarían a un enfrentamiento armado y por la menor demanda de crudo derivada del brote del coronavirus (Gráfica 314). Por su parte, los precios de los granos se incrementaron ante las condiciones climáticas adversas que enfrentaron los cultivos en algunas regiones del mundo y las demoras en las cosechas en Estados Unidos, si bien estos disminuyeron recientemente. Por último, los precios de los metales industriales aumentaron durante gran parte del periodo que cubre este Informe como resultado de la expectativa de que la demanda de estos productos aumente ante la mejoría en el entorno externo y por la expectativa de que el sector industrial tenga una recuperación moderada durante 2020, si bien en las últimas semanas se ha revertido esta tendencia ante los temores generados por la emergencia sanitaria por el Covid-19 (Gráfica 315).

Gráfica 314
Petróleo Crudo
En dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 315
Precios de Metales Industriales Seleccionados 1/
Índice 01/Ene./2018=100

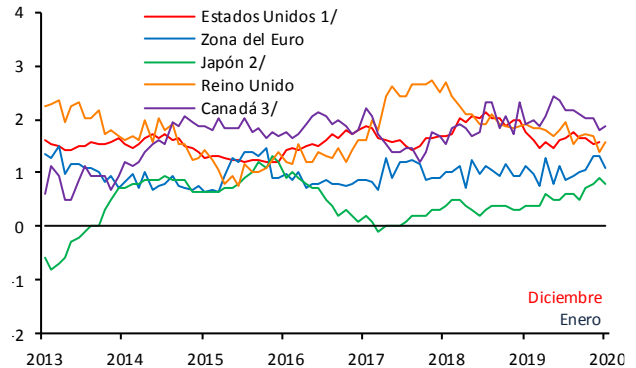


1/ El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.
Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación general en la mayoría de las economías avanzadas mostró un ligero repunte, debido principalmente al aumento en los precios de la energía hacia finales de 2019, si bien se mantiene por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. A pesar de la falta de holgura en sus mercados laborales, las expectativas de inflación se han mantenido en niveles bajos en estas economías. Por su parte, la inflación subyacente permanece reducida, reflejando la ausencia de presiones inflacionarias (Gráfica 316).

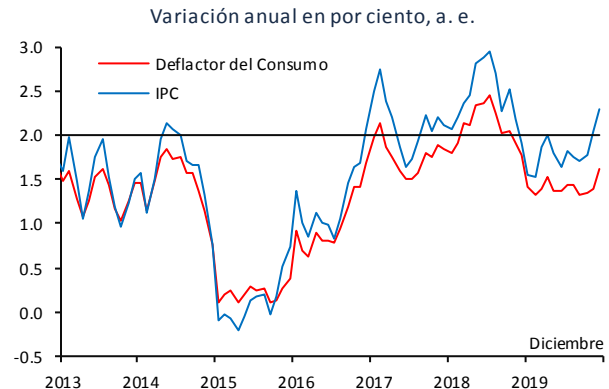
Gráfica 316
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



1/ Se empleó el deflactor del gasto en consumo personal.
2/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014.
Fuente: BEA, Eurostat, Oficina del Gabinete de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el deflactor del gasto en consumo personal mostró un ligero repunte, al pasar de una tasa anual de 1.3% en septiembre a 1.6% en diciembre, ello debido principalmente al aumento en los precios de los energéticos registrado en ese periodo (Gráfica 317). Por su parte, la inflación subyacente mostró una ligera disminución, al pasar de 1.7 a 1.6% en dicho periodo. Mientras tanto, las expectativas de inflación provenientes tanto de encuestas como de instrumentos financieros se mantuvieron bajas.

Gráfica 317
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento, a. e.

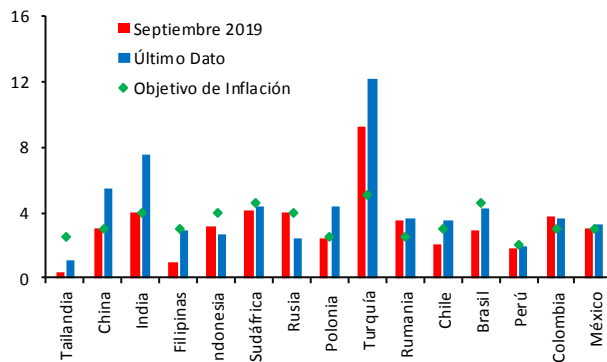


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA y BLS.

La inflación en la zona del euro y Japón se ha mantenido muy por debajo de sus metas. En la zona del euro, la inflación general aumentó como resultado de los mayores precios de la energía, al pasar de una tasa anual de 0.8% en septiembre a 1.4% en enero. Por su parte, la inflación subyacente se elevó de 1.0 a 1.1% en dicho periodo. En Japón, la inflación general aumentó de 0.3% en septiembre a 0.8% en enero, mientras que la subyacente se incrementó de 0.5 a 0.9% durante dicho periodo, en parte, por el incremento del IVA.

En la mayoría de las economías emergentes, la inflación continuó situándose en línea o por debajo de las metas de sus bancos centrales. No obstante, en algunas de ellas esta comienza a reflejar presiones al alza, particularmente en Brasil, Chile, China, India, Filipinas, Polonia, Hungría y Turquía, debido al aumento en los precios de los alimentos y a otros factores idiosincrásicos (Gráfica 318).

Gráfica 318
Economías Emergentes: Inflación General Anual
Por ciento



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo.
Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este contexto de inflación baja y de riesgos para la economía mundial, en el corto y, especialmente, en el mediano plazo, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron o ampliaron sus posturas monetarias acomodaticias.

Cabe destacar que algunos bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, han anunciado revisiones a sus estrategias de política monetaria. Lo anterior, motivado por cambios

significativos en la estructura de sus economías en los últimos años, que han propiciado una disminución en las estimaciones de las tasas neutrales de política monetaria, y por el menor espacio para el uso de políticas convencionales, cuando la actividad económica se encuentre débil.

Después de haber reducido la tasa de fondos federales en 25 puntos base en su reunión de octubre a un rango de entre 1.5 y 1.75%, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo dicho rango sin cambio en las reuniones de diciembre y enero. Las medianas de las últimas proyecciones de dicha Institución para la tasa de fondos federales publicadas en diciembre, sugieren que esta se mantendría sin cambio durante 2020 y que aumentaría en 25 puntos base en 2021, lo que contrasta con la más reciente trayectoria implícita en los futuros de dicha tasa, que tiene una expectativa de dos recortes adicionales de 25 puntos base durante 2020. En el comunicado de enero dicha Institución señaló que la actual postura monetaria es la apropiada para asegurar un crecimiento sostenido, condiciones laborales sólidas y un retorno de la inflación a su objetivo simétrico de 2%. En noviembre de 2018 esa Institución anunció que llevaría a cabo una revisión integral de su estrategia de política monetaria, cuyas conclusiones se darán a conocer a mediados de este año. En esta revisión la Reserva Federal tomará como punto de partida tanto su mandato estatutario como el objetivo de inflación de 2%, considerado como el nivel más congruente, en el largo plazo, con su mandato de estabilidad de precios. Bajo estos parámetros, dicha revisión evaluará: i) si puede lograr de la mejor manera su mandato dual con la estrategia de política monetaria actual; ii) si los instrumentos de política monetaria actuales son los adecuados para alcanzar y mantener su mandato dual, y iii) si se puede mejorar la comunicación acerca de la estrategia e instrumentos de política monetaria.

El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su postura de política monetaria durante el periodo que cubre este Informe, luego de haber anunciado importantes medidas de estímulo monetario en su reunión de septiembre. Esa Institución reiteró que espera que las tasas se mantengan en los niveles actuales o por debajo de estos hasta que la inflación converja de forma robusta hacia niveles suficientemente cercanos pero menores a 2%. En

enero, el BCE también anunció la revisión a su estrategia de política monetaria, la cual se dará a conocer a finales de año. Esta contempla varios elementos, entre los que destacan: i) la definición de su objetivo de estabilidad de precios; ii) la incorporación de otros aspectos en la determinación de su política monetaria como la estabilidad financiera, empleo o sustentabilidad ambiental; iii) los instrumentos disponibles de política monetaria, y iv) su estrategia de comunicación y de análisis de la postura monetaria.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores sin cambios en el periodo que cubre este Informe, si bien en sus últimas reuniones dos miembros votaron a favor de recortar su tasa de interés. El Comité de Política Monetaria señaló que la incertidumbre que enfrentan los hogares y los negocios a nivel doméstico ha disminuido, destacando que evaluará si las señales de mejoría en las perspectivas económicas se traducen en un mejor desempeño de la actividad económica. En su guía futura, destacó que pudiera ser necesario que la política monetaria refuerce la recuperación esperada en el crecimiento en caso de que no se mantengan las señales positivas de indicadores recientes de actividad económica global y doméstica o si los indicadores de inflación permanecen débiles. Por otra parte, destacó que en el mediano plazo, en caso de que la economía se recupere de acuerdo con sus pronósticos más recientes, podría requerirse un ligero apretamiento para mantener la inflación en línea con su objetivo.

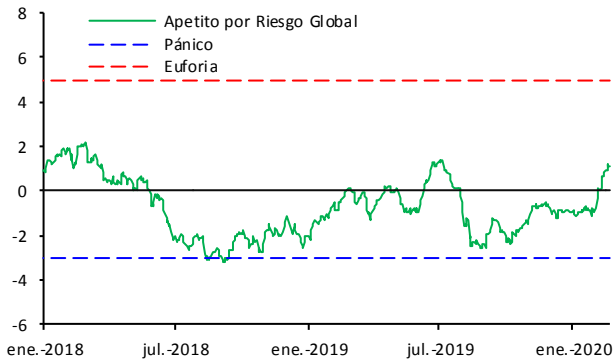
Por su parte, el Banco de Japón tampoco modificó su postura de política monetaria en el periodo que cubre este Informe. En su reunión de enero, reiteró que mantendría las tasas de interés en sus niveles actuales o incluso menores hasta lograr la meta de inflación de 2%. El presidente de esa Institución destacó que, si bien ha habido una mejoría en el entorno externo e interno, los riesgos para la inflación y la actividad económica continúan sesgados a la baja, por lo que la postura monetaria seguirá teniendo un sesgo acomodaticio. En particular, señaló que los riesgos a la baja para la inflación aún son elevados ante la posibilidad de que se retrase el alza en las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% durante el periodo que cubre este Informe. En su Reporte de Política Monetaria de enero, dicha Institución destacó que, si bien la economía canadiense continúa creciendo a un ritmo cercano a su potencial, anticipa que el crecimiento en el corto plazo sea menor a lo que pronosticaba en su Informe de Política Monetaria de octubre, debido a los efectos de la incertidumbre global y de otros factores transitorios en la inversión de los negocios y en las exportaciones, así como a la mayor cautela por parte de los consumidores. En este contexto, en su comunicado dicha Institución señaló que en la determinación de su postura de política monetaria seguirá de cerca si la actividad económica evoluciona conforme a sus pronósticos, poniendo particular atención en el gasto en consumo, el mercado inmobiliario y la inversión de los negocios.

En las economías emergentes, diversos bancos centrales han seguido relajando sus posturas monetarias, destacando los casos de Argentina, China, Brasil, Malasia, México, Sudáfrica, Tailandia, Indonesia, Turquía y Rusia. Algunos otros implementaron otro tipo de medidas para intervenir en sus mercados cambiarios y hacer frente a episodios de volatilidad, en varios casos asociados a conflictos de índole social, destacando el caso de Chile.

Durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, los mercados financieros internacionales mostraron un mayor apetito por riesgo, apoyados por las posturas monetarias acomodaticias por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y por el efecto de corto plazo derivado del anuncio de un acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China y la firma de un acuerdo de salida del Reino Unido de la Unión Europea. Lo anterior contribuyó a una reducción en la volatilidad y un mayor apetito por activos de mayor riesgo. No obstante, en su reunión más reciente, el Grupo de los 20 (G-20) destacó el riesgo para la economía mundial del brote de coronavirus, que podría generar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros (Gráfica 319).

Gráfica 319
Índice de Apetito por Riesgo Global
Índice

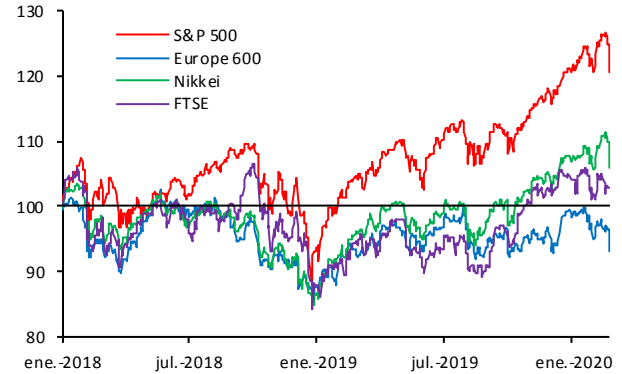


Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros, tales como los bonos gubernamentales de Estados Unidos, zona del euro y Japón, tienden a presentar rendimientos negativos. Mientras tanto, en periodos de bajo apetito por riesgo sucede lo contrario. En este contexto, el valor del índice se refiere al coeficiente de una regresión del rendimiento diario de 64 activos en función de su volatilidad.

Fuente: Credit Suisse.

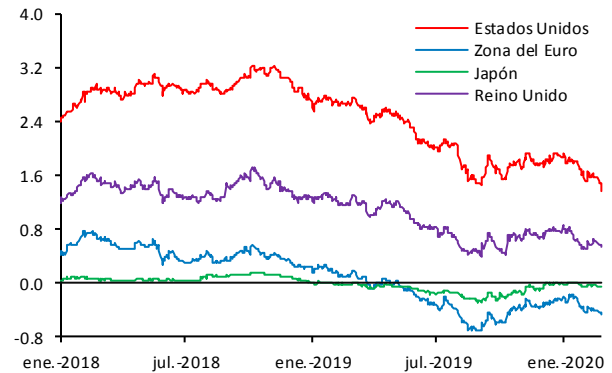
En este contexto, durante la mayor parte del periodo que se reporta repuntaron los principales índices accionarios de economías avanzadas, y los diferenciales de crédito corporativo se mantuvieron reducidos, si bien en los últimos días estas tendencias se revirtieron parcialmente ante la propagación del coronavirus a otros países además de China (Gráfica 320). Por su parte, hacia finales del año las tasas de interés de bonos gubernamentales de economías avanzadas presentaron aumentos moderados, en respuesta a la reducción en las tensiones comerciales y a una menor expectativa de recortes adicionales en las tasas de interés de referencia (Gráfica 321). Lo anterior contribuyó a que el diferencial de las tasas de largo y corto plazos fuera ligeramente positivo durante la mayor parte del periodo, con primas por plazo reducidas (Gráfica 322). No obstante, en lo que va del año los rendimientos de los bonos gubernamentales de largo plazo en economías avanzadas han disminuido como resultado de las preocupaciones sobre los efectos de la emergencia sanitaria sobre la demanda global.

Gráfica 320
 Mercados Accionarios de Economías Avanzadas
Índice 01/Ene/2018=100



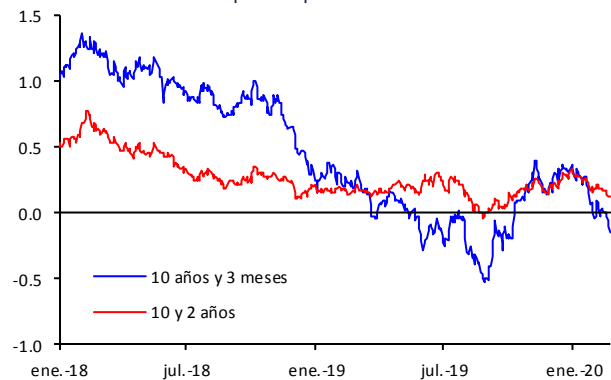
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 321
Rendimiento de los Bonos a 10 años en Economías Avanzadas
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

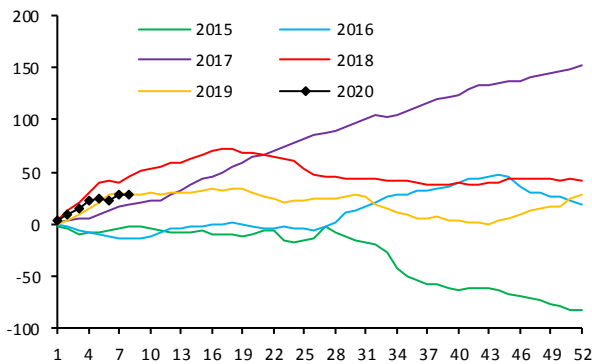
Gráfica 322
EUA: Diferencia en el Rendimiento de los Bonos del Tesoro
En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal de San Luis (FRED).

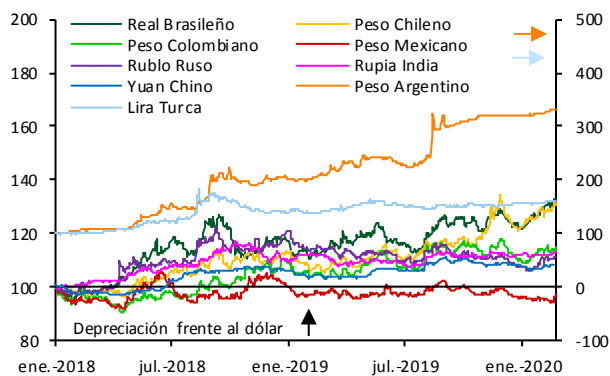
El relajamiento en las condiciones financieras globales propició mayores flujos hacia activos financieros de economías emergentes, tanto en mercados de renta fija, como en los de renta variable (Gráfica 323). No obstante, las divisas de la mayoría de las economías emergentes presentaron una elevada volatilidad debido a factores idiosincrásicos, tales como disturbios políticos y sociales, y a factores externos, como el brote del coronavirus (Gráfica 324).

Gráfica 323
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año^{1/}
 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.

Gráfica 324
Tipo de Cambio de Países Emergentes
 Índice 01/Ene/2018=100



Fuente: Bloomberg.

A pesar de que algunos de los riesgos que ha venido enfrentando la economía mundial se atenuaron en el corto plazo, han aparecido otros y persisten elementos de riesgo de mediano plazo. Por ello, el balance de riesgos para el crecimiento sigue sesgado a la baja. En particular, destaca:

- x. La posibilidad de un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales. Destaca recientemente la amenaza de aranceles a distintos productos de Argentina, Brasil, la Unión Europea y Reino Unido. Esto acentuaría las distorsiones en las cadenas globales de valor, afectando, nuevamente, a la confianza de los negocios, la inversión y la actividad económica global.
- xi. Además, han surgido nuevos riesgos derivados de factores sanitarios y climáticos, que pudieran tener efectos negativos sobre el crecimiento. Con un horizonte de corto plazo, destaca el reciente brote de coronavirus en China y su posterior propagación a otros países, mientras que en un plazo mayor se ubican las afectaciones de sequías, incendios u otros fenómenos naturales y medioambientales. En particular, existe una elevada incertidumbre respecto a la posible evolución del coronavirus, las posibles mutaciones, su grado de contagio y la efectividad de las autoridades para contenerlo.
- xii. Un agravamiento en los conflictos geopolíticos, principalmente en Medio Oriente, pudiera generar un desabasto de crudo, afectando a la actividad económica global.
- xiii. La intensificación de tensiones sociales y políticas en diversas regiones del mundo afectaría la confianza de los negocios y la inversión en esas economías.

La materialización de estos riesgos podría generar nuevos episodios de volatilidad y de mayor aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Ello limitaría las fuentes de financiamiento de las economías emergentes, y expondría las vulnerabilidades para la estabilidad financiera acumuladas durante el largo periodo de bajas tasas de interés.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

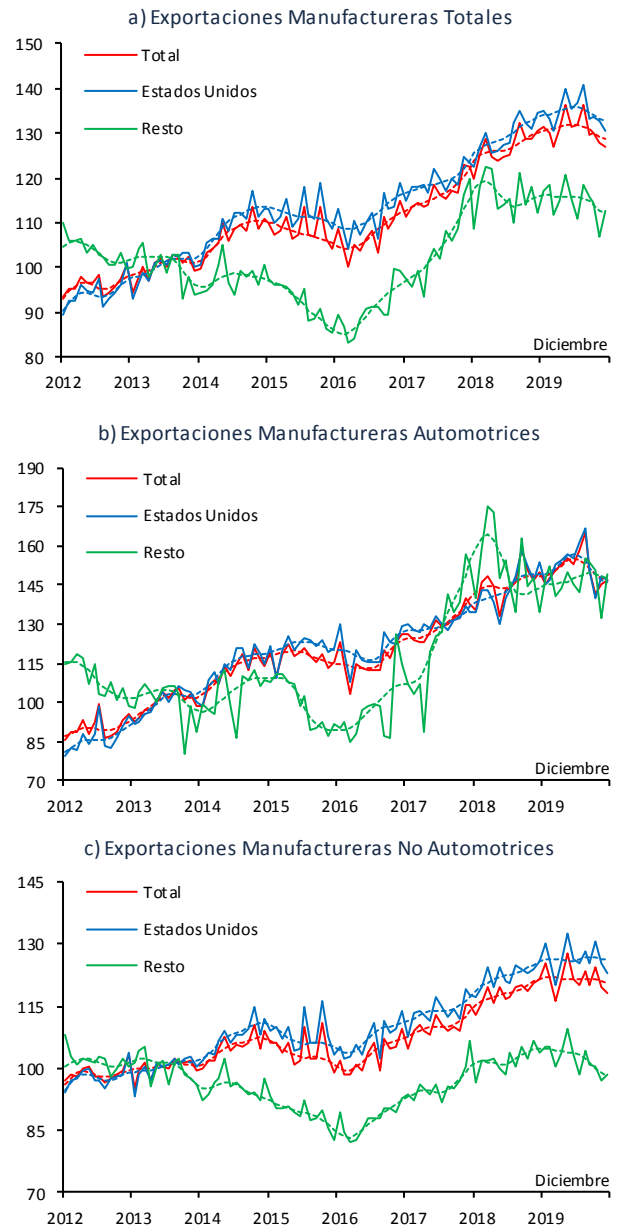
2.2.1. Actividad Económica

En el cuarto trimestre de 2019 persistió la moderada trayectoria a la baja que la actividad económica en México ha venido mostrando por varios trimestres.⁵⁹ Así, para 2019 en su conjunto la economía registró una ligera contracción. El comportamiento en el último trimestre de 2019 fue resultado de la evolución desfavorable que siguió presentando la inversión fija bruta, de la caída trimestral que exhibieron las exportaciones manufactureras y de cierta pérdida de dinamismo del consumo privado.

Respecto a la demanda externa, en el último trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras se redujeron por segundo trimestre consecutivo (Gráfica 325). Su evolución en el periodo que se reporta fue resultado, principalmente, de la contracción de las exportaciones automotrices, tanto de las dirigidas a Estados Unidos, como al resto del mundo. La menor producción y exportación automotriz de México estuvo asociada al cambio de líneas de producción en diversas armadoras y a las afectaciones causadas por las huelgas en ese sector en Estados Unidos. Por su parte, las exportaciones manufactureras no automotrices a Estados Unidos mostraron a tonía, en un contexto en el que tanto la producción manufacturera de ese país, como sus exportaciones al resto del mundo, exhibieron un débil desempeño durante la mayor parte de 2019. Al mismo tiempo, las exportaciones manufactureras no automotrices de México a otros destinos siguieron presentando una tendencia decreciente.

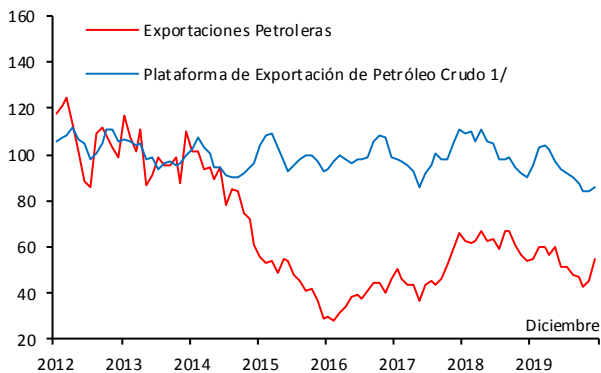
A pesar del repunte que registraron en diciembre de 2019, las exportaciones petroleras en el cuarto trimestre en su conjunto presentaron una contracción trimestral. Ello debido a un menor precio promedio de la mezcla mexicana, toda vez que la plataforma de crudo de exportación fue similar a la del trimestre previo (Gráfica 325d).

Gráfica 325
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.



⁵⁹ La información del PIB del cuarto trimestre de 2019 contenida en este documento corresponde a la publicada el 25 de febrero de 2020.

d) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

1/ Índice con base en el 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., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a la demanda interna, si bien a finales del tercer trimestre de 2019 el consumo privado mostró un repunte, se observó un menor dinamismo durante el periodo octubre – noviembre. Ello debido a la desaceleración del consumo de bienes nacionales e importados y a la debilidad en el consumo de servicios nacionales (Gráfica 326a).

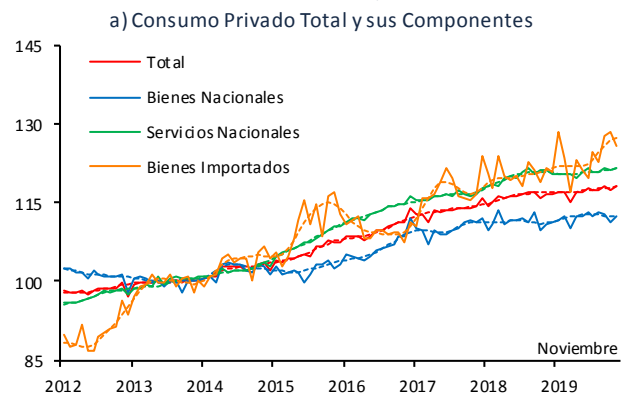
vii. Entre los indicadores oportunos del consumo, en el cuarto trimestre de 2019 los ingresos en establecimientos comerciales al menudeo y las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo en el mercado nacional mostraron un menor dinamismo. A su vez, las ventas de vehículos ligeros mantuvieron una trayectoria descendente (Gráficas 326b y 326c).

viii. En el periodo octubre – diciembre de 2019, la masa salarial real presentó una importante expansión trimestral asociada, principalmente, al aumento de los ingresos medios reales (Gráfica 327a). En igual periodo, las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior registraron niveles especialmente altos, si bien con un incipiente cambio de tendencia

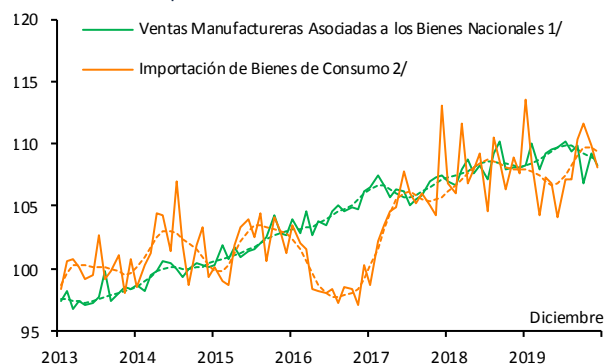
desfavorable (Gráfica 327b). Por su parte, la confianza del consumidor se mantuvo en valores relativamente elevados (Gráfica 327c), en tanto que el crédito destinado al consumo siguió creciendo moderadamente (ver Sección 2.2.3). Así, si bien los determinantes del consumo mantuvieron una fortaleza relativa a lo largo de 2019, el entorno de elevada incertidumbre que México ha enfrentado ha restado dinamismo al consumo privado (ver Recuadro 2). En ese sentido, avances como la ratificación del T-MEC reducen la incertidumbre económica, lo cual podría apoyar la reactivación de este agregado económico.

Gráfica 326
Indicadores de Consumo

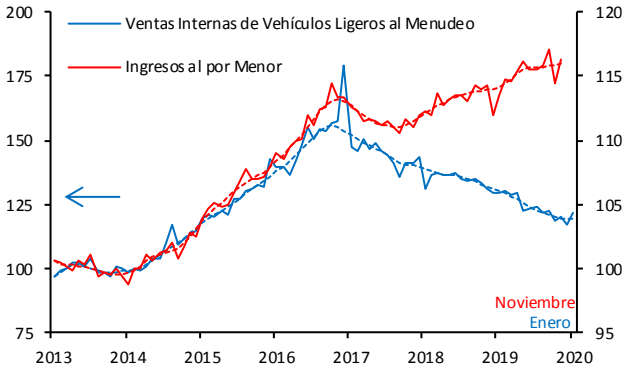
Índice 2013=100, a. e.



b) Ventas Manufactureras Asociadas a los Bienes Nacionales e Importaciones de Bienes de Consumo



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.

1/ Se refiere a las ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) relacionadas al consumo privado de bienes.

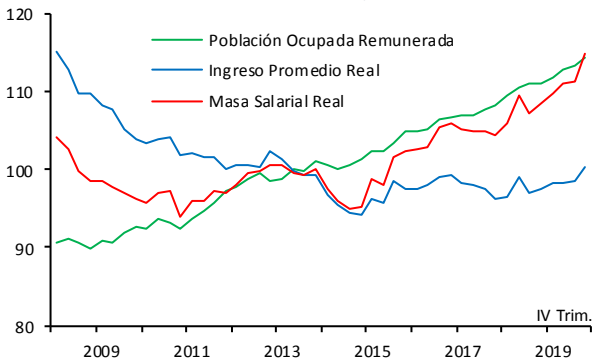
2/ Se refiere a las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en términos reales.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM) y SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional; c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC) y del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI.

Gráfica 327

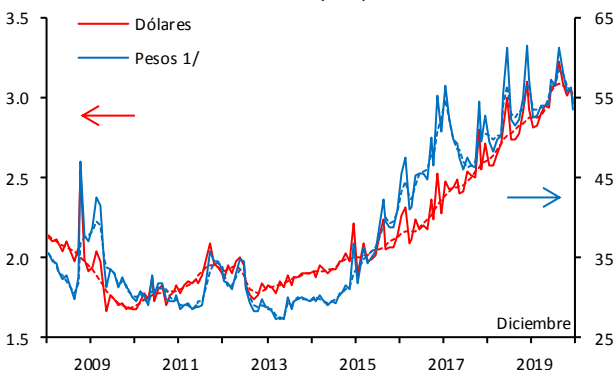
Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.



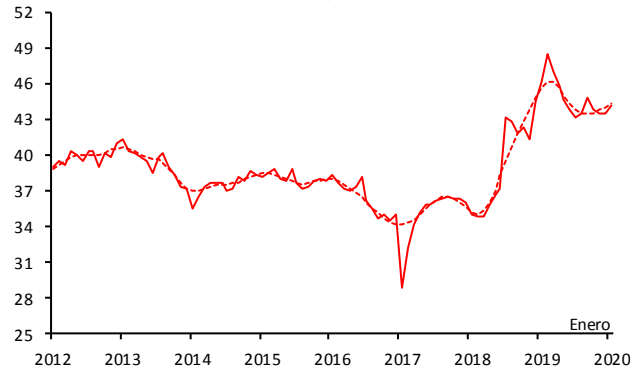
b) Remesas

Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



c) Confianza del Consumidor

Balance de respuestas, 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 julio de 2018.

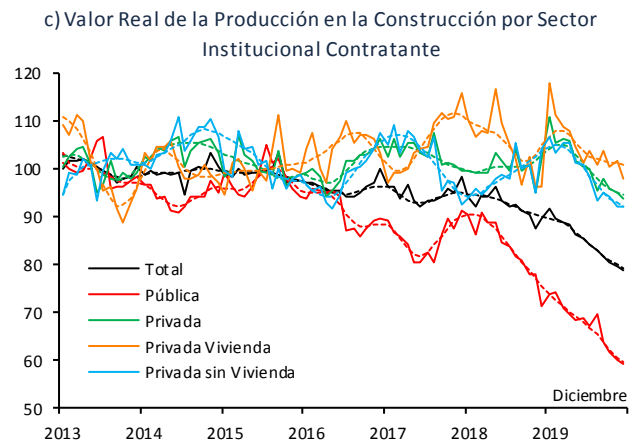
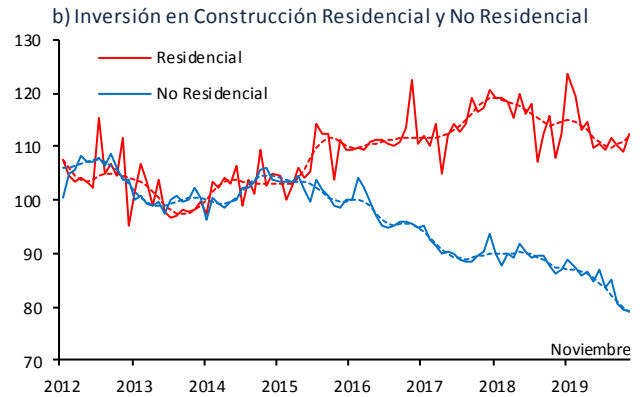
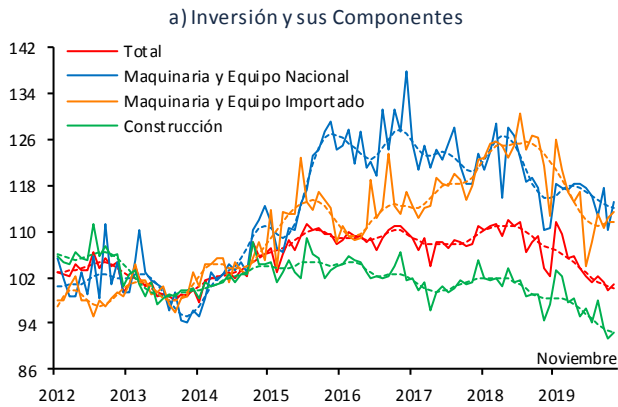
Fuente: a) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Banco de México e INEGI. c) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

La inversión fija bruta en el bimestre octubre – noviembre de 2019 continuó contrayéndose como resultado de la debilidad del gasto en maquinaria y equipo y de la inversión en construcción (Gráfica 328a). En particular:

- vii. El gasto de inversión en construcción en el periodo octubre – noviembre de 2019 mantuvo su trayectoria a la baja. A su interior, persistió la contracción de la no residencial y la debilidad de la residencial (Gráfica 328b). Por sector institucional contratante, la obra contratada por el sector público se ubicó en el cuarto trimestre de 2019 en su menor nivel desde que inició su registro en 2006 (Gráfica 328c). La construcción privada formal siguió resintiendo los descensos en el gasto en edificación, en electricidad y comunicaciones y en el rubro de petróleo y petroquímica.
- viii. El gasto de inversión en maquinaria y equipo mostró debilidad. Ello principalmente como reflejo de la contracción en equipo de transporte nacional e importado, mientras que el resto de la maquinaria y equipo continuó ubicándose en niveles especialmente bajos.

En los últimos años la economía mexicana ha estado expuesta a choques externos e internos que han propiciado incertidumbre, los cuales han afectado diversos componentes de la demanda agregada. Al respecto, el Recuadro 2 introduce una medida que estima, con base en una metodología econométrica, el grado de incertidumbre macroeconómica y el efecto negativo de esta sobre la inversión y el consumo.

Gráfica 328
Indicadores de Inversión
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: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.
c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.

Recuadro 2. El Impacto de la Incertidumbre sobre el Consumo y la Inversión en México

1. Introducción

Por varios años la economía mexicana ha estado expuesta a un entorno de elevada incertidumbre tanto por factores externos como internos. La incertidumbre afecta las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos. Por ejemplo, ante un ambiente de incertidumbre, los consumidores podrían decidir aumentar sus ahorros precautorios y los inversionistas podrían decidir posponer sus proyectos de inversión hasta contar con mayor certeza acerca del entorno económico.¹ Desde un punto de vista empírico, el análisis del impacto de la incertidumbre sobre la economía se ha dificultado debido a la escasez de medidas que la cuantifiquen adecuadamente. En este Recuadro se estima un Índice de Incertidumbre Macroeconómica (IIM) para México, el cual asocia mayor incertidumbre con un aumento en la dificultad para predecir el comportamiento futuro de la economía. Con base en dicho índice se estima un modelo econométrico que cuantifica el impacto de la incertidumbre sobre el consumo y la inversión en México. Los resultados sugieren que la mayor incertidumbre que la economía mexicana ha enfrentado en años recientes ha tenido un impacto negativo sobre dichos componentes de la demanda agregada y que este ha dominado el efecto de algunos otros factores, como podría ser el de los costos de financiamiento.

2. Índice de Incertidumbre Macroeconómica de México

El Índice de Incertidumbre Macroeconómica (IIM) para México se construye con base en la metodología descrita por Jurado et al. (2015).² Este índice se puede expresar como:

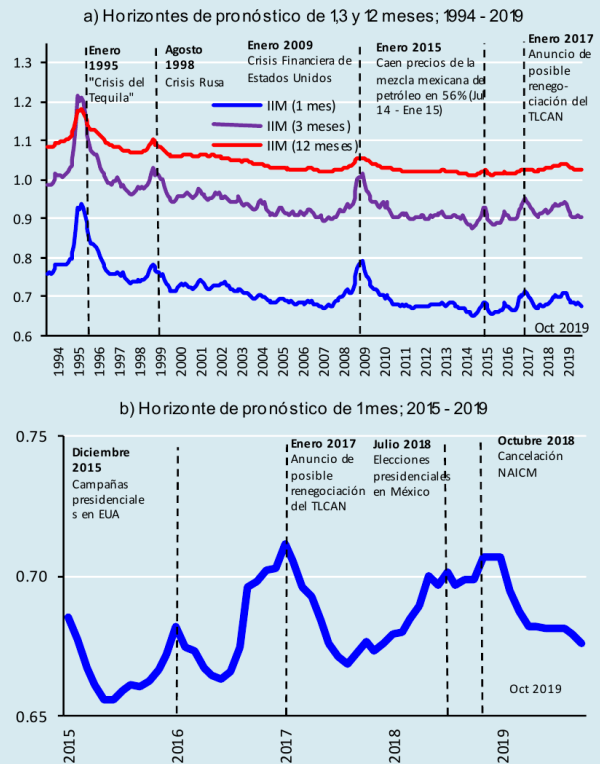
$$IIM_t^h = \frac{1}{N} \sum_{n=1}^N U_{n,t}^h \quad (1)$$

donde $U_{n,t}^h$ es una medida de la variabilidad del error de pronóstico de la variable n , con horizonte de pronóstico de h periodos hacia adelante, condicional a la información disponible en el periodo t .³ Así, el IIM se construye como un promedio ponderado de la variabilidad de los errores de pronóstico para un conjunto de N variables macroeconómicas, tal que un incremento en este índice indica que en promedio se ha incrementado la dificultad para predecir el comportamiento de la economía en un momento determinado.

Para el caso de México, el IIM se calcula a partir de 125 series de frecuencia mensual de actividad económica, precios y mercado externo, tales como el IGAE, la actividad industrial, el consumo, la inversión, la tasa de interés, el tipo de cambio, el INPC e INPP y el valor de las exportaciones e importaciones.⁴ La cobertura de las series utilizadas cubre el periodo entre enero 1993 y octubre de 2019.⁵ Los resultados para los horizontes de pronóstico de uno, tres y doce meses se presentan en la Gráfica 1.

¹ Ver, por ejemplo, Bloom et al. (2007) y Bloom (2014).
² Los detalles de la metodología utilizada se pueden consultar en Jurado, Kyle, Serena Ng y Sydney Ludvigson. (2015). "Measuring Uncertainty." *American Economic Review*, 105 (3): 1177-1216. Cabe mencionar que en la literatura sobre el tema se han utilizado también otras medidas alternativas para cuantificar la incertidumbre como, por ejemplo, las basadas en la volatilidad de los mercados financieros (e.g. VIX) o las basadas en análisis de texto (e.g. el índice de incertidumbre sobre política económica publicado por <http://www.policyuncertainty.com/>).

**Gráfica 1
Índice de Incertidumbre Macroeconómica para México**



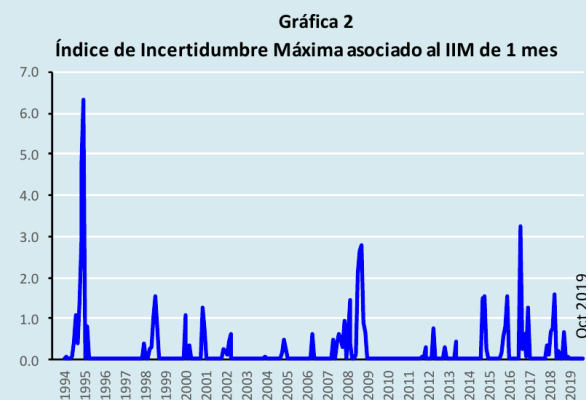
Fuente: Banco de México.

En el panel (a) de la Gráfica 1 se puede apreciar que conforme se alarga el horizonte de pronóstico que subyace a la construcción del IIM, el nivel promedio de este aumenta, al tiempo que disminuye su variabilidad. Este comportamiento obedece a que la información disponible al momento de la elaboración de los pronósticos es menos informativa acerca del comportamiento de las series económicas conforme más alejado es el horizonte de pronóstico. A su vez, esto implica que solo los eventos de mayor magnitud y persistencia respecto de la incertidumbre que generan son identificados simultáneamente por el IIM a distintos horizontes de pronóstico. Así, el IIM para los distintos horizontes de pronóstico captura incrementos importantes en la incertidumbre alrededor de episodios que comúnmente se asocian con un entorno de elevada incertidumbre, tales como la Crisis de 1995, la Crisis Financiera Global del 2008-09 y, más recientemente, el anuncio por parte de los Estados Unidos de su intención de renegociar el TLCAN. El panel (b) de la Gráfica 1

³ El error de pronóstico para cada variable n se obtiene a partir de los pronósticos generados por modelos de series de tiempo que incluyen cuatro rezagos de la propia variable y dos rezagos de un conjunto de variables que engloban factores comunes a las N variables.
⁴ Para aplicar la metodología de Jurado et al. (2015), las series originales se ajustan por estacionalidad y, posteriormente, se estandarizan.
⁵ Cabe destacar que revisiones a la publicación de cifras oficiales también pueden implicar una revisión al valor calculado para el IIM.

muestra un acercamiento al periodo más reciente con base en el IIM con horizonte de pronóstico de 1 mes. Destacan episodios que han generado incertidumbre macroeconómica como, por ejemplo, la campaña presidencial de 2016 y las primeras acciones del nuevo gobierno en Estados Unidos, el periodo electoral de 2018 y de cambio de administración en México, y la cancelación del NAICM. Sobresale que después del efecto inicial de este último evento, el IIM disminuyó a lo largo de 2019.

En la Gráfica 2 se presenta el indicador de incertidumbre máxima asociado al IIM con horizonte de pronóstico de un mes, el cual refleja el incremento porcentual del IIM sobre el nivel máximo alcanzado en los 6 meses previos, y ayuda a identificar episodios en los que el IIM alcanza niveles relativamente elevados.⁶ Analizando la frecuencia y magnitud de los picos de este índice se puede concluir que durante el periodo entre 2015 y 2019 los episodios de incertidumbre han sido de mayor magnitud y han ocurrido de manera más frecuente, en comparación con el periodo de 1996 a 2014. Además, si bien la incertidumbre asociada con algunos eventos particulares podría haberse disipado, esta se ha mantenido elevada por el surgimiento de nuevos eventos de alta incertidumbre. Así, el periodo entre 2015 y 2019 se ha caracterizado por un entorno de mayor incertidumbre, la cual ha sido persistente y relativamente elevada, asociada a los episodios previamente mencionados.



Fuente: Banco de México.

3. Los efectos de la Incertidumbre Sobre el Consumo y la Inversión

Con el propósito de identificar el efecto de la incertidumbre sobre el consumo y la inversión, se estima un modelo econométrico de Vectores Autorregresivos (VAR) para el consumo y otro para la inversión, en los cuales, además del IIM con horizonte de

pronóstico de un mes, se controla por la tasa de referencia de la Reserva Federal, el tipo de cambio nominal, el IGAE, el propio consumo o inversión total, y la tasa de CETES a 28 días. Para el VAR de la inversión, adicionalmente se incluye la inversión pública como variable de control, ya que parte de la caída en la inversión total de la economía en los últimos años se debe a la menor inversión pública.

Con la excepción de la tasa de interés de la Reserva Federal, los CETES y el IIM, todas las variables se introducen en tasas de crecimiento anual.⁷ La identificación del VAR se realiza a partir de la descomposición de Cholesky, con el siguiente orden: tasa de la Reserva Federal, IIM, tipo de cambio, IGAE, consumo o inversión y CETES.^{8,9} Para el VAR de la inversión, el gasto público en inversión aparece después del IGAE en el ordenamiento de las variables. La estimación usa datos mensuales entre enero de 2000 y octubre de 2019.¹⁰

El Cuadro 1 presenta el efecto acumulado a 12 meses sobre el consumo y la inversión ante un choque de una desviación estándar a cada una de las demás variables en el sistema. Por su parte, la Gráfica 3 muestra mediante las funciones de impulso respuesta para la inversión y el consumo que, ante un choque de incertidumbre, ambos agregados disminuyen. El impacto del choque de incertidumbre es más pronunciado sobre la inversión que sobre el consumo. El efecto máximo se da con un rezago de doce meses en el caso de la inversión y de nueve meses en el caso del consumo. El efecto negativo del choque de incertidumbre sobre estas variables persiste hasta alrededor de 26 meses y su magnitud se va disipando.

Cuadro 1

Efecto acumulado a 12 meses sobre el consumo y la inversión ante una innovación de una desviación estándar en cada una de las variables del sistema (%)

	Consumo	Inversión
<i>Innovación a:</i>		
Tasa de la Reserva Federal	1.25 **	3.13 **
Incertidumbre	-3.03 ***	-4.88 ***
Tipo de cambio	-0.46	-2.48
IGAE	3.56 ***	8.38 ***
Inversión Pública		1.87
Inversión		6.71 ***
Consumo	2.83 ***	
CETES	0.08	-2.28

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

⁶ El índice de máxima incertidumbre asociado al IIM se define como:

$$\widehat{IIM}_t = \max \left\{ 0, \frac{IIM_t - \max\{IIM_{t-1}, \dots, IIM_{t-m}\}}{\max\{IIM_{t-1}, \dots, IIM_{t-m}\}} \right\}$$

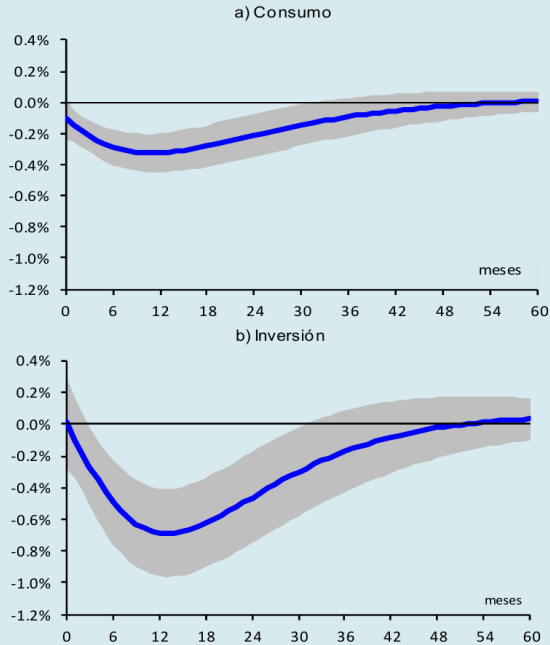
⁷ La tasa de crecimiento anual de la variable X se define como $\ln(X_t) - \ln(X_{t-12})$, toda vez que la frecuencia de las series es mensual.

⁸ La tasa de la Reserva Federal corresponde a la 'shadow rate' publicada por la Reserva Federal de Atlanta. Esta tasa es igual a la tasa efectiva de la Reserva Federal en periodos en que esta no se encuentre en el 'zero lower bound', que corresponde a una tasa efectiva de la Reserva Federal de entre 0 y 0.25%.

⁹ El ordenamiento incluye la tasa de interés de la Reserva Federal como la variable más exógena, bajo el supuesto de que México es una economía pequeña y abierta. El resto de las variables se ordena con base en Bloom (2009) y Baker et al. (2016), en donde la incertidumbre es la variable interna más exógena del sistema. Cabe notar que este ordenamiento difiere del utilizado por Jurado et al. (2015). Siguiendo a la literatura en el tema, la tasa de interés interna corresponde a la tasa nominal, si bien se encontró que sustituir la tasa de interés nominal por la real no altera las conclusiones cualitativas presentadas. Por otra parte, con base en el criterio de información de Schwarz, cada uno de los VAR se estima con un rezago.

¹⁰ Con la excepción de la tasa de la Reserva Federal, los CETES, el tipo de cambio nominal y el IIM, todas las variables utilizadas son ajustadas por estacionalidad.

Gráfica 3
Funciones impulso respuesta a un choque de incertidumbre de una desviación estándar



Nota: Las bandas grises representan intervalos de confianza al 90%.
Fuente: Banco de México.

4. Ejercicio Contrafactual

Con base en la estimación de los modelos VAR para el consumo y la inversión, en esta sección se presenta un ejercicio contrafactual cuyo objetivo es ilustrar en qué grado el aumento en la incertidumbre que la economía mexicana enfrentó en el periodo entre 2016 y 2019 afectó el dinamismo de estos componentes de la demanda agregada. Así, se calcula la trayectoria del consumo y de la inversión para el siguiente escenario *contrafactual de incertidumbre*, suponiendo que durante el periodo de referencia no hubo un incremento en la incertidumbre.¹¹ El resultado de este ejercicio sugiere que, en ausencia de la mayor incertidumbre que ya se presentó, se habría observado un mayor crecimiento del consumo y, en mayor medida, de la inversión, de modo que ambos agregados se hubieran ubicado en un nivel mayor al final del periodo respecto del nivel observado (Gráfica 4).

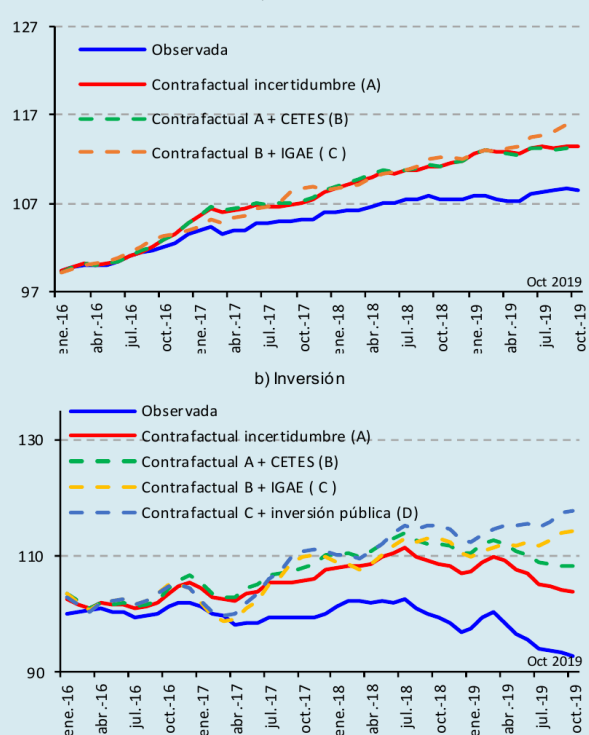
Para dar mayor contexto al efecto estimado de la mayor incertidumbre, se incluye un escenario *contrafactual de incertidumbre más otros factores*: se supone que, además de la incertidumbre, durante el periodo factores como los Cetes y el crecimiento del IGAE no presentaron aumentos que afectaran a la dinámica del consumo y la inversión.¹² Para el caso de la inversión, se supuso, además, que la inversión pública, en lugar de mostrar una trayectoria a la baja, se hubiera mantenido en su nivel inicial. Las contribuciones de cada uno de estos factores se incluyen en los dos paneles de la Gráfica 4 de manera aditiva con líneas punteadas

¹¹ La trayectoria contrafactual para cada variable se construyó con base en la descomposición histórica del VAR estimado para cada una de estas. En particular, se supone que la contribución de las innovaciones del IIM fue igual a cero a lo largo de todo el periodo que se está analizando.

sobre el contrafactual de incertidumbre. Para el caso del consumo, la incertidumbre puede explicar por sí sola la mayor parte del menor nivel del indicador. Adicionalmente, el estancamiento de la actividad económica en 2019 contribuyó negativamente al desempeño del consumo hacia el final del periodo, en tanto que las mayores tasas de interés de CETES parecerían no haber tenido un efecto considerable sobre el comportamiento de esta variable. En el caso de la inversión, el ejercicio sugiere que el efecto predominante que explica la debilidad de la inversión ha sido el de la incertidumbre, si bien el estancamiento de la economía en 2019 también contribuyó a este desempeño en la parte final del periodo. La evolución de la inversión pública y las tasas de interés también influyeron en este comportamiento, aunque su contribución fue menor que la de la incertidumbre.

Así, los resultados indican que el aumento y persistencia de la incertidumbre que ha enfrentado la economía mexicana en años recientes, capturada mediante el IIM, contribuyó a la pérdida de dinamismo del consumo y especialmente la inversión observada en años recientes.

Gráfica 4
Ejercicios Contrafactuales
Enero 2016 = 100, promedio móvil de 3 meses



Nota: Las trayectorias contrafactuales se construyen con base en la descomposición histórica de cada VAR, al igualar las contribuciones de la incertidumbre y CETES a cero como corresponda.
Fuente: Banco de México.

¹² Se supone que tanto la contribución del IIM como la contribución de la tasa de los CETES es igual a cero a lo largo del periodo de referencia (ver nota al pie anterior).

5. Consideraciones finales

Ante un entorno de elevada incertidumbre y de debilidad de la actividad económica en México, la ratificación del T-MEC por parte de Estados Unidos reduce una importante fuente de incertidumbre para la economía mexicana. En la medida que dicho avance sea complementado con políticas públicas que contribuyan a fomentar mayor certidumbre y confianza en el país, así como por aquellas medidas que contribuyan a atender los demás obstáculos que le han impedido alcanzar un mayor crecimiento de manera sostenida, ello será conducente a una mayor reactivación de la inversión y del consumo.

6. Referencias

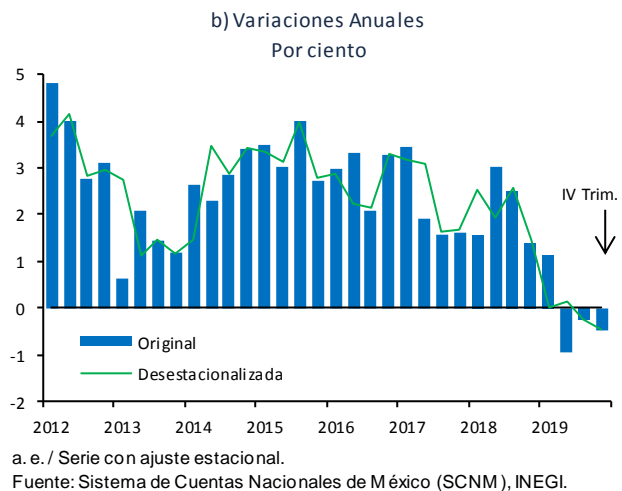
Bloom, Nicholas. (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*, Vol. 77 (3): 623-685.

Bloom, Nicholas. (2014). Fluctuations in Uncertainty. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28 (2): 153-176.

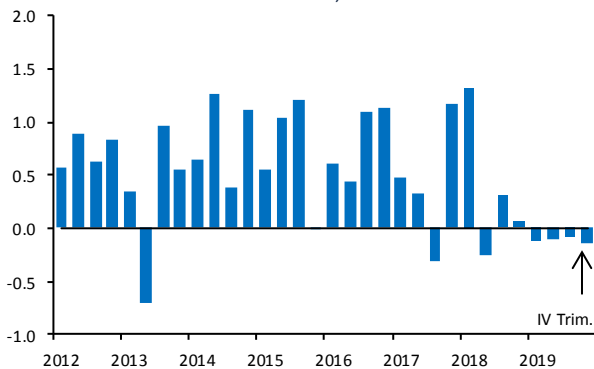
Bloom, Nick. Stephen Bond y John Van Reenen. (2007). Uncertainty and Investment Dynamics. *Review of Economic Studies*, 74: 391-415.

Baker, Scott R. Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131 (4): 1593-1636.

Por el lado de la producción, en el periodo octubre – diciembre de 2019 el PIB registró una ligera caída por cuarto trimestre consecutivo. En efecto, en el periodo que se reporta el PIB presentó una reducción trimestral de 0.14% con datos desestacionalizados (retroceso anual de 0.5% con cifras originales), luego de disminuciones respectivas de 0.13, 0.10 y 0.08% en los primeros tres trimestres de 2019 (Gráfica 329). De esta forma, para 2019 en su conjunto, el PIB registró una disminución anual de 0.1% con datos originales (baja de 0.1% en términos desestacionalizados). En 2018, dicha cifra resultó en un crecimiento de 2.1% (2.1% con datos ajustados por estacionalidad).



Gráfica 329
Producto Interno Bruto
a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a. e.



La actividad económica en el periodo de referencia fue reflejo de la contracción de la actividad industrial y de las actividades primarias, mientras que los servicios presentaron un bajo crecimiento (Gráficas 330 y 331a). En particular:

xvi. Al interior de las actividades secundarias, continuó la caída de la construcción, resultado de la debilidad generalizada de sus subsectores. La edificación y los trabajos especializados mostraron atonía, en tanto que se profundizó la contracción de las obras de ingeniería civil (Gráfica 331b).

xvii. La actividad manufacturera presentó una ligera tendencia decreciente por la evolución desfavorable en el equipo de transporte y en el resto de las manufacturas. La importante contracción del rubro de equipo de transporte fue resultado, en buena medida, de la suspensión de actividades en algunas armadoras de automóviles –como consecuencia de la falta de suministros de autopartes derivada de las

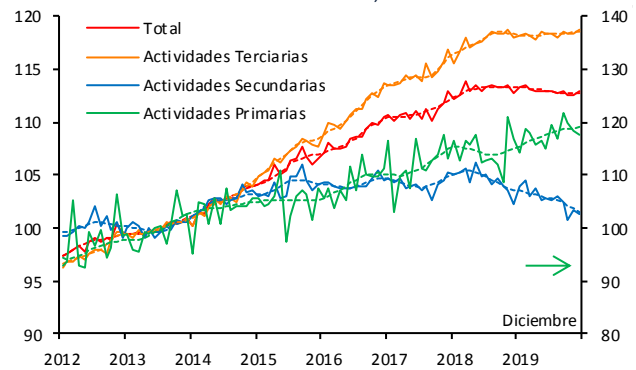
huelgas de ese sector en Estados Unidos—. También contribuyeron a dicho resultado los paros técnicos programados en otras ensambladoras mexicanas para hacer adecuaciones en las líneas de producción (Gráfica 129e). Al interior del agregado de manufacturas sin equipo de transporte, los subsectores que más contribuyeron a la debilidad del indicador fueron la fabricación de maquinaria y equipo, industrias metálicas básicas, industria alimentaria, fabricación de prendas de vestir y fabricación de productos a base de minerales no metálicos. En contraste, los subsectores que tuvieron la mayor contribución positiva fueron la industria del plástico y del hule, la fabricación de equipo de generación eléctrica y aparatos electrónicos y la fabricación de muebles y productos relacionados. La caída de la producción manufacturera en México en el periodo de referencia fue congruente con el comportamiento observado en las exportaciones manufactureras, que se vieron afectadas por el menor crecimiento del comercio global y el débil desempeño de la actividad manufacturera en Estados Unidos.

xviii. La minería mostró una incipiente recuperación, asociada con la reactivación de la plataforma petrolera y cierta mejoría en el rubro de minerales metálicos y no metálicos. Por su parte, los servicios relacionados con la minería cayeron en el trimestre (Gráficas 331c y 331d).

xix. En el trimestre octubre – diciembre de 2019, los servicios registraron un bajo crecimiento y mantienen cierta debilidad. Ello debido a caídas en el comercio al por mayor y en los servicios de esparcimiento y otros servicios. Por su parte, los principales avances se observaron en los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios, en los servicios financieros e inmobiliarios, en el comercio al por menor, en los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas y en las actividades de gobierno (Gráfica 332).

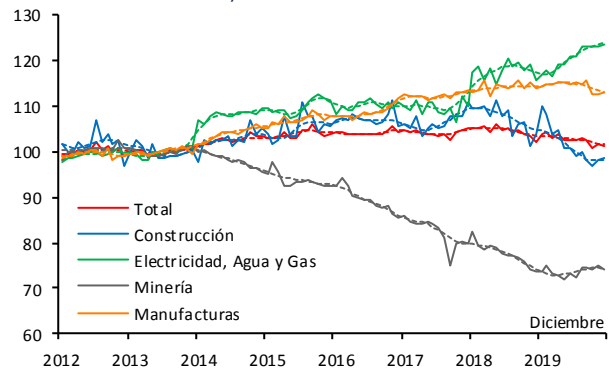
xx. En el periodo que se reporta, las actividades primarias disminuyeron respecto del tercer trimestre, si bien han alcanzado niveles relativamente elevados. Dicho descenso fue resultado, en parte, de una menor superficie cosechada para el ciclo primavera – verano, así como de reducciones en la producción de maíz en grano, uva, maíz forrajero, espárrago, fresa y caña de azúcar. Esta contracción fue congruente con la caída de las exportaciones agropecuarias en tal periodo.

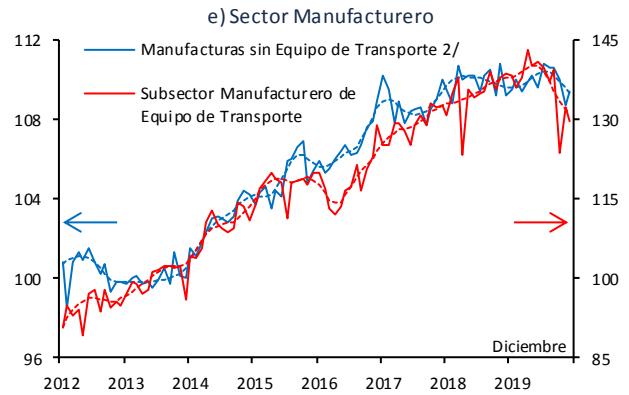
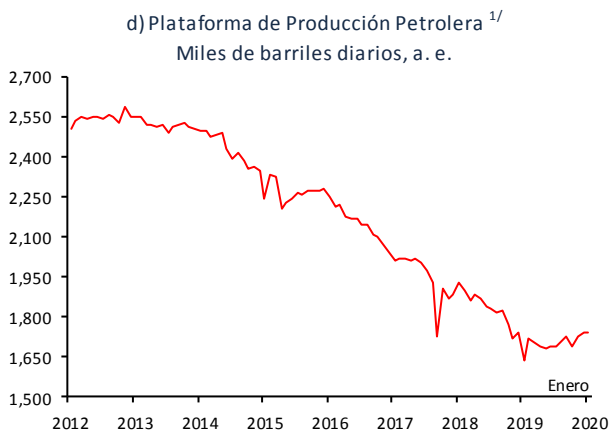
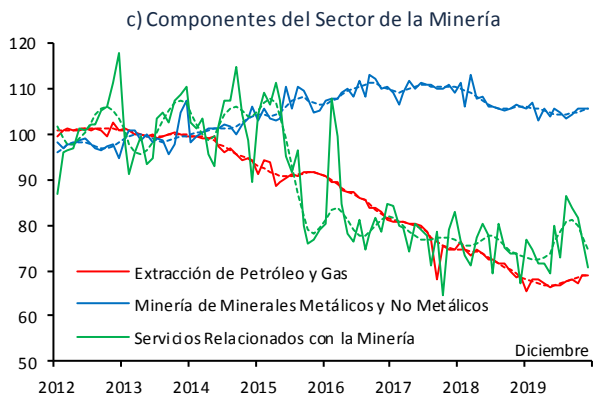
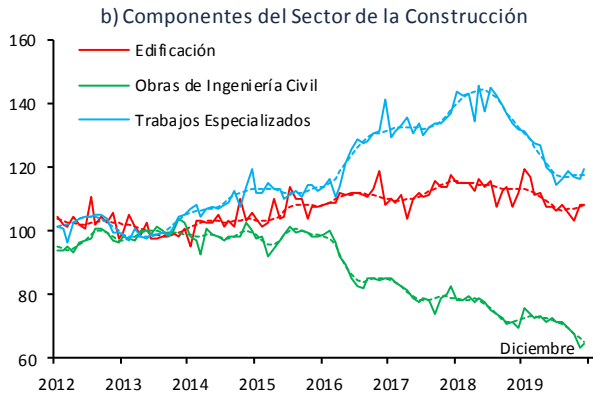
Gráfica 330
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2013=100, a. e.



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.

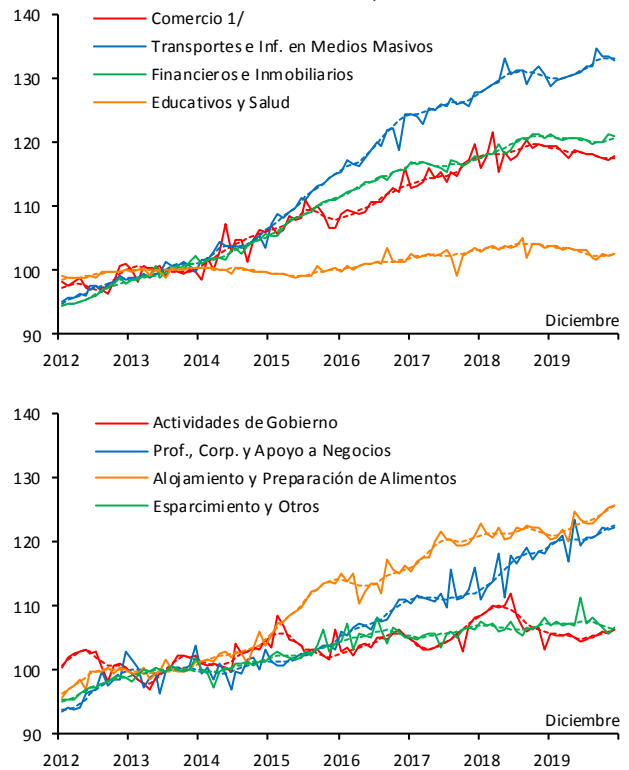
Gráfica 331
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.
a) Actividad Industrial





a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
^{1/} Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.
^{2/} Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.
 Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI y Pemex.

Gráfica 332
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.

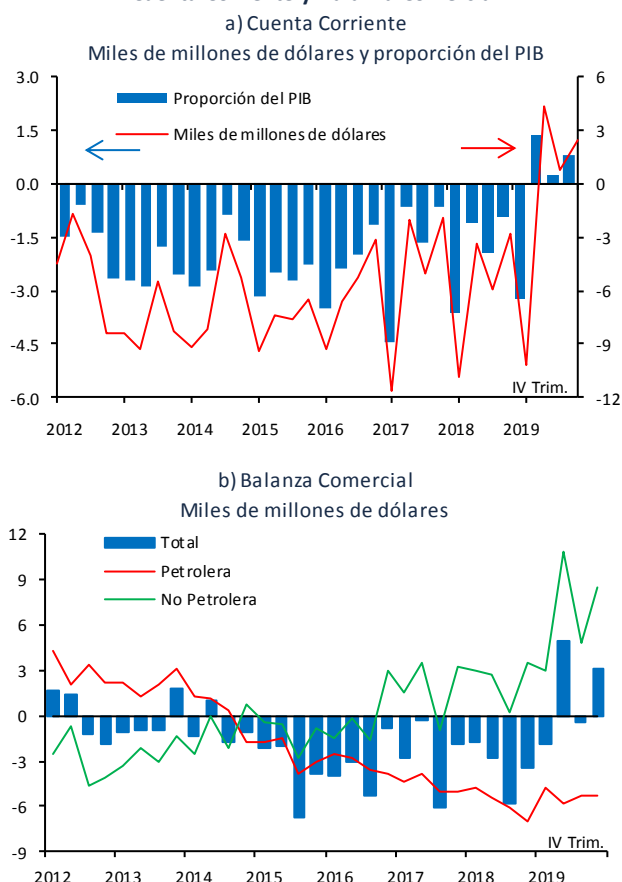


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
^{1/} Incluye comercio al por menor y al por mayor.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con relación a las cuentas externas del país, en el periodo octubre – diciembre de 2019 la cuenta corriente registró un saldo superavitario por tercer trimestre consecutivo.⁶⁰ Dicho superávit representó 0.8% del PIB y contrasta con el déficit de 0.9% del PIB observado en igual lapso de 2018 (Gráfica 333a). Para 2019 en su conjunto, el déficit de la cuenta corriente se ubicó en 0.2% del PIB, proporción inferior a la de 1.9% del PIB observada en 2018 y el menor saldo deficitario reportado desde 1987, año en que se registró un superávit de 2.3% del PIB. El menor déficit en 2019 respecto de 2018 se originó fundamentalmente por la importante ampliación del superávit de la balanza de mercancías no petroleras (Gráfica 333b), si bien también contribuyeron los mayores ingresos por viajes y por remesas.

Se estima que el considerable incremento del saldo de la balanza comercial no petrolera en 2019 se explica principalmente por un “efecto precio”,⁶¹ reflejo, fundamentalmente, de la reducción de los precios de los bienes de uso intermedio importados que se observó en los tres primeros trimestre del año, aunque este comportamiento se revirtió parcialmente en el cuarto trimestre. A su vez, si bien el correspondiente “efecto cantidad” fue limitado en los tres primeros trimestres de 2019,⁶² en el último trimestre del año el mayor volumen de exportaciones, combinado con un menor volumen de importaciones, principalmente de uso intermedio, también contribuyó a la ampliación del superávit comercial no petrolero en 2019 (Cuadro 10).

Gráfica 333
Cuenta Corriente y Balanza Comercial



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

Cuadro 10
Cambio en la Balanza Comercial No Petrolera
entre 2018 y 2019: Estimación de los Efectos
Precio y Cantidad

Millones de dólares, s. o.

	Δ Exportaciones (+)	Δ Importaciones (-)	Δ Balanza Comercial (=)
Efecto Cantidad	13,159	5,368	7,790
Efecto Precio	1,889	-7,821	9,709
Total	15,047	-2,452	17,500

s. o. / Series originales.

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

⁶⁰ La información de la cuenta corriente contenida en este documento corresponde a la publicación de la Balanza de Pagos de 2019 del 25 de febrero de 2020.

⁶¹ Para una descripción detallada de la estimación de los efectos precio y cantidad para los tres primeros trimestres de 2019, ver el “Recuadro 3. Estimación de los Efectos Precio y Cantidad en la Evolución de la

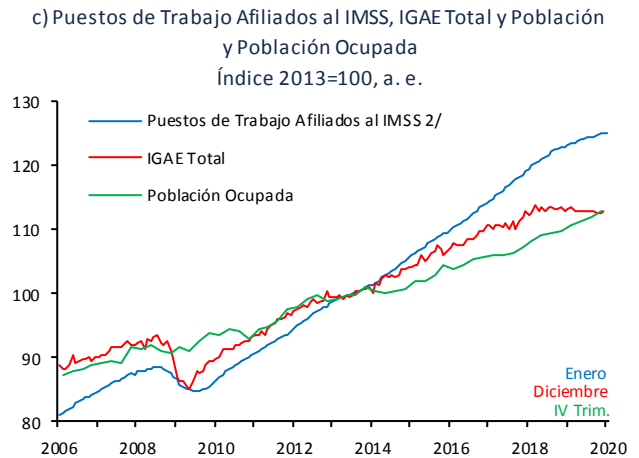
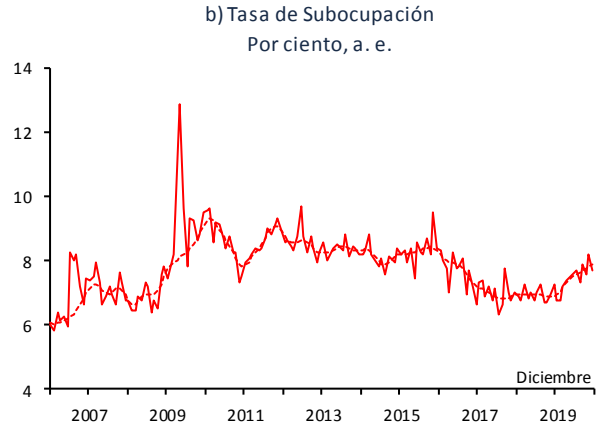
Dinámica de la Balanza Comercial No Petrolera de México” del Informe Trimestral de julio – septiembre de 2019.

⁶² En efecto, el aumento en el volumen de exportaciones en los primeros tres trimestres de 2019 fue prácticamente contrarrestado por un mayor volumen de importaciones de bienes de uso intermedio.

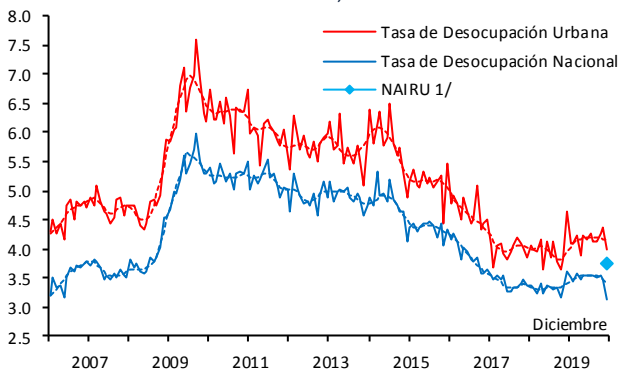
2.2.2. Mercado Laboral

A pesar de que la tasa de desocupación nacional se ubicó en su nivel más bajo de los últimos tres trimestres, en el cuarto trimestre de 2019 la tasa de desocupación urbana se situó en un nivel ligeramente mayor a los registrados en trimestres previos. Ello en un contexto en el que la tasa de subocupación continuó incrementándose y en el que persistió la desaceleración en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. A su vez, si bien en el cuarto trimestre de 2019 la tasa de informalidad laboral mantuvo una trayectoria descendente, alcanzando su nivel más bajo desde que inició su registro en 2005, la tasa de ocupación en el sector informal mostró un nivel ligeramente mayor al que en promedio se observó en 2018 (Gráfica 334). Finalmente, la tasa de participación de la fuerza laboral mantuvo una tendencia al alza, impulsada por una mayor participación femenina.

Las brechas de desempleo estimadas con base en la tasa de desocupación nacional y la que además considera a los trabajadores asalariados informales se mantuvieron en terreno negativo, si bien estadísticamente estas no son distintas de cero (Gráfica 335).⁶³

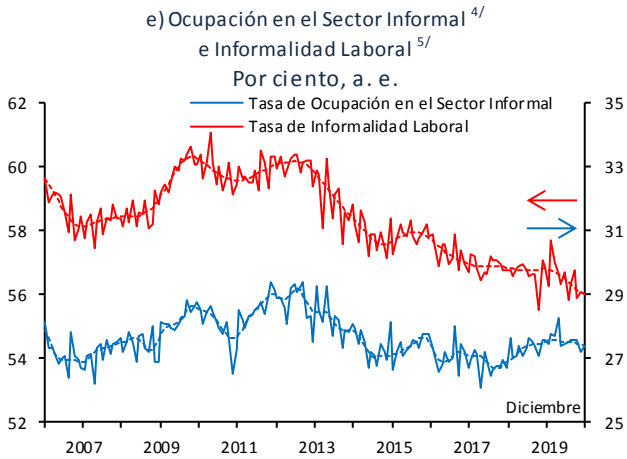


Gráfica 334
Indicadores del Mercado Laboral
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



⁶³ La brecha de desempleo mide el grado de holgura en el mercado laboral. En particular, se refiere a la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la tasa NAIRU, definida como la tasa de desempleo congruente con un entorno de inflación estable. De este modo, una brecha de desempleo positiva se asocia a la ausencia de presiones inflacionarias ante la presencia de holgura en el mercado laboral, mientras que una brecha negativa sugiere posibles presiones inflacionarias derivadas de un mercado laboral apretado. Dado el

contexto del mercado laboral en México, la brecha de desempleo tradicional se complementa con la estimación de una brecha que considera además la tasa de informalidad. Los detalles sobre la estimación de ambas brechas se pueden consultar en el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2016 titulado “Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México”.



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

1/ La NAIRU que se presenta está asociada a la Tasa de Desocupación Nacional (ver nota al pie 5).

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

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

4/ 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.

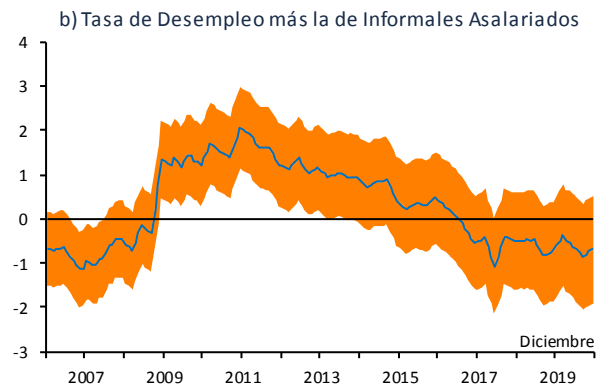
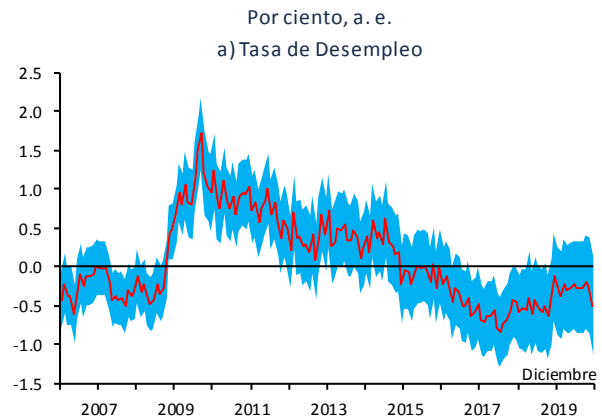
5/ Incluye a los trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

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

En el periodo que se reporta, el salario promedio para la economía en su conjunto aumentó a una tasa anual de 6.4%, superior a la de 4.0% del trimestre previo. A su vez, en su comparación trimestral el salario diario medio asociado a trabajadores asegurados en el IMSS se incrementó a una tasa anual de 6.6%, cifra similar a la de 6.7% registrada en el trimestre anterior. El salario mínimo para 2020 aumentó 5% en la franja fronteriza –de 176.2 a 185.6 pesos diarios–, y 20% en el resto del país –de 102.7 a 123.2 pesos diarios–, mientras que en enero de 2020 el salario diario medio asociado a trabajadores asegurados en el IMSS reportó un incremento anual de 6.7% para los que se ubican en la franja fronteriza norte y de 6.4% para los que laboran en el resto del país (Gráfica 336). Por su parte, la revisión promedio de los salarios

contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el último trimestre de 2019 fue de 4.5%, ligeramente superior a la del mismo trimestre de 2018 de 4.3%. A su interior, las revisiones promedio en empresas privadas y públicas se ubicaron en 6.1 y 3.5%, respectivamente, que se comparan con los registrados en igual periodo de 2018 de 5.7 y 3.4%, en el mismo orden. De esta forma, y aunado al comportamiento de la inflación, los indicadores salariales mostraron avances en términos reales.

Gráfica 335
 Estimación de la Brecha de Desempleo^{1/}



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

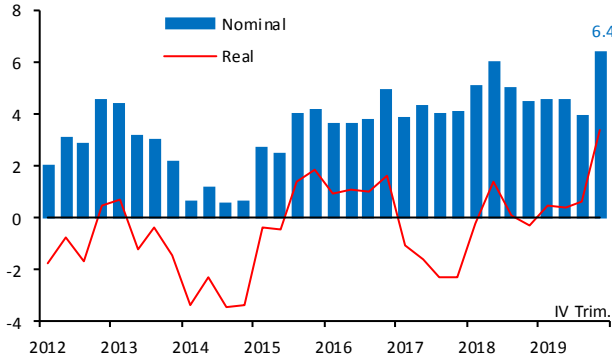
1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE.

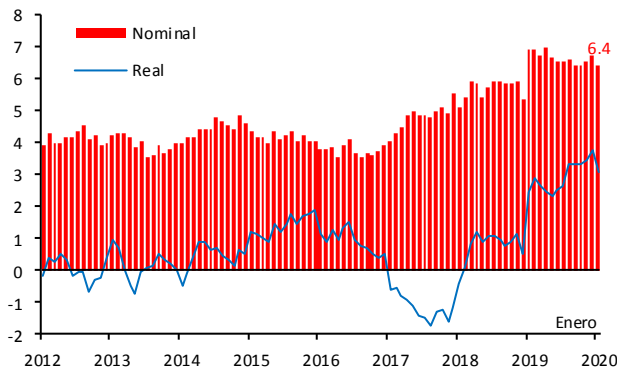
Gráfica 336
Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento

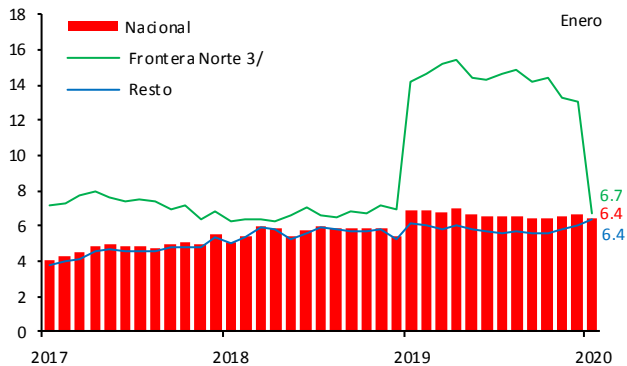
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



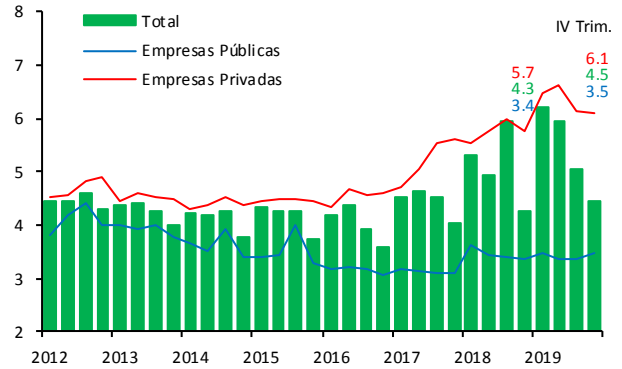
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}



c) Salario Diario Nominal Asociado a los Trabajadores Asegurados al IMSS



d) Salario Contractual Nominal ^{4/}



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

^{2/} Durante el cuarto trimestre de 2019 se registraron en promedio 20.7 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

^{3/} Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

^{4/} 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 2.5 millones.

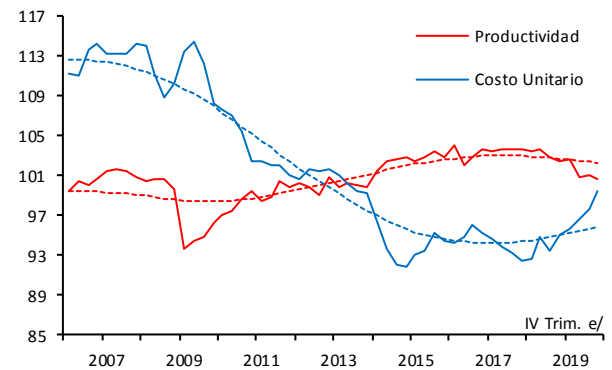
Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

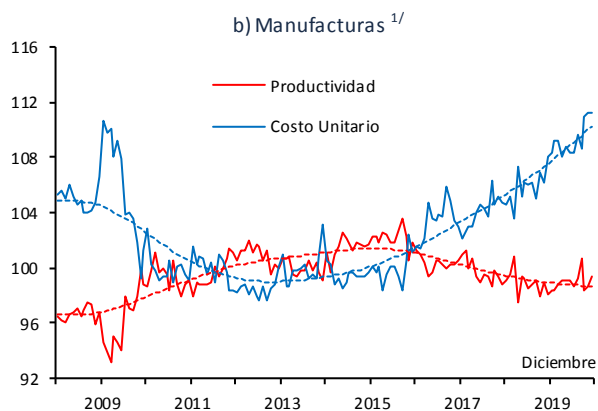
Con información al cuarto trimestre de 2019, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto presentó un importante incremento respecto de trimestres previos y mantuvo una trayectoria ascendente. El correspondiente al sector manufacturero también aumentó y se ubicó en niveles elevados (Gráfica 337).

Gráfica 337
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

Índice 2013=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.

^{1/} Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del cuarto trimestre de 2019 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE, INEGI.

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 (SCNM), INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía ⁶⁴

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

Las fuentes de recursos financieros de la economía continuaron creciendo a un ritmo bajo durante el cuarto trimestre de 2019, en congruencia con el estancamiento de la actividad económica y la menor disponibilidad de fuentes de financiamiento externo respecto a años anteriores. Las fuentes de recursos financieros registraron un flujo anual de 6.5% del PIB al cuarto trimestre de 2019, considerablemente menor al promedio observado entre 2010 y 2017 de 8.9% del PIB (Cuadro 11). El flujo al cierre de 2019 fue

superior al del trimestre anterior, de 5.3% del PIB, resultado al que contribuyó un efecto de valuación positivo en la cartera de fondos de ahorro para el retiro. Al interior de las fuentes de recursos financieros, se observa lo siguiente:

- i. Las fuentes externas registraron un flujo anual de 1.0% del PIB al cuarto trimestre de 2019, cifra mayor a la del trimestre previo (0.3% del PIB), pero claramente inferior al promedio observado entre 2010 y 2017 (3.4% del PIB), y considerablemente menor al promedio observado entre 2010 y 2014 (4.5% del PIB), antes de que se observara una mayor restricción de financiamiento externo (Cuadro 11 y Gráfica 338a). En el periodo que se reporta, se registraron menores flujos en las fuentes externas destinadas a financiar al sector público, al tiempo que se observó una recuperación en el financiamiento externo al sector privado.
- ii. Por su parte, el flujo anual de las fuentes internas —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— fue de 5.6% del PIB al cuarto trimestre de 2019, nivel similar al promedio observado de 2010-2017 de 5.5% del PIB, y mayor al del trimestre previo, equivalente a 5.0% del PIB (Cuadro 11 y Gráfica 339a). Esto es resultado del aumento de las fuentes no monetarias debido principalmente a efectos de valuación, toda vez que las fuentes monetarias continuaron creciendo a un ritmo bajo respecto a años previos.

⁶⁴ 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.

Cuadro 11
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	Flujos anuales como porcentaje del PIB								Variación real anual en por ciento					
	2010-14	2010-17	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	Promedio													
Total de Fuentes	10.0	8.9	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	6.5	5.5	3.4	3.9	1.3	0.2	3.6
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.5	5.5	5.6	4.6	5.5	6.6	4.1	5.6	5.2	5.2	5.4	3.7	1.6	5.6
Monetarias (M3) ^{2/}	3.3	3.4	3.2	2.7	3.6	4.3	2.7	2.7	4.2	4.6	5.7	3.9	1.7	3.6
M1	1.6	1.8	1.9	2.3	2.2	1.9	1.0	1.0	8.5	12.0	9.5	3.8	0.6	2.3
M2-M1	1.2	1.1	0.6	-0.5	1.8	1.5	0.8	1.3	-0.8	-4.4	7.0	1.9	-0.1	4.1
M3-M2	0.4	0.4	0.7	0.8	-0.4	0.9	0.9	0.5	11.7	16.1	-11.5	13.0	13.5	6.0
No Monetarias ^{3/}	2.2	2.2	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	2.9	7.0	6.3	4.9	3.4	1.3	9.3
Fuentes Externas ^{4/}	4.5	3.4	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	1.0	6.1	0.6	1.5	-2.7	-2.3	-0.1
Total de Usos	10.0	8.9	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	6.5	5.5	3.4	3.9	1.3	0.2	3.6
Reserva Internacional ^{5/}	1.7	0.8	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.5	2.3	-9.4	-3.5	-8.6	-3.8	1.1
Financiamiento al Sector Público	4.2	3.6	4.7	4.1	2.9	1.1	2.2	2.3	6.0	6.5	2.6	-4.1	0.2	2.2
Público Federal ^{6/}	3.8	3.4	4.5	4.0	2.8	1.1	2.2	2.3	6.3	6.7	2.8	-4.1	0.4	2.6
Estados y municipios	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-4.2
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	3.2	3.2	2.5	3.0	2.9	3.8	2.2	1.8	2.2	5.5	4.0	3.1	0.8	1.6
Interno	2.2	2.5	1.6	3.0	2.9	3.2	2.7	1.4	2.0	9.0	7.1	4.5	4.3	1.7
Externo	1.0	0.7	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	0.4	2.8	-2.1	-3.5	-0.5	-9.0	1.2
Otros conceptos ^{8/}	0.9	1.2	1.3	0.0	1.7	3.4	0.4	2.0	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año.

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

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

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

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

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

6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica "Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía".

7/ Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas.

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

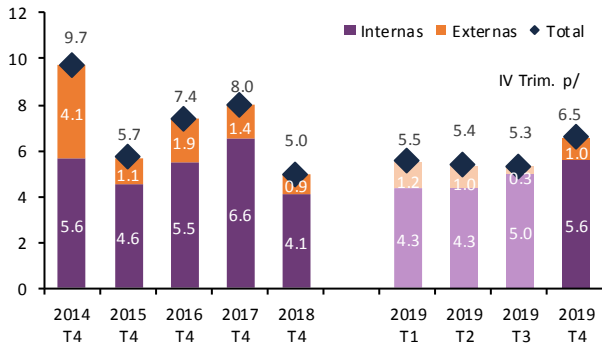
Fuente: Banco de México.

Gráfica 338

Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

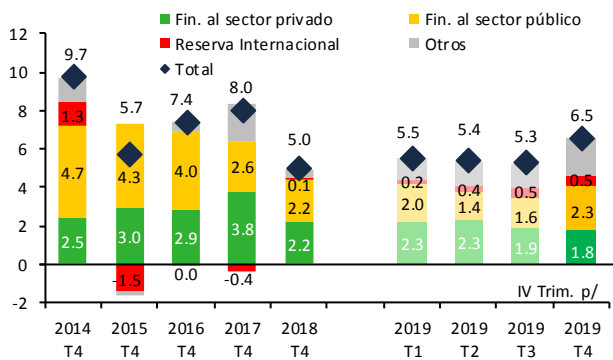
a) Fuentes

Flujos anuales como porcentaje del PIB



b) Usos

Flujos anuales como porcentaje del PIB



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 2. Los rubros de Financiamiento al Sector Público y Otros difieren del Cuadro 2 ya que se excluye el efecto de la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

Fuente: Banco de México.

En lo que toca a los componentes de las fuentes internas, las fuentes monetarias (M3) registraron un flujo anual de 2.7% del PIB al cuarto trimestre de 2019, cifra ligeramente inferior a la observada al cierre del trimestre anterior (2.9% del PIB) y menor al promedio de 2010-2017 (3.4% del PIB). A su interior, el agregado monetario más estrecho y líquido (M1) continúa mostrando un ritmo de crecimiento bajo en relación con su comportamiento histórico (variación real anual de 2.3% en el trimestre de referencia contra 8.1% en promedio entre 2010 y 2017). Esto refleja un bajo crecimiento de la demanda de dinero por motivos transaccionales, en un contexto de estancamiento de la actividad económica (Cuadro 11 y Gráfica 339b). Por su parte, la tenencia de instrumentos a plazo (M2-M1) continuó mostrando un flujo ligeramente superior al de años previos (1.3%

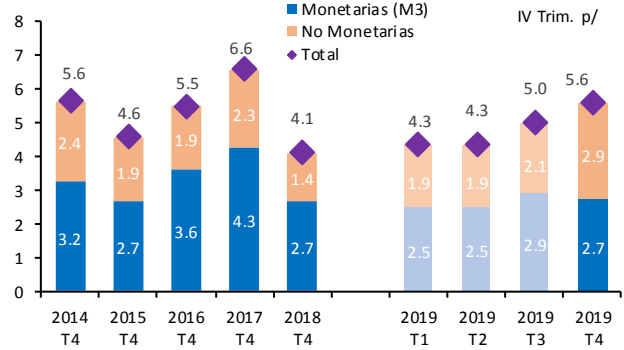
del PIB al cuarto trimestre de 2019, lo cual se compara con un flujo promedio de 1.1% del PIB entre 2010 y 2017). El flujo en la tenencia directa de valores gubernamentales por parte del sector privado no financiero residente (M3-M2) resultó similar al de años previos (0.5% del PIB en el trimestre de referencia, lo cual se compara con 0.4% del PIB en promedio entre 2010 y 2017). En su conjunto, el dinamismo de M3-M1 refleja el mayor incentivo a ahorrar asociado a los rendimientos que estos instrumentos han ofrecido en los últimos tres años respecto a los anteriores.

Gráfica 339

Fuentes Internas

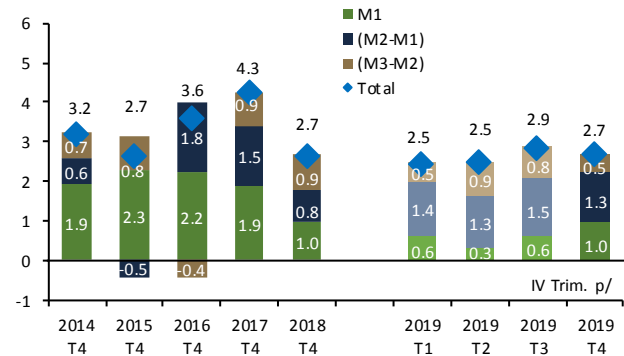
a) Fuentes Internas (F1)

Flujos anuales como porcentaje del PIB



b) Fuentes Monetarias (M3)

Flujos anuales como porcentaje del PIB



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 2.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, las fuentes no monetarias registraron un flujo de 2.9% del PIB durante el trimestre de referencia (Cuadro 11 y Gráfica 339a), monto mayor al observado al cierre del trimestre previo (2.1% del PIB) y al promedio entre 2010 y 2017 (2.2% del PIB). Durante el periodo reportado, el repunte observado obedece a efectos de valuación y refleja, por un lado,

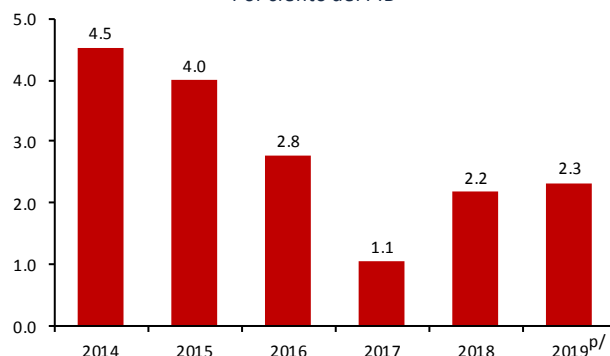
las elevadas plusvalías en la cartera de los fondos de ahorro para el retiro que se registraron durante el año y, por el otro, un efecto base de comparación asociado a las importantes minusvalías observadas en el último trimestre de 2018 ante los movimientos adversos en el precio de los activos internos tras la cancelación del Nuevo Aeropuerto Internacional de México (NAIM).

En lo que respecta a los usos de los recursos financieros de la economía (Cuadro 11 y Gráfica 338b), el financiamiento al sector público se ubicó en 2.3% del PIB al cierre del cuarto trimestre de 2019, cifra inferior al promedio de 2010-2017 (3.6% del PIB). Al interior de dicho sector, el flujo de financiamiento a estados y municipios fue de 0.0% del PIB en el trimestre de referencia. En tanto, el flujo de financiamiento al sector público federal fue de 2.3% del PIB durante el mismo periodo, el cual es medido a través de los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP; Cuadro 11 y Gráfica 340a). Ello implicó que su saldo histórico fuera de 44.9% del PIB al cierre de 2019, mismo nivel que al cierre del año anterior (Gráfica 340b).⁶⁵ Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó en 180.9 miles de millones de dólares al cuarto trimestre de 2019. En tanto, el financiamiento total al sector privado no financiero registró un flujo de 1.8% del PIB al cuarto trimestre de 2019, cifra inferior a la observada al cierre del trimestre anterior de 1.9% del PIB y menor al promedio de 2010-2017 (3.2% del PIB). A su interior, el financiamiento externo registró un flujo de 0.4% del PIB (promedio de 0.7% del PIB entre 2010 y 2017), en tanto que el financiamiento interno presentó un flujo de 1.4% del PIB (promedio de 2.5% del PIB entre 2010 y 2017). Este comportamiento es congruente con el estancamiento que la actividad productiva ha venido mostrando por varios trimestres.

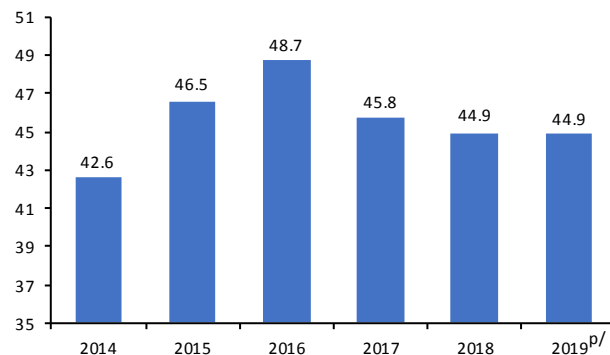
Gráfica 340

Financiamiento al Sector Público

a) Requerimientos Financieros del Sector Público
Por ciento del PIB



b) Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público
Por ciento del PIB



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las cifras incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras difieren de las reportadas en la Gráfica “Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía”.

Fuente: SHCP.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía ⁶⁶

Desde 2017, el financiamiento total a la economía ha mostrado un bajo crecimiento, tanto para el sector público como para el privado, tendencia que persistió en el cuarto trimestre de 2019 (Gráfica 341a). Respecto del financiamiento al sector público federal, este mantuvo una baja tasa de crecimiento en el trimestre que se reporta, comportamiento que ha prevalecido desde la segunda mitad de 2016 y que

reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero. El financiamiento bruto al sector público considera el que recibe el Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios, mientras que el del sector privado incluye el financiamiento otorgado a hogares y empresas.

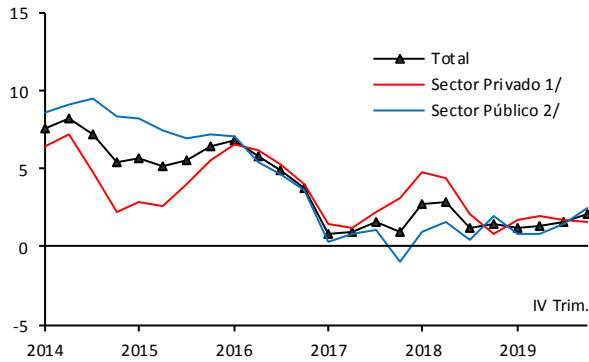
⁶⁵ En el Paquete Económico 2019, se estableció una meta de 2.5% del PIB para los RFSP de 2019, al tiempo que estimó un Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) de 45.3% del PIB en el mismo periodo, dado el marco macroeconómico previsto por la SHCP. Para mayor detalle, consultar los Criterios Generales de Política Económica 2019 de la SHCP.

⁶⁶ Esta sección detalla la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, definido como el financiamiento bruto que

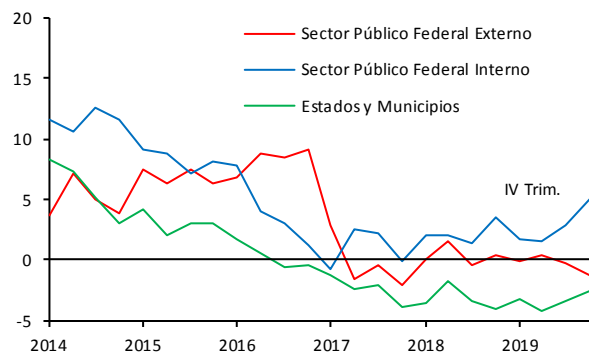
responde a la estrategia de consolidación fiscal llevada a cabo por el Gobierno Federal en los últimos años.⁶⁷ En tanto, el financiamiento a los estados y municipios ha registrado una contracción que persiste desde el tercer trimestre de 2016 (Gráfica 341b). Por su parte, el financiamiento total al sector privado no financiero registró en el cuarto trimestre de 2019 una variación real anual de 1.6%, similar a la del trimestre previo de 1.7% (Gráfica 342).

Al interior del financiamiento al sector privado, los recursos financieros externos mostraron una tasa de crecimiento real anual de 1.2% durante el trimestre de referencia, cifra que contrasta con las contracciones de trimestres previos (Gráfica 342). Ello, debido a que las empresas emisoras realizaron colocaciones de deuda externa ante el relajamiento en las condiciones financieras en los mercados internacionales.

Gráfica 341
Financiamiento a la Economía
a) Financiamiento a Sectores No Financieros
Variación real anual en por ciento



b) Financiamiento al Sector Público No Financiero
Variación real anual en por ciento

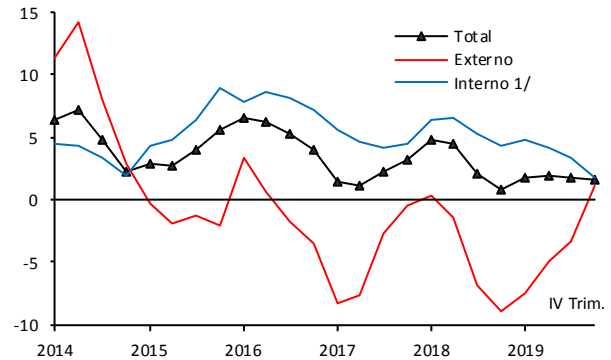


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, de desarrollo y de otros intermediarios financieros no bancarios.

2/ Incluye al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 342
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero
Variación real anual en por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, de desarrollo y de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

En cuanto al financiamiento interno, el canalizado a las empresas acentuó la desaceleración que comenzó a registrarse a partir del tercer trimestre de 2018. Al cierre de 2019, este presentó una variación real anual de 0.4%, menor a la registrada en el tercer trimestre del año de 2.6% (Gráfica 343). En el mercado de deuda interna se registró una baja colocación neta de valores de mediano plazo (Gráfica 344). Asimismo, el crédito de la banca comercial a las empresas presentó un bajo dinamismo, mientras que el crédito de la banca de desarrollo se contrajo (Gráfica 345a). Con respecto al crédito de la banca comercial, el destinado a empresas grandes emisoras presentó una contracción mayor a la del trimestre previo, reflejando una sustitución de pasivos internos por externos (Gráfica 345b). En tanto, la cartera de las empresas grandes no emisoras continuó expandiéndose, aunque a una menor tasa que el trimestre previo. Por su parte, el crédito destinado a

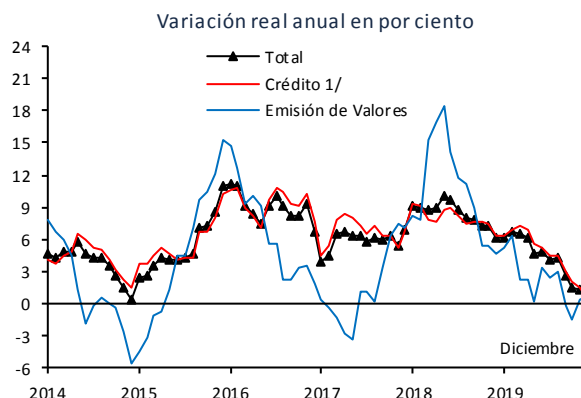
⁶⁷ A diferencia del SHRFSP que se presentó en la sección anterior, que es una medida de endeudamiento neto y que además considera pasivos contingentes, esta medida de financiamiento no contempla su tenencia

de activos financieros, ni otros pasivos de este sector, tales como los correspondientes al IPAB y Fonadin, las obligaciones de la Ley del ISSSTE, los bonos de pensión de Pemex y CFE, entre otros.

las empresas de menor tamaño se contrajo (Gráfica 345b).

El comportamiento descrito es congruente con la menor demanda por crédito de las empresas, de acuerdo a la encuesta que realiza el Banco de México a la banca comercial (EnBan).⁶⁸ Respecto a los factores relacionados con el comportamiento de la demanda, desde el cuarto trimestre de 2017, la EnBan ha reportado una menor demanda por crédito para adquirir activos fijos por parte de las empresas grandes, lo cual es congruente con la tendencia decreciente de la inversión fija bruta. De igual modo, los bancos comerciales continúan señalando la presencia de cierto estancamiento en la necesidad de las empresas para financiar capital de trabajo (Gráfica 346). Asimismo, dichos bancos han reportado desde el primer trimestre de 2018 una mayor necesidad de las empresas para reestructurar sus pasivos. Cabe señalar que directivos empresariales entrevistados por el Banco de México mencionaron que entre los factores que podrían limitar el crecimiento económico del país destacan los relacionados con la gobernanza y con las condiciones económicas domésticas y externas (ver el último Reporte sobre las Economías Regionales).⁶⁹ En cuanto a los costos de financiamiento a las empresas, en el trimestre de referencia se observaron disminuciones en las tasas de interés del crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de las tasas de interés de los valores privados, acorde con la disminución de la tasas de interés de fondeo bancario (Gráfica 347).

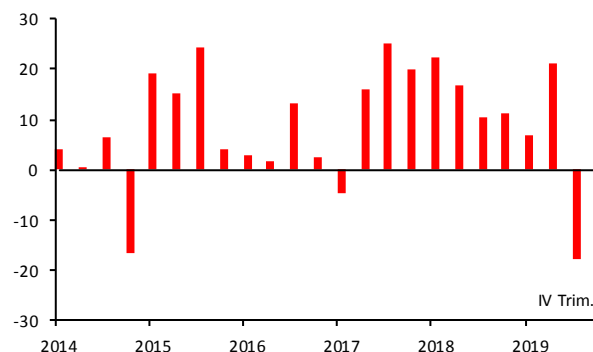
Gráfica 343
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 344
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras 1/
Miles de millones de pesos



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

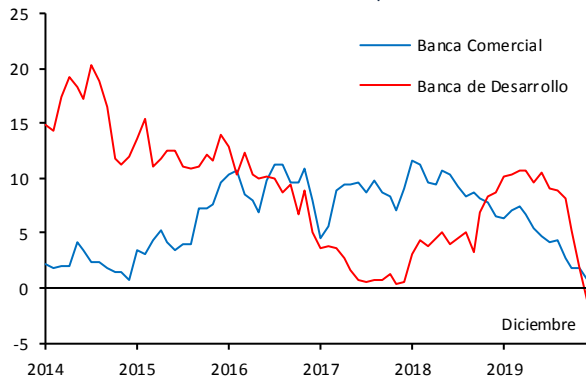
Fuente: Banco de México.

⁶⁸ En el cuarto trimestre del año, los bancos con mayor participación de mercado no percibieron cambios en la demanda por crédito de las empresas grandes (en contraste con la reducción reportada en los dos trimestres previos). En tanto, dichos bancos señalaron que las empresas de menor tamaño contrajeron de nuevo su demanda, comportamiento que perciben desde el segundo semestre de 2017. Para mayor información, consulte los últimos comunicados de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario en la siguiente liga:

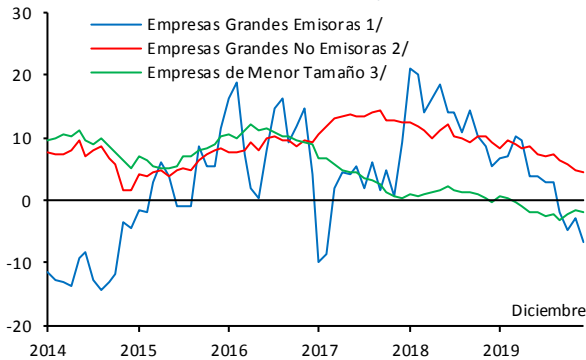
<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/encuesta-sobre-condiciones-generales-y-estandares-condiciones-en-credito-bancar.html>

⁶⁹ En el Reporte sobre las Economías Regionales Julio – Septiembre 2019, en la página 42, se presentan los resultados de la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional para los primeros tres trimestres de 2019 a la pregunta ¿Cuáles considera usted que serán los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica en su entidad federativa durante los próximos seis meses? Este reporte está disponible en la siguiente liga: <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/reportes-sobre-las-economias-regionales/reportes-economias-regionales.html>

Gráfica 345
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
 a) Total por Banca
 Variación real anual en por ciento

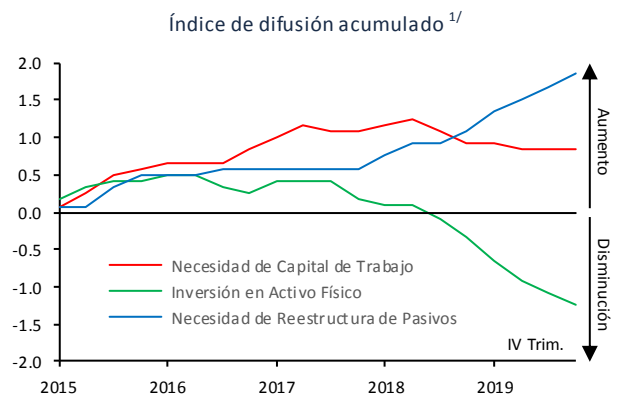


b) Crédito de la Banca Comercial por tamaño de Empresa
 Variación real anual en por ciento



1/ Empresas privadas no financieras que han realizado al menos una emisión de deuda interna o externa de diciembre de 2003 a la fecha.
 2/ Empresas no emisoras que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.
 3/ Empresas no emisoras que no han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.
 Fuente: Banco de México.

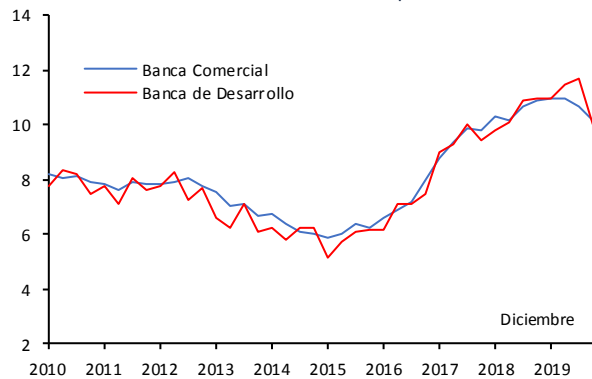
Gráfica 346
Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento
 Índice de difusión acumulado ^{1/}



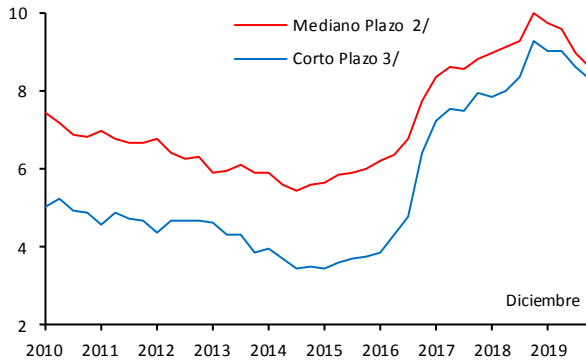
1/ Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.
 Fuente: Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

Gráfica 347
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras

a) Tasa de Interés Anual de Nuevos Créditos ^{1/}
 Promedio del trimestre en por ciento



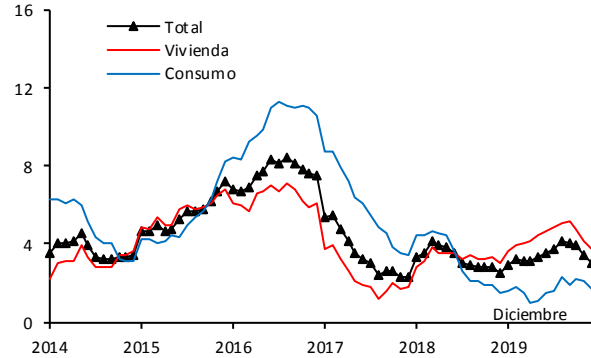
b) Tasas de Interés Anual de Valores Privados
Promedio trimestral en por ciento



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos convenidos.
2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de colocaciones de deuda con plazo mayor a un año al cierre del mes.
3/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada con plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.
Fuente: Banco de México.

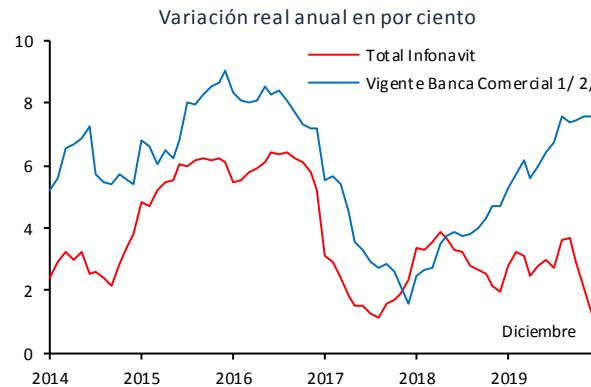
En cuanto al segmento de los hogares, en el cuarto trimestre de 2019 el crédito destinado a este sector se expandió a un menor ritmo (3.0%) que en el tercer trimestre (4.0%), interrumpiendo el ligero aumento observado durante el año (Gráfica 348). A su interior, la cartera de vivienda redujo su crecimiento, al registrar una tasa real anual de 3.7%, menor a la del tercer trimestre de 5.2%. La reducción en el ritmo de expansión del crédito a la vivienda se debió a una desaceleración a tasa anual de la cartera del Infonavit respecto del trimestre previo, toda vez que el crédito de la banca comercial continuó expandiéndose a tasas relativamente elevadas (Gráfica 349). Esto último es congruente con una mayor demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del segundo trimestre de 2018, de acuerdo con lo reportado en la EnBan. En cuanto a las tasas de interés del crédito a la vivienda, estas se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017 (Gráfica 350).

Gráfica 348
Crédito Total a los Hogares 1/
Variación real anual en por ciento



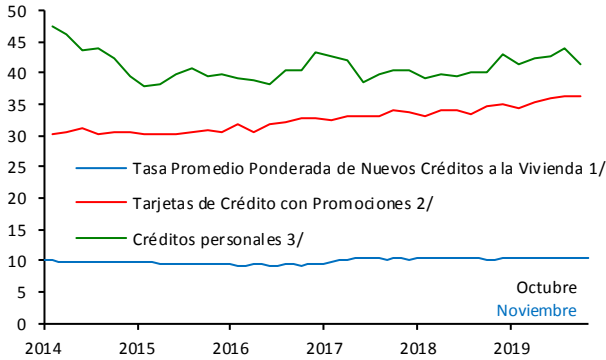
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 349
Crédito a la Vivienda
Variación real anual en por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
2/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 350
Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
Por ciento



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

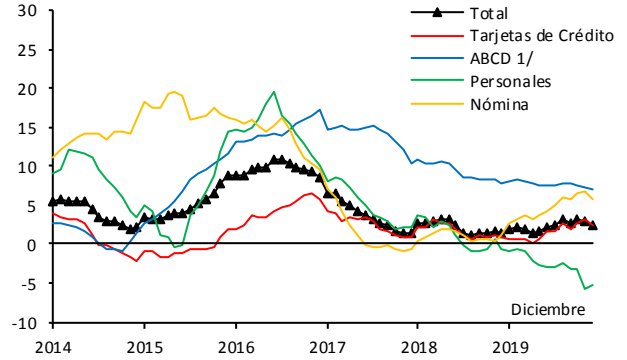
2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

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

Fuente: Banco de México.

En tanto, el crédito al consumo continuó creciendo a tasas bajas (1.7% en diciembre), en un contexto en el que el consumo privado perdió dinamismo en el cuarto trimestre del año (Gráfica 348 y Gráfica 351). Destaca que, de acuerdo con la EnBan, los bancos con mayor participación de mercado percibieron en dicho trimestre una disminución de la demanda por crédito en los distintos segmentos de este mercado respecto del trimestre previo. Asimismo, las tasas de interés de tarjetas de crédito y créditos personales, con datos a octubre de 2019, interrumpieron la trayectoria al alza observada durante el año (Gráfica 350).

Gráfica 351
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
Variación real anual en por ciento



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

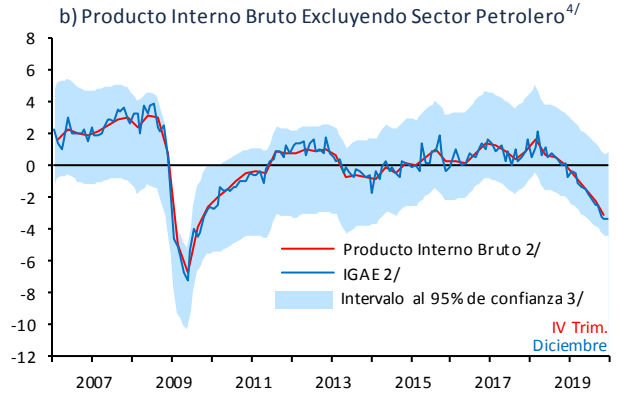
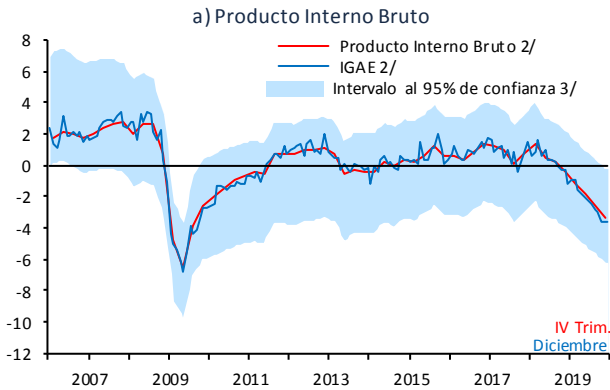
Fuente: Banco de México.

En suma, la información disponible sugiere que las fuentes de recursos financieros continuaron exhibiendo un bajo ritmo de crecimiento durante el cuarto trimestre de 2019, en especial aquellas provenientes del exterior. En este contexto, cobra mayor importancia el continuar con el fortalecimiento del marco macroeconómico del país. Además de una política monetaria prudente, una vertiente relevante en este sentido es perseverar en los esfuerzos para consolidar de manera sostenible a las finanzas públicas, ello con la finalidad de mitigar presiones sobre los mercados de fondos prestables nacionales para así facilitar la canalización de recursos financieros al sector privado. En este sentido, cumplir con las metas fiscales planteadas en el Paquete Económico 2020 abonará al fortalecimiento de dicho marco macroeconómico.

2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

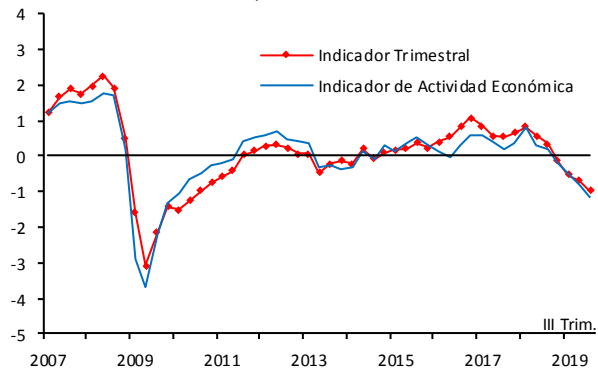
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que en el periodo que se reporta las condiciones de holgura continuaron ampliándose como reflejo de la moderada caída de la actividad económica (Gráficas 352 y 353a). En particular, las estimaciones de la brecha del producto, tanto la que se basa en el PIB total, como la que excluye al sector petrolero, mostraron en el cuarto trimestre de 2019 una magnitud negativa mayor a la del trimestre previo. Por su parte, con información al mes de noviembre de 2019, los indicadores de holgura relacionados con el consumo, con el mercado de fondos prestables y con el mercado laboral también han presentado un mayor grado de holgura (353b).⁷⁰

Gráfica 352
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.

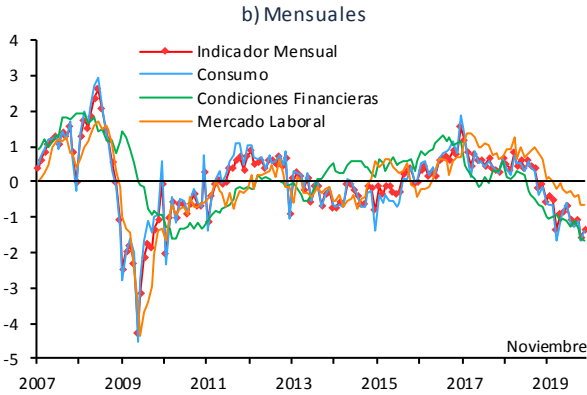


a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.
 2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2019; cifras del IGAE a diciembre de 2019.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.
 Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

Gráfica 353
Primer Componente Principal por Frecuencia y Grupo de Indicadores^{1/}
 Por ciento
 a) Trimestrales



⁷⁰ Ver Banco de México (2017). “Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias”, en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017, pp. 47-49.



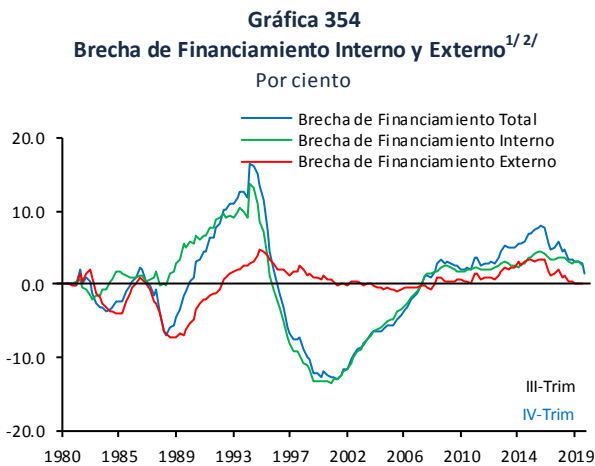
1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Banco de México (2018), "Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2017", pág.47. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. Los índices de holgura de consumo, de la actividad económica y demanda agregada, del mercado laboral y de las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 4, 3 y 6 indicadores, respectivamente.

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

2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

Como se ha venido señalando en varios informes, la brecha de financiamiento en México ha mostrado una tendencia decreciente desde 2016, la cual continuó durante el cuarto trimestre de 2019 (Gráfica 354).



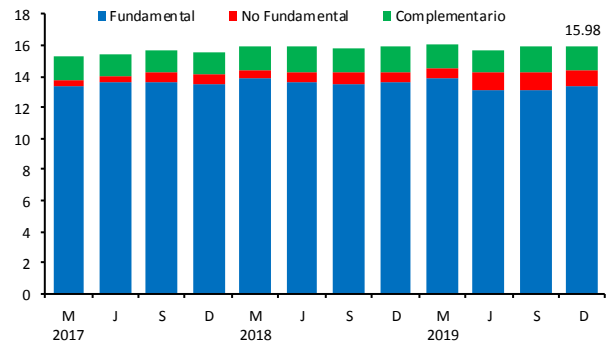
1/ Antes de 1995, el financiamiento externo se estimó calculando la diferencia entre crédito bancario y crédito total.
2/ La información del 4T de 2019 es preliminar.

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

2.2.5.2. Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple

Durante el periodo que cubre este Informe, el índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple presentó una mejoría, al pasar de un nivel de 15.91% en septiembre a uno de 15.98% en diciembre de 2019. Dicho aumento fue reflejo de un incremento en el capital neto (Gráfica 355). Así, la banca múltiple continuó mostrando elevados niveles de capital regulatorio para afrontar los riesgos de su operación.

Gráfica 355
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

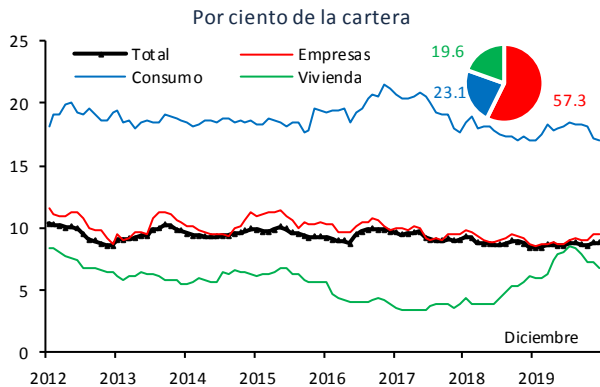
2.2.5.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)⁷¹ al 99.9%, como proporción del portafolio de crédito, aumentó ligeramente en el cuarto trimestre de 2019, pasando de 8.67% en septiembre a 8.78% en diciembre, impulsado por el aumento en el riesgo de la cartera de crédito empresarial (Gráfica 356).

⁷¹ El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el

percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

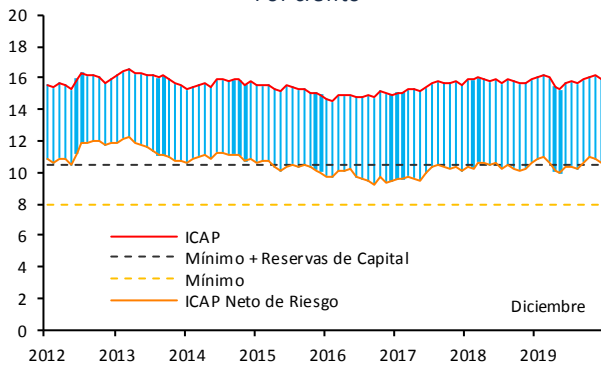
Gráfica 356
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito



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

El índice de capitalización neta de riesgo,⁷² indicador que permite evaluar los niveles de capitalización respecto a posibles pérdidas extremas no anticipadas, se mantuvo estable durante el trimestre de referencia, pasando de 10.66% en septiembre a 10.65% en diciembre (Gráfica 357). Los niveles del índice siguen siendo mayores al mínimo regulatorio, mostrando la resiliencia de la banca para absorber pérdidas que resulten de escenarios no esperados derivadas del incumplimiento crediticio de sus carteras.

Gráfica 357
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}
 Por ciento

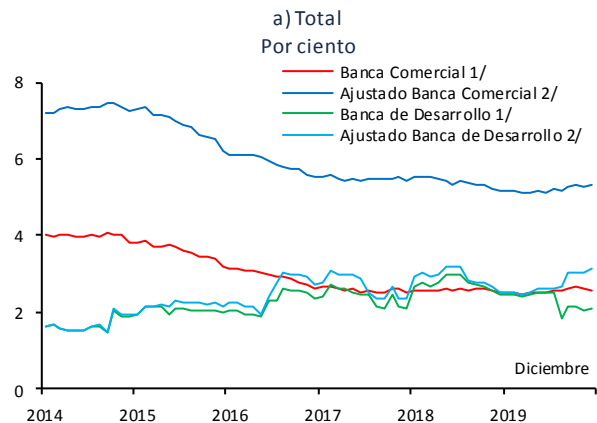


^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

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

En diciembre de 2019, la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero presentó niveles moderados y similares a los observados en septiembre de ese año. El índice de morosidad (IMOR)⁷³ de estos créditos pasó de 2.60% en septiembre a 2.59% en diciembre, mientras que su índice de morosidad ajustada (IMORA)⁷⁴ pasó de 5.27% a 5.32% en el mismo periodo (Gráfica 358a). El IMOR del crédito a las empresas se mantuvo en niveles bajos, aunque con un ligero repunte en su IMORA como resultado del aumento en quebrantos en el periodo de referencia (Gráfica 358b). Por su parte, la morosidad del crédito otorgado por la banca a la vivienda aumentó marginalmente, pero se mantuvo en niveles moderados (Gráfica 358c). La morosidad del crédito al consumo disminuyó debido a un menor IMOR de las tarjetas de crédito y de los créditos personales (Gráfica 358d). Por su parte, si bien el IMOR de la banca de desarrollo disminuyó en el periodo de referencia, su IMORA aumentó 11 puntos base como consecuencia de una mayor contabilización de quebrantos (Gráfica 358a).

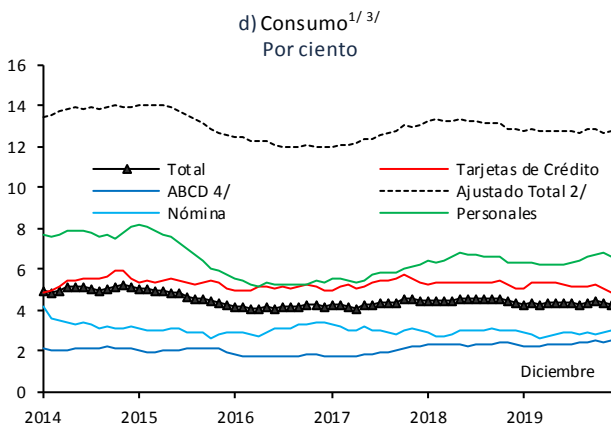
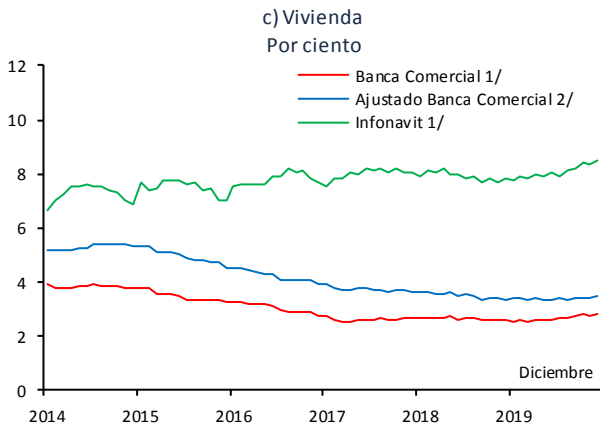
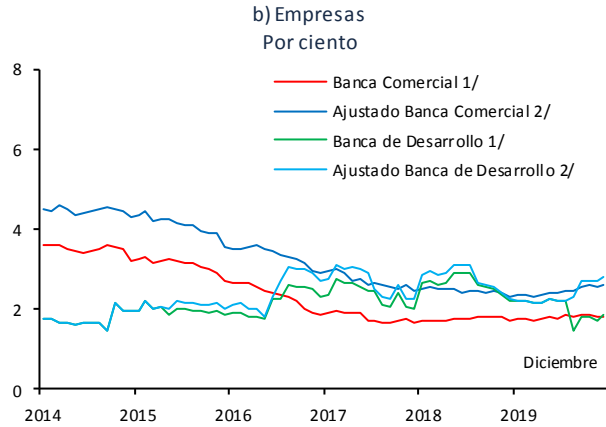
Gráfica 358
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero
 a) Total



⁷² Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

⁷³ El IMOR se define como la razón de cartera vencida entre la cartera total.

⁷⁴ El 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.



^{1/} El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

^{2/} 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.

^{3/} Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

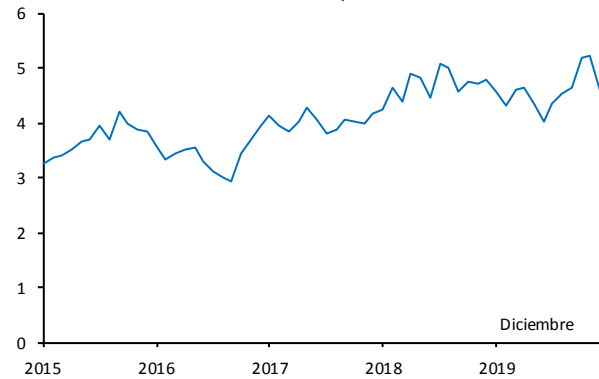
^{4/} Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.

Fuente: Banco de México.

2.2.5.4. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple

El riesgo de mercado de la banca, medido a través del CVaR de mercado al 99.9% de confianza, como proporción del capital neto, permaneció prácticamente sin cambios al cierre del cuarto trimestre, pasando de 4.64% en septiembre a 4.62% en diciembre (Gráfica 359). No obstante, cabe destacar que durante octubre y noviembre este indicador registró un aumento como resultado de ajustes en las posiciones de un grupo de bancos que aumentaron la sensibilidad de sus portafolios a movimientos de las tasas de interés.

Gráfica 359
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
Por ciento del capital neto



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

2.2.5.5. Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras

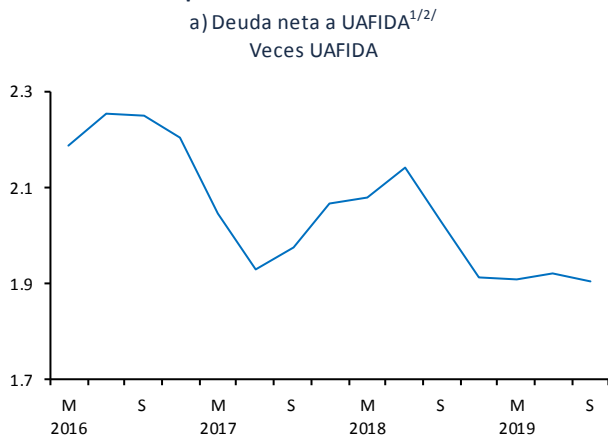
El financiamiento al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió en noviembre de 2019⁷⁵ a 1.2 billones de pesos, representando un 10.5% del financiamiento total al sector privado no financiero. Este financiamiento registró un crecimiento real anual del 0.5% respecto al mismo periodo del año anterior y se ha venido desacelerando a partir de junio de 2019. En los últimos meses, la morosidad de la cartera de crédito originada por algunas entidades no bancarias se ha venido incrementando ligeramente en ciertos segmentos, aunque su participación en el

⁷⁵ Las cifras del sector no regulado están a septiembre ya que son trimestrales y aún no están disponibles las de diciembre.

financiamiento total al sector privado no financiero continúa siendo baja.⁷⁶ El riesgo de la banca múltiple por los créditos otorgados a estas entidades no bancarias está acotado debido a su baja participación dentro de su cartera total, además de que su nivel de morosidad se mantiene estable y en niveles bajos.

Con respecto a los riesgos asociados a empresas privadas no financieras listadas en bolsa, la información disponible al tercer trimestre de 2019 sugiere que su apalancamiento continuó disminuyendo y que las empresas cuentan con capacidad suficiente para servir su deuda (Gráfica 360). Por otra parte, ante el incremento observado en el saldo en circulación de las emisiones de estas empresas en mercados internacionales, es importante señalar que el riesgo cambiario que enfrentan está acotado. Lo anterior se debe a que las empresas tienen un alto porcentaje de ingresos en divisas debido, ya sea a su operación en el exterior o a su actividad exportadora.⁷⁷ Además, de acuerdo a información proporcionada por las empresas, la mayor parte de los recursos captados recientemente a través de emisiones en mercados internacionales y en el mercado local, ha sido reservada para el prepago o el refinanciamiento de pasivos por lo que no existe un impacto relevante en su apalancamiento.

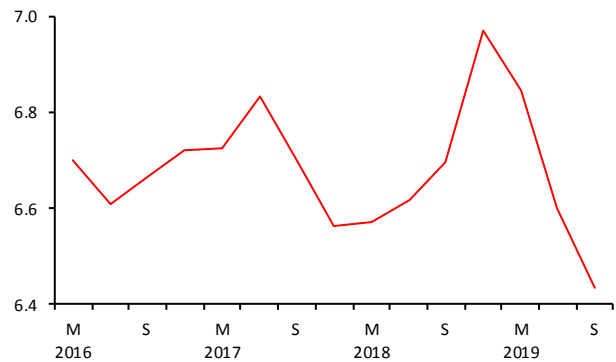
Gráfica 360
Nivel de endeudamiento y de servicio de deuda de las empresas no financieras listadas



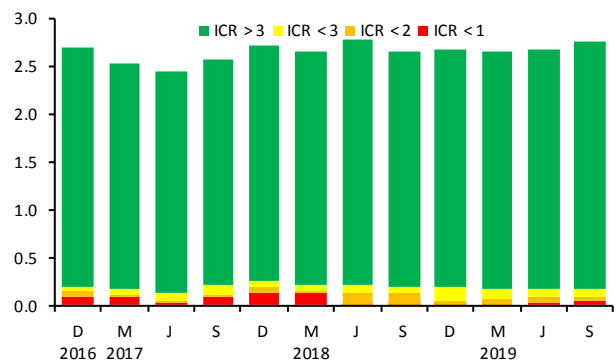
⁷⁶ Tal es el caso de la cartera comercial originada por uniones de crédito, sofomes no reguladas y empresas financieras, así como del crédito al consumo no automotriz originado por las sofomes no reguladas y las sofipos.

⁷⁷ Con información de estados financieros de las empresas listadas a septiembre de 2019 (últimas disponibles), los ingresos anuales en divisas distintas al peso de aquellas que han emitido deuda en

b) UAFIDA a pago de intereses (ICR)^{1/3/}
 Veces intereses pagados



c) Deuda en riesgo^{1/3/}
 Billones de pesos



1/ UAFIDA : Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización.

2/ La deuda neta a UAFIDA es una métrica de apalancamiento que se interpreta como la cantidad de veces que debe crecer el flujo operativo (UAFIDA) para cubrir la deuda con costo una vez descontado el efectivo.

3/ El ICR indica las veces que el UAFIDA generado puede cubrir los intereses que pagan las empresas (servicio de deuda).

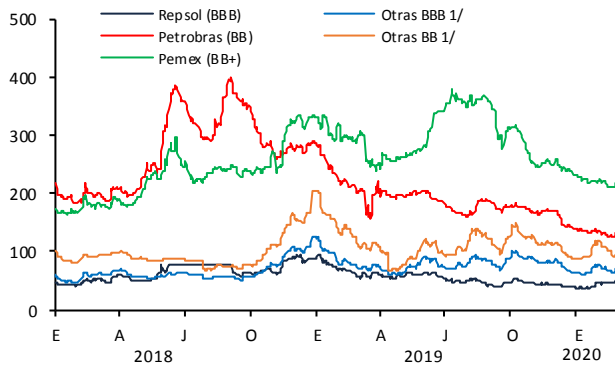
Fuente: BMV.

Cabe destacar que Pemex también ha realizado prepagos de deuda utilizando los recursos captados a través de recientes emisiones en mercados internacionales y canjes de deuda, mejorando su perfil de vencimientos. Ello, aunado a su generación de flujo en dólares contribuye a que su riesgo cambiario sea limitado. Por su parte, el costo de la cobertura crediticia de la deuda de Pemex, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio a un plazo de 5 años (CDS por sus siglas en

mercados internacionales en los últimos cuatro meses ascendieron a 537.5 mil millones de pesos (mmdp), lo que representa un 49 por ciento de los ingresos anuales totales. A la misma fecha, la deuda con costo en otras divisas a vencer en 12 meses era de 91.2 mmdp. Además, el saldo total de la deuda en otras divisas (532.8 mmdp) tenía un plazo promedio al vencimiento de 6.8 años por lo que es riesgo de refinanciamiento es moderado.

inglés), se ha venido reduciendo a partir del tercer trimestre de 2019, no obstante, su nivel se mantiene por arriba de los observados en otras petroleras con calificaciones similares e incluso inferiores (Gráfica 361). Al respecto, cabe mencionar que las principales agencias calificadoras mantienen una perspectiva negativa para la calificación crediticia de la empresa (Cuadro 12).

Gráfica 361
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB
 Puntos base



1/ Se consideraron 7 petroleras con una calificación crediticia de BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y 6 con una calificación de BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras). Los promedios corresponden al promedio simple de los valores del CDS por nivel de calificación. La calificación corresponde a la calificación mínima que otorgó Fitch, Moody's o S&P usando la escala de S&P.

Fuente: Bloomberg.

Cuadro 12
Perspectivas de la Calificación Crediticia de México y Pemex

	México		Pemex	
	Fecha Última Revisión	Calificación y Perspectiva	Fecha Última Revisión	Calificación y Perspectiva
Moody's	05-jun-19	A3 Negativa	06-jun-19	Baa3 Negativa
S&P	01-mar-19	BBB+ Negativa	04-mar-19	BBB+ Negativa
Fitch	05-jun-19	BBB Estable	06-jun-19	BB+ Negativa

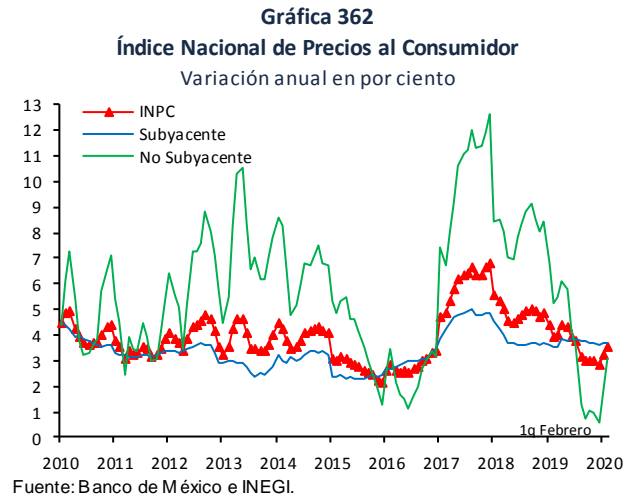
Fuente: Comunicados de las Agencias Calificadoras.

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2019

La inflación general anual promedio disminuyó de 3.31% en el tercer trimestre de 2019 a 2.94% en el cuarto. Destaca que en diciembre de 2019, la inflación general anual se situó en 2.83%, lo que representa su menor nivel desde agosto de 2016 y el segundo nivel más bajo para un cierre de año desde que inició la medición del INPC en 1969. No obstante, en enero de 2020, la inflación general anual aumentó a 3.24%, y se ubicó en 3.52% en la primera quincena de febrero (Cuadro 13 y Gráfica 362). El comportamiento a la baja de la inflación general anual en el cuarto trimestre y el incremento a inicios de 2020 se debieron, fundamentalmente, a la evolución de la inflación no subyacente, si bien la subyacente también contribuyó a ambos resultados (Cuadro 13 y Gráfica 363). El nivel de la inflación no subyacente anual promedio en el cuarto trimestre fue el más bajo para un trimestre que se haya registrado, y se vio influido por la menor variación anual en los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos. No obstante, a principios de 2020, la inflación no subyacente aumentó por la mayor

variación anual en los precios de las frutas y verduras y por la base de comparación en los precios de las gasolinas, los cuales a inicios del año pasado disminuyeron por la reducción en el IVA en la frontera norte. Por su parte, la inflación subyacente anual continúa mostrando persistencia, y en 2020 ha estado influida al alza por el efecto del incremento del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas.

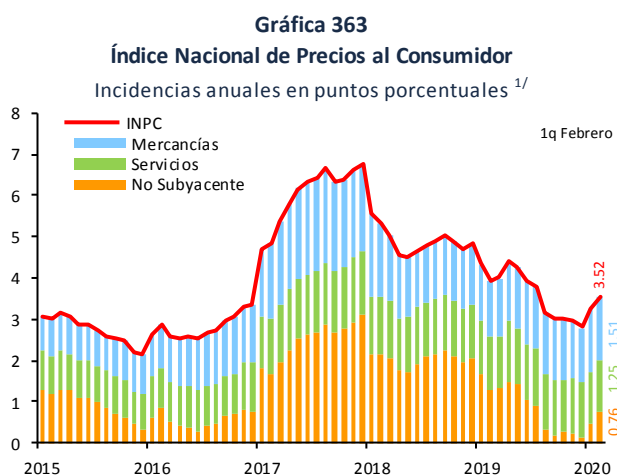


Cuadro 13
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
 Variación anual en por ciento

	2018			2019		
	IV	I	II	III	IV	1q Febrero
INPC	4.82	4.10	4.21	3.31	2.94	3.52
Subyacente	3.68	3.56	3.83	3.78	3.64	3.69
Mercancías	3.93	3.66	3.83	3.79	3.66	3.87
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.79	4.40	4.88	4.70	4.56	5.07
Mercancías No Alimenticias	3.19	2.94	2.79	2.84	2.71	2.60
Servicios	3.44	3.44	3.80	3.77	3.63	3.48
Vivienda	2.60	2.63	2.82	2.89	2.91	2.97
Educación (Colegiaturas)	4.69	4.79	4.85	4.76	4.73	4.52
Otros Servicios	4.12	4.03	4.56	4.36	4.04	3.72
No Subyacente	8.32	5.84	5.35	1.87	0.86	3.03
Agropecuarios	4.78	5.31	5.69	4.02	1.94	5.06
Frutas y Verduras	6.18	11.24	10.26	1.80	-1.69	5.46
Pecuarios	3.01	0.83	3.18	5.90	5.13	4.72
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	10.64	6.28	5.11	0.33	0.09	1.59
Energéticos	13.93	7.36	5.86	-1.31	-1.83	0.27
Gasolina	20.79	11.60	8.30	2.18	-0.46	2.46
Gas doméstico L.P.	9.08	2.91	2.27	-12.86	-9.20	-6.43
Tarifas Autorizadas por Gobierno	3.33	3.45	3.63	4.23	4.97	4.81
Indicador de Media Truncada ^{1/}						
INPC	4.16	3.81	3.87	3.48	3.27	3.35
Subyacente	3.68	3.62	3.83	3.80	3.67	3.65

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.



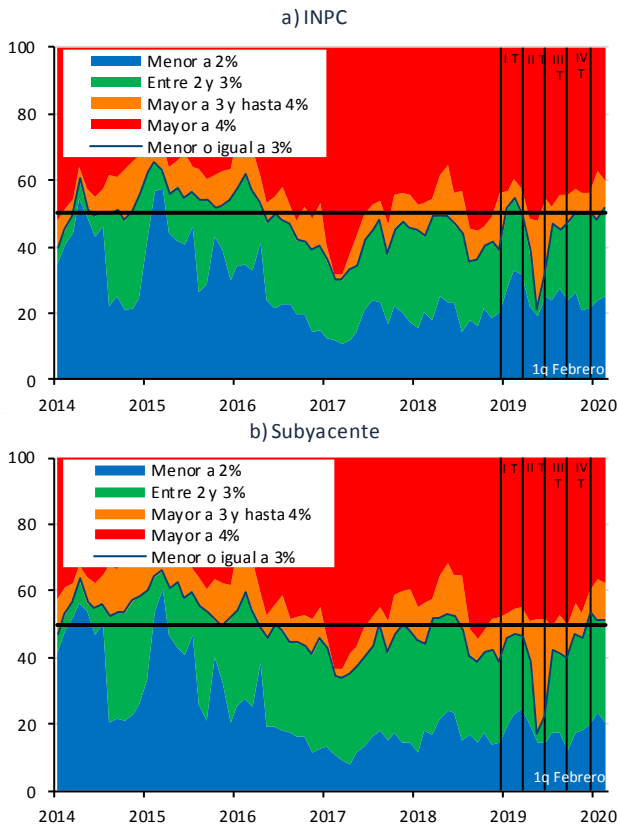
^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede registrar alguna discrepancia por efectos de redondeo.
 Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

A continuación se presentan algunos indicadores que permiten analizar con mayor detalle el comportamiento de la inflación general y subyacente.

Primero, las variaciones mensuales de los componentes del INPC y del índice subyacente se ajustan por estacionalidad, se anualizan y agrupan en cuatro categorías: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%, y iv) mayores a 4% (Gráfica 364).

El porcentaje de las canastas del índice general y del subyacente que tuvieron variaciones en sus precios menores a 3% aumentó entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, manteniéndose relativamente estable en la primera quincena de febrero de 2020 (áreas azul y verde, Gráfica 364). Así, la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul) se ubicó en 46% en el tercer trimestre, 50% en el cuarto y 52% en la primera quincena de febrero de 2020. La proporción correspondiente al componente subyacente pasó de 41 a 49% entre los trimestres referidos y se ubicó en 51% en la primera quincena de febrero de 2020.

Gráfica 364
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}
 Cifras en por ciento

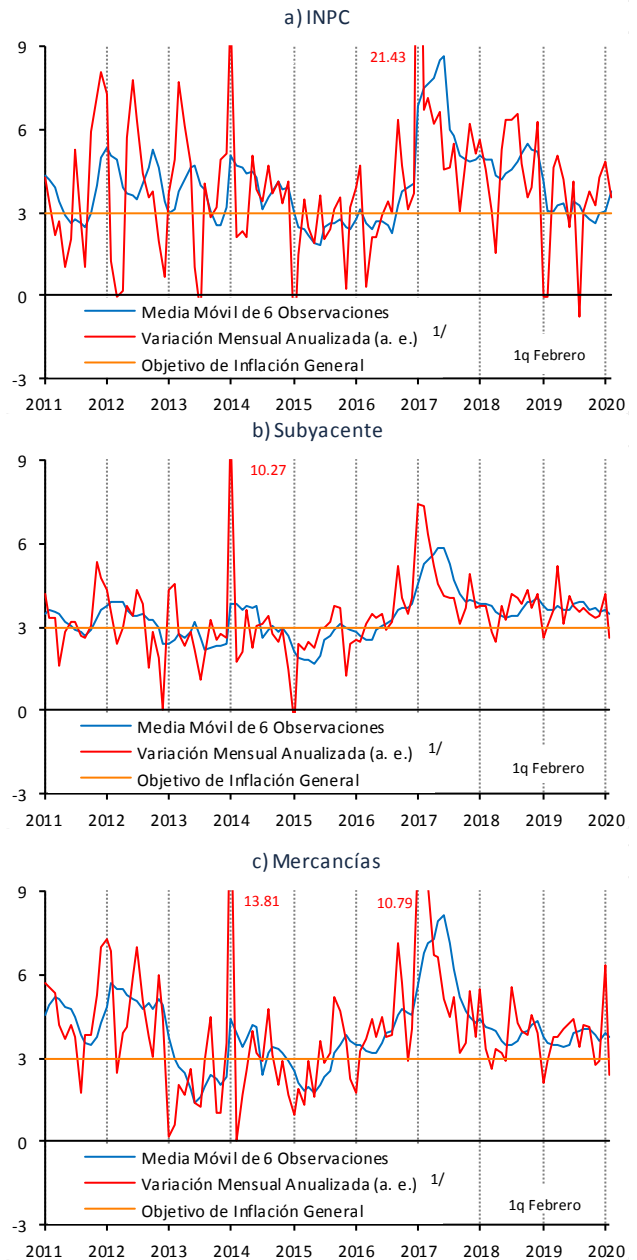


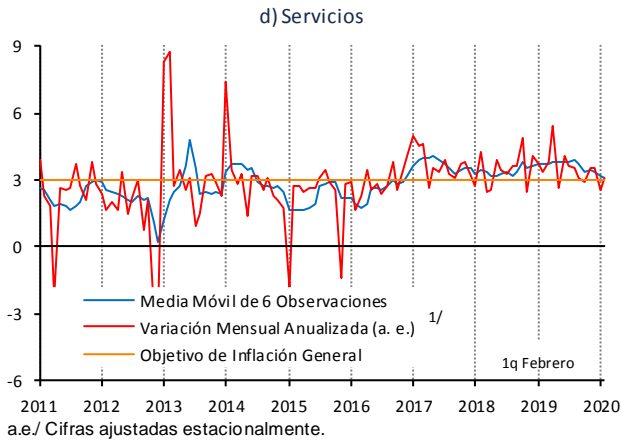
a.e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
^{1/} Media móvil de 3 meses.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

A continuación se presenta la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general y del índice subyacente, así como de los componentes de este último (las mercancías y los servicios). Para el caso de la variación mensual del índice general, se observa que luego de aumentar desde finales del último trimestre de 2019, esta presentó un descenso en el margen, en tanto que su medida de tendencia (media móvil de seis meses) se mantiene al alza (Gráfica 365). Las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del componente subyacente aumentaron a principios de 2019 y disminuyeron hasta inicios del cuarto trimestre. En enero de 2020 dichas variaciones aumentaron como resultado del incremento del IEPS en cigarrillos y en bebidas azucaradas, si bien exhiben una disminución en la primera quincena de febrero. Su medida de tendencia se ha mantenido estable alrededor de 3.5%. El incremento en el IEPS se reflejó en el

comportamiento de las variaciones y de la tendencia del subíndice de precios de las mercancías, que después de presentar bajas en el último trimestre de 2019, aumentaron a inicios de 2020, aunque con los datos más recientes nuevamente exhibieron un descenso. Por su parte, la tendencia del subíndice de servicios ha descendido desde diciembre de 2019.

Gráfica 365
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento

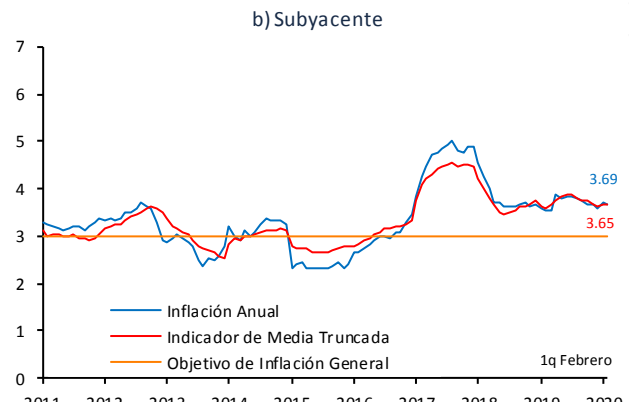
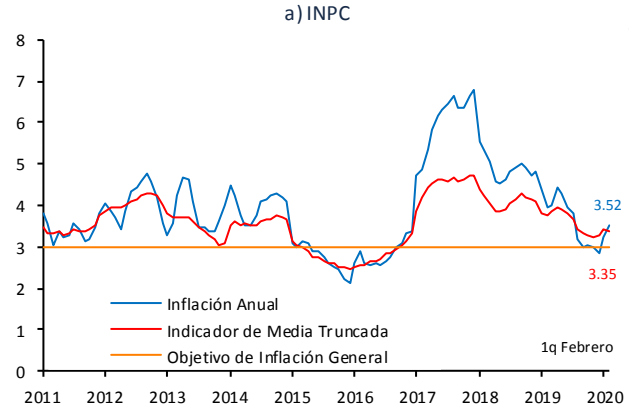




1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.
Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Asimismo, se analiza la evolución del Indicador de Media Truncada para la inflación general y para la subyacente (Gráfica 366 y Cuadro 13). En el primer caso, su Indicador de Media Truncada se venía situando desde agosto de 2019 por arriba de los datos sin truncar, lo cual indicaba que las variaciones extremas a la baja en los precios de algunos genéricos incidían en mayor medida en la disminución de la inflación general. No obstante, con los datos de la primera quincena de febrero de 2020 la inflación general observada y su Indicador de Media Truncada se sitúan en niveles similares. El Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente siguió descendiendo en el cuarto trimestre de 2019, repuntó a inicios de enero de 2020 y continúa ubicándose en niveles muy similares a los datos sin truncar, evidencia de que el comportamiento reciente de la inflación subyacente no ha estado influida por variaciones extremas de sus precios. El Indicador de Media Truncada para la inflación general fue 3.49% en el tercer trimestre de 2019, 3.28% en el cuarto y 3.35% en la primera quincena de febrero de 2020. Estos niveles se comparan con la inflación general observada, la cual se ubicó en 3.31 y 2.94% en los trimestres señalados y en 3.52% en la primera quincena de febrero de 2020. A su vez, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente pasó de 3.81 a 3.68% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, situándose en 3.65% en la primera quincena de febrero de 2020, en tanto que los niveles observados para la inflación subyacente fueron, 3.78, 3.64 y 3.69%, respectivamente.

Gráfica 366
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 % 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. La Inflación Subyacente

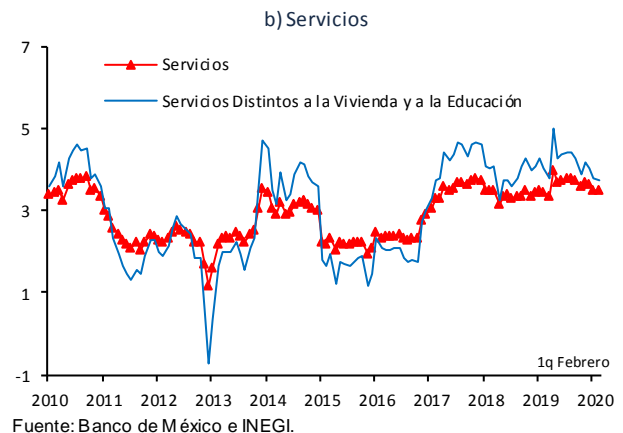
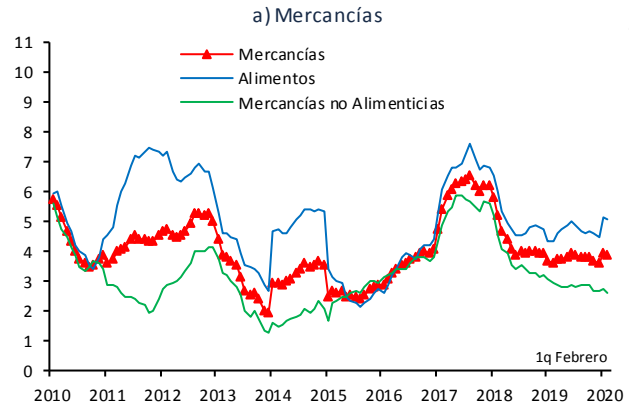
Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, la inflación subyacente anual promedio descendió ligeramente y repuntó a inicios de 2020. Así, la inflación subyacente anual promedio en el tercer trimestre fue 3.78% y en el cuarto 3.64%. A este resultado contribuyeron las menores variaciones anuales de los precios de las mercancías y los servicios. En la primera quincena de febrero de 2020, la inflación subyacente anual se ubicó en 3.69%.

Al interior del componente subyacente destaca lo siguiente:

- v. La variación anual promedio del subíndice de precios de las mercancías disminuyó de 3.79 a 3.66% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, mientras que en la primera quincena de febrero de 2020 registró 3.87% (Gráfica 367a). La variación anual promedio de las mercancías alimenticias pasó de 4.70 a 4.56% entre los trimestres referidos y aumentó a 5.07% en la primera quincena de febrero de 2020, resultado del incremento del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas. Las variaciones anuales promedio de las mercancías no alimenticias se ubican en niveles bajos y pasaron de un promedio de 2.84 a 2.71% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, situándose en 2.60% en la primera quincena de febrero de 2020.
- vi. Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, las variaciones anuales del subíndice de precios de los servicios pasaron de un promedio de 3.77 a 3.63%, ubicándose en 3.48% en la primera quincena de febrero de 2020 (Gráfica 367b). Si bien las variaciones anuales del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda mostraron cierto descenso, al pasar de un promedio de 4.36 a 4.04% en los trimestres señalados, y a 3.72% en la primera quincena de febrero de 2020, esta disminución es atribuible principalmente al comportamiento de los servicios de telecomunicaciones y de los turísticos, ya que las variaciones del resto se han mantenido relativamente estables (Gráfica 368).

Gráfica 367
Índice de Precios Subyacente

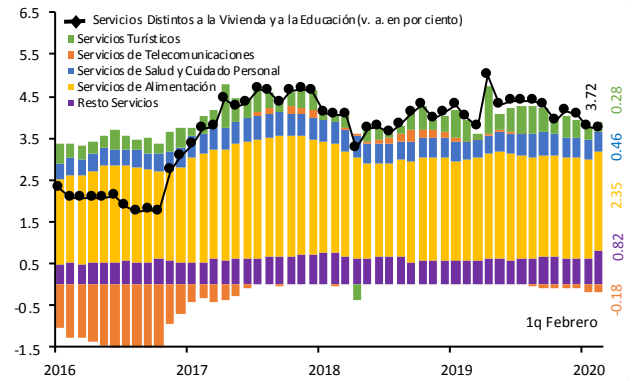
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

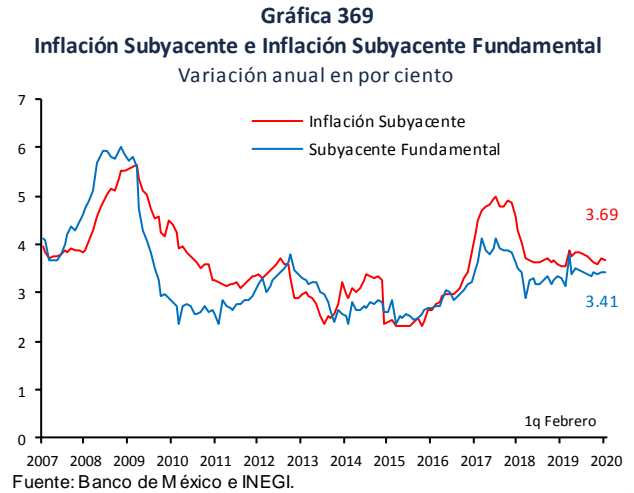
Gráfica 368
Servicios Distintos a la Vivienda y Educación

Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

El indicador de inflación subyacente fundamental, que refleja de mejor manera la influencia del ciclo económico en los precios, disminuyó de una tasa de variación anual promedio de 3.43% en el tercer trimestre a 3.38% en el cuarto, mientras que en la primera quincena de febrero de 2020 fue 3.41% (Gráfica 369). De esta forma, reflejando los efectos de la mayor holgura en la economía, la inflación subyacente fundamental continúa ubicándose por debajo de los niveles de la inflación subyacente, la cual ha respondido a otros factores. En el Recuadro 3 se proponen indicadores de bienes y servicios pertenecientes al subíndice subyacente más relacionados a factores de oferta, en tanto que en el Recuadro 4 se muestra que el aumento del salario mínimo en enero de 2019 tuvo un efecto estadísticamente significativo sobre la inflación general.



Recuadro 3. Indicadores de Inflación más Relacionados a Factores de Oferta

1. Introducción

La inflación subyacente anual continúa mostrando persistencia en niveles mayores a 3%, a pesar del entorno de mayor holgura que prevalece en la economía. En este Recuadro se presenta evidencia que sugiere que algunos choques de oferta que han afectado a la economía podrían estar contrarrestando los efectos de la holgura sobre la inflación subyacente. Para ello, se construyen subíndices de bienes y servicios pertenecientes al grupo de la inflación subyacente que responden de manera más estrecha ante cambios en: i) los precios de los energéticos; ii) el tipo de cambio, y iii) los salarios. Adicionalmente, se contrastan dichos subíndices con la inflación subyacente fundamental, cuyos componentes responden en mayor grado a la holgura de la economía.

De manera análoga a la construcción de la inflación subyacente fundamental, en primer lugar se estiman curvas de Phillips para cada genérico dentro del componente subyacente del INPC, pero incluyendo también como variables explicativas diversas medidas de choques de oferta, además de la holgura.¹ Posteriormente, se seleccionan los genéricos cuya relación estimada de largo plazo con la variable del choque en cuestión sea positiva y estadísticamente significativa. Finalmente, para construir los indicadores más relacionados a factores de oferta se obtiene un indicador ponderado agregado con los genéricos seleccionados.

Así, los indicadores presentados en esta nota permiten identificar presiones en la inflación subyacente relacionadas con factores de oferta y ofrecen un panorama más amplio para el seguimiento de la dinámica de precios. Actualmente, los componentes de la inflación más asociada a salarios se ubican en niveles superiores a los de la inflación subyacente y a los indicadores más relacionados al tipo de cambio y a los energéticos. En contraste, la inflación subyacente fundamental, más relacionada a su vez con las condiciones cíclicas, se ubica por debajo de la inflación subyacente. Asimismo, los indicadores más relacionados a energéticos y a tipo de cambio han venido exhibiendo una tendencia a la baja, en la medida en la que se han desvanecido los choques que afectaron a estas variables en años anteriores.

2. Estimación

El Banco Central Europeo (ECB, 2014) y el Banco de la Reserva Federal de Cleveland (Zaman, 2019) han utilizado estimaciones de curvas de Phillips sobre las fluctuaciones de los precios de los bienes y servicios para identificar aquellos que responden a las fluctuaciones del ciclo económico, lo que en la literatura se conoce como “supercore”. En este ejercicio, esa metodología se amplía introduciendo variables que podrían interpretarse como choques de oferta, como lo son perturbaciones a energéticos, al tipo de cambio y a los salarios para determinar cuáles son los precios de los bienes y servicios que conforman el componente subyacente

(245 genéricos) que están más relacionados con dichos choques. En particular, considerando el periodo de análisis de enero de 2007 a diciembre de 2019, se estiman los siguientes modelos:²

$$\pi_{i,t} = \alpha_i + \eta_i E[\pi_{t+12}^{suby}] + \sum_{j=1}^{n_1} \beta_{i,j} \pi_{i,t-j} + \sum_{j=1}^{n_2} \delta_{i,j} \Delta_{12} \text{Energ}_{t-j} + \sum_{j=1}^{n_3} \tau_{i,j} \Delta_{12} \text{TC}_{t-j} + \sum_{j=1}^{n_4} \theta_{i,j} \Delta_{12} \text{Comm}_{t-j} + \sum_{j=1}^{n_5} \vartheta_{i,j} \text{CP11}_{t-j} + \sum_{j=1}^{n_6} \phi_{i,j} \Delta_{12} \text{SBC}_{t-j} + \varepsilon_{i,t}$$

donde:

α_i : Intercepto del modelo estimado para el genérico i ,

$\pi_{i,t}$: Variación anual del índice de precios del genérico i ,

$E[\pi_{t+12}^{suby}]$: Mediana de las expectativas de la inflación subyacente anual a 12 meses de la “Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado” levantada por el Banco de México,

$\Delta_{12} \text{Energ}_t$: Variación anual del índice de precios de los energéticos del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP),

$\Delta_{12} \text{TC}_t$: Variación anual del tipo de cambio peso-dólar,

$\Delta_{12} \text{Comm}_t$: Variación anual de los precios de las materias primas excluyendo energéticos publicadas por el Banco Mundial,

CP11_t : Componente principal de 11 series de holgura,³

$\Delta_{12} \text{SBC}_t$: Variación anual del salario base de cotización del IMSS.

Una vez realizadas las estimaciones de las curvas de Phillips de cada genérico, se obtiene el coeficiente de largo plazo asociado a las variables de interés. En particular, el coeficiente de largo plazo del genérico i asociado a cada variable se calcula mediante la siguiente expresión:

$$LP_i^{\text{energéticos}} = \frac{\sum_{j=1}^{n_2} \delta_{i,j}}{1 - \sum_{j=1}^{n_1} \beta_{i,j}}$$

$$LP_i^{\text{tipo de cambio}} = \frac{\sum_{j=1}^{n_3} \tau_{i,j}}{1 - \sum_{j=1}^{n_1} \beta_{i,j}}$$

$$LP_i^{\text{salarios}} = \frac{\sum_{j=1}^{n_6} \phi_{i,j}}{1 - \sum_{j=1}^{n_1} \beta_{i,j}}$$

Posteriormente, se seleccionan aquellos genéricos cuyo coeficiente de largo plazo sea positivo y estadísticamente significativo y el genérico respectivo se agrega al indicador correspondiente.⁴

Es posible que los precios de un genérico respondan a una o más variables. En ese caso, dicho genérico formará parte de uno o más

¹ La metodología para el cálculo de la inflación subyacente fundamental se presentó en el Recuadro 5 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017.

² El periodo de análisis se encuentra determinado por la disponibilidad de información del componente principal de 11 series de holgura. El número de rezagos de las variables explicativas se determinó mediante la metodología de

eliminación progresiva (stepwise regression), de general a particular de acuerdo al nivel de significancia estadística.

³ La metodología de cálculo del componente principal de 11 series de holgura se encuentra en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017.

⁴ La significancia estadística del coeficiente de largo plazo se obtiene mediante una prueba de Wald.

indicadores. Esto implica que dichos indicadores no son subcomponentes de la inflación subyacente y deben identificarse en lo individual.

3. Resultados

Al comparar los indicadores se observan las diferentes respuestas que han tenido a choques a lo largo del tiempo (Gráfica 1). Los indicadores más relacionados al tipo de cambio y a los energéticos reflejan la depreciación que comenzó a experimentar la moneda nacional desde finales de 2014, así como los incrementos en los precios de los energéticos que se observaron a partir de 2016 (posterior a la liberalización del mercado energético en México) y a los aumentos discretos en enero de 2017. Conforme las presiones sobre la inflación derivadas de la evolución del tipo de cambio y de los precios de los energéticos se fueron disipando, las variaciones anuales de sus indicadores respectivos disminuyeron, de tal forma que desde mediados de 2018 estos se ubicaban en niveles similares a los de la inflación subyacente. Por su parte, el indicador más relacionado a salarios se venía situando por debajo de la inflación subyacente observada desde 2016. Sin embargo, durante 2019, este indicador aumentó y se ubica en niveles superiores a la inflación subyacente, lo que sugiere un efecto de los incrementos salariales y una presión sobre la inflación subyacente. A manera de comparación, la inflación subyacente fundamental se ubica actualmente por debajo de la inflación subyacente, reflejando las condiciones de holgura prevalecientes.

La inflación subyacente fundamental y el indicador más relacionado a salarios se componen en mayor medida de servicios, particularmente vivienda y educación, mientras que los indicadores más relacionados a choques de los precios de energéticos y del tipo de cambio se encuentran conformados en su mayor parte por mercancías (Cuadro 1). En el Cuadro 2 se indican los bienes y servicios que componen cada uno de los indicadores presentados.

Gráfica 1
Indicadores Más Relacionados a Choques de Oferta e Inflación Subyacente Observada
Variación anual en por ciento



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

Cuadro 1
Ponderaciones de los Indicadores Más Relacionados a Choques de Oferta

Cifras en por ciento

a) Al interior del Índice Subyacente

	Suby.	Suby. Fund.	Subyacentes más relacionadas		
			Salarios	Energ.	Tipo de Cambio
Subyacente	100	34.7	27.8	30.4	30.5
Mercancías	51.9	11.2	8.7	22.0	23.2
Alimentos, Bebidas y Tabaco	26.6	9.5	6.3	8.2	6.9
Resto de Mercancías	25.3	1.6	2.4	13.8	16.3
Servicios	48.1	23.5	19.2	8.4	7.2
Vivienda	20.5	18.8	15.9	1.8	1.8
Educación	4.8	3.1	2.8	0.6	0
Resto de Servicios	22.8	1.6	0.5	6.0	5.5

b) Al interior de cada indicador

	Suby.	Suby. Fund.	Subyacentes más relacionadas		
			Salarios	Energ.	Tipo de Cambio
Subyacente	100	100	100	100	100
Mercancías	51.9	32.2	31.1	72.3	76.2
Alimentos, Bebidas y Tabaco	26.6	27.5	22.6	26.9	22.7
Resto de Mercancías	25.3	4.7	8.6	45.4	53.5
Servicios	48.1	67.8	68.9	27.7	23.8
Vivienda	20.5	54.1	57.1	5.8	5.8
Educación	4.8	9.1	9.9	2.1	0
Resto de Servicios	22.8	4.6	1.9	19.8	18.0

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI

Con fines ilustrativos, en la Gráfica 2 se muestran las variaciones anuales de los indicadores más relacionados a factores de oferta y las variaciones anuales de las variables a las que están vinculadas. Estas relaciones no necesariamente son de uno a uno, pues podrían tener cierto rezago o desviarse debido al efecto de otros factores o la elasticidad con la que responden puede ser menor a 1. Se observa que el indicador más relacionado a salarios tiene una evolución similar a la del salario base de cotización del IMSS. También destaca una relación contemporánea en el sentido de que movimientos en los salarios se reflejan en el indicador de manera prácticamente contemporánea (Gráfica 2a).

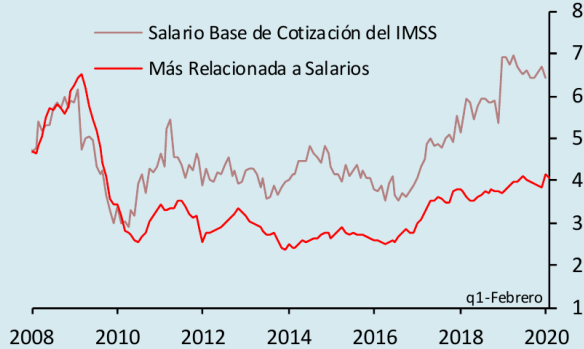
Con respecto al indicador más relacionado a energéticos, este parecería responder de manera rezagada a la variación anual de los precios de los energéticos del INPP hasta antes del periodo de liberalización de sus precios en México. Posteriormente, el indicador respondió de manera más inmediata a las fluctuaciones de dichos precios. No obstante, desde finales de 2018, la política de no permitir que el precio de la gasolina sea mayor a su precio

real del 30 de noviembre de 2018 ha contribuido a que los precios al consumidor se hayan mantenido relativamente estables, sin reflejar los aumentos en las referencias internacionales (Gráfica 2b).⁵

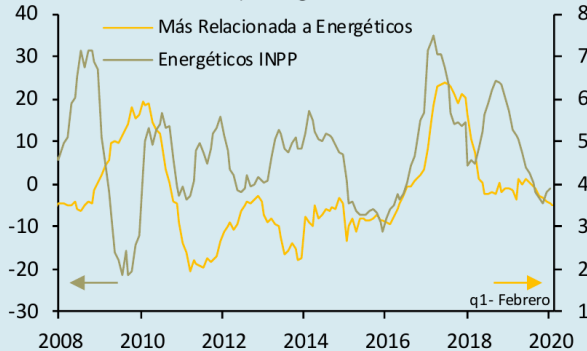
Gráfica 2
Indicadores Más Relacionados a Choques de Oferta

Variación anual en por ciento

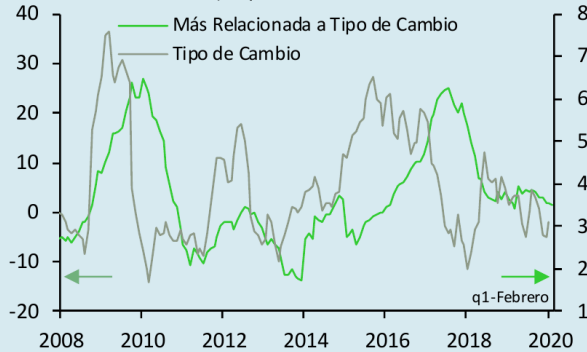
a) Salarios



b) Energéticos



c) Tipo de Cambio



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

En cuanto al indicador más relacionado con el tipo de cambio, se advierte una relación rezagada de este con la variación anual de la cotización del peso. Se observa que durante 2015, periodo en el cual el tipo de cambio presentó una importante depreciación, el indicador reflejó presiones inflacionarias con cierto rezago (Gráfica 2c).

4. Consideraciones finales

Los indicadores presentados en este Recuadro buscan identificar el comportamiento de aquellos componentes de la inflación subyacente más relacionados con factores de oferta. En los resultados destaca que en los indicadores más relacionados a energéticos y a tipo de cambio sus variaciones anuales han venido presentando una tendencia a la baja, en la medida en la que se han ido desvaneciendo los choques que afectaron a estas variables en años previos. En contraste, los resultados ilustran que el indicador más relacionado a los salarios presenta variaciones anuales más elevadas que la inflación subyacente, lo que sugiere que estos choques estarían presionando a dicha inflación y ello podría explicar, en parte, la persistencia que exhibe la inflación subyacente en un entorno caracterizado por presentar condiciones cíclicas más relajadas.

5. Referencias

ECB (2014). European Central Bank. Monthly Bulletin, Septiembre 2014. Box 5.
Zaman, S. (2019). "Cyclical versus Acyclical Inflation: A Deeper Drive". Federal Reserve Bank of Cleveland. Economic Commentary. Number 2019-13. Septiembre 2019.

⁵ Es importante recordar que el indicador más relacionado a energéticos solo considera los bienes y servicios incluidos en el componente subyacente del INPC,

por lo cual no se incluyen los precios de los energéticos del componente no subyacente del INPC en su cálculo.

Cuadro 2
Genéricos que componen los indicadores más relacionados a choques

Genéricos	SF	S	E	TC	Genéricos	SF	S	E	TC	Genéricos	SF	S	E	TC
Mercancías					288 Otros artículos de tocador			✓	✓	111 Calcetines y calcetas				✓
Alimentos, Bebidas y Tabaco					289 Pañales		✓			112 Calcetines y calcetas para niños				✓
Bebidas Alcohólicas y Tabaco					290 Papel hig. y pañuelos desechables		✓	✓	✓	113 Camisasy playeras				✓
102 Brandy		✓			291 Productos para el cabello			✓	✓	114 Camisasy playeras para niños				✓
103 Otros licores	✓		✓	✓	292 Toallas sanitarias	✓		✓	✓	115 Camisetas para bebés				✓
104 Ron			✓		Medicamentos					116 Otras prendas de vestir para hombre				✓
105 Tequila			✓	✓	189 Analgésicos				✓	117 Otras prendas de vestir para mujer				✓
106 Vino de mesa		✓		✓	190 Antibióticos			✓	✓	118 Pantalones para hombre				✓
108 Cigarrillos		✓			191 Antigrisales	✓				120 Pantalones para niño				✓
Derivados de la Soya					192 Antiinflamatorios			✓	✓	122 Ropa interior para hombre				✓
90 Mayonesa y mostaza	✓				193 Cardiovasculares			✓	✓	124 Ropa interior para mujer				✓
Derivados del Azúcar					194 Dermatológicos			✓	✓	125 Ropa para bebés				✓
101 Refrescos envasados			✓	✓	196 Gastrointestinales		✓		✓	126 Traje para hombre	✓			✓
53 Otras conservas de frutas	✓		✓	✓	197 Medicamentos para alergias			✓	✓	127 Uniformes escolares				✓
83 Azúcar			✓	✓	198 Medicamentos para diabetes			✓	✓	128 Vestidos y faldas para mujer				✓
85 Gelatina, miel y mermeladas				✓	199 Meds. homeopáticos naturistas			✓	✓	129 Vestidos, faldas y pant. p/ niñas				✓
99 Concentrados para refrescos				✓	200 Nutricionales			✓	✓	133 Zapatos para hombre				✓
Derivados del Maíz					201 Otros medicamentos			✓	✓	134 Zapatos para mujer				✓
16 Tostadas	✓		✓		Muebles y Aparatos Domésticos					135 Zapatos para niños y niñas				✓
2 Botanas elaboradas con cereales	✓	✓			146 Colchones	✓		✓	✓	136 Zapatos tenis				✓
6 Maíz	✓	✓			147 Comedores y antecomedores			✓	✓	293 Relojes, joyas y bisutería				✓
7 Masa y harinas de maíz			✓		150 Muebles para cocina		✓	✓	✓	294 Bolsas, maletas y cinturones				✓
Derivados del Trigo					159 Aparatos de aire acondicionado			✓	✓	Servicios				
11 Pasta para sopa		✓			160 Aspiradoras o/ aparat. p/ hogar	✓	✓	✓	✓	Educación				
3 Cereales en hojuelas				✓	162 Horno de microondas			✓	✓	Educación				
5 Harinas de trigo	✓				163 Lavadoras de ropa	✓		✓	✓	262 Preescolar		✓	✓	
8 Pan blanco	✓				164 Refrigeradores			✓	✓	263 Primaria	✓			
9 Pan de caja	✓	✓			165 Cafet., tostad., vent. y elect. peq.	✓		✓	✓	264 Secundaria	✓	✓		
Embutidos					168 Art., vidrio, vajilla y utens. p/ hogar			✓	✓	266 Universidad	✓	✓		
21 Jamón	✓	✓			234 Equipo terminal de comunicación	✓		✓	✓	268 Enseñanza adicional				✓
23 Salchichas	✓	✓		✓	240 Reproductores de video			✓	✓	Resto de Servicios				
24 Tocino			✓	✓	243 Computadoras			✓	✓	Resto del Resto de Servicios				
Lácteos					Resto de Mercancías No Alimenticias					130 Servicio de lavandería				✓
31 Crema y otros prod. a base de leche			✓		140 Prod. p/ repara. menor de vivienda			✓	✓	131 Servicio de tintorería				✓
34 Leche en polvo			✓	✓	153 Alfombras y materiales p/ pisos		✓	✓	✓	298 Servicios funerarios				✓
35 Leche evap., condens. y matern.	✓				154 Blancos y otros text. p/ hogar			✓	✓	299 Servicios profesionales		✓	✓	✓
36 Leche pasteurizada y fresca	✓	✓		✓	155 Colchasy cobijas			✓	✓	Servicios de Diversión				
38 Queso amarillo	✓		✓		156 Cortinas			✓	✓	253 Cine			✓	
39 Queso fresco	✓				157 Sábanas			✓	✓	254 Otros serv. cult., div. espec. depor.			✓	✓
41 Queso Oaxaca y asadero	✓				158 Toallas			✓	✓	271 Centro nocturno			✓	✓
42 Yogurt			✓		169 Baterías de cocina			✓	✓	Servicios de Salud y Cuidado Personal				
45 Mantequilla			✓	✓	170 Loza, cristalería y cubiertos		✓	✓	✓	205 Consulta y prótesis dental			✓	✓
86 Helados, nieves y paletas de hielo			✓	✓	171 Objetos ornamentales y decorativos			✓	✓	206 Análisis clínicos			✓	✓
Resto de Alimentos, Bebidas y Tabaco					172 Utensilios de plástico para el hogar		✓	✓	✓	207 Atención médica durante el parto	✓		✓	✓
1 Arroz	✓	✓			175 Herramientas seq. y acces. diversos			✓	✓	208 Hospitalización general			✓	✓
26 Atún y sardina en lata			✓		176 Pilas			✓	✓	209 Hospitalización parto			✓	✓
269 Barbacoa o birria			✓	✓	177 Art. desechables y no duraderos			✓	✓	210 Operación quirúrgica			✓	✓
273 Otros alimentos cocinados	✓				179 Cerillos			✓	✓	278 Corte de cabello	✓		✓	✓
274 Pizzas		✓		✓	180 Desodorantes ambientales		✓	✓	✓	Servicios de Transporte y Automóvil				
275 Pollos rostizados	✓				181 Detergentes		✓	✓	✓	220 Lavado y engrasado de autómobil			✓	✓
29 Otros pes. y mariscos en conserva	✓	✓			182 Escobas, fibras y estropajos			✓	✓	233 Paquetería			✓	✓
33 Leche de soya y otros leches	✓		✓		183 Jabón para lavar			✓	✓	Servicios Turísticos				
67 Chile envasados		✓	✓	✓	184 Plaguicidas			✓	✓	227 Autobús foráneo				✓
70 Frijol procesado	✓	✓			186 Suavizantes y limpiadores			✓	✓	232 Transporte aéreo	✓			
74 Otras legumbres secas			✓		202 Material de curación			✓	✓	261 Servicio turístico en paquete	✓		✓	✓
81 Verduras envasadas		✓		✓	203 Lentes, aparatos p/ sordera y ortop.			✓	✓	277 Hoteles				✓
87 Alimentos para bebé	✓				211 Automóviles			✓	✓	Telecomunicaciones				
88 Concentrados de pollo y sal	✓		✓		212 Motocicletas			✓	✓	235 Paq. de internet, tel. y tv. de paga			✓	✓
91 Mole y salsas	✓	✓	✓	✓	213 Bicicletas			✓	✓	236 Servicio de internet			✓	✓
92 Otros condimentos	✓		✓	✓	215 Neumáticos			✓	✓	Vivienda				
93 Sopas inst. ant. y puré de tomate	✓	✓		✓	216 Part., acces. y refac. p/ vehiculos			✓	✓	Vivienda				
97 Té				✓	242 Material y aparatos fotográficos			✓	✓	138 Renta de vivienda	✓			
98 Agua embotellada	✓			✓	245 Instrumentos musicales			✓	✓	139 Vivienda propia	✓	✓		
Resto de Mercancías					246 Juegos electr. consola, videojuegos			✓	✓	142 Otros servicios para el hogar			✓	✓
Artículos para Higiene y Cuidado Personal					247 Juguetes y juegos de mesa			✓	✓	188 Servicio doméstico			✓	✓
185 Servilletas de papel			✓	✓	248 Artículos deportivos			✓	✓	Total	48	36	109	120
280 Aparatos eléc. p/ cuidado pers.	✓		✓	✓	249 Plantas y flores			✓	✓	Notas: Se incluyen los genéricos contenidos en algún indicador.				
281 Navajas y máquinas de afeitar		✓			257 Otros libros			✓	✓	SF : Inflación Subyacente Fundamental.				
282 Artículos de maquillaje			✓	✓	258 Periódicos		✓	✓	✓	S : Inflación Subyacente más Relacionada a Salarios.				
283 Crema y prod. p/ higiene dental			✓	✓	259 Revistas			✓	✓	E : Inflación Subyacente más Relacionada a Energéticos				
284 Cremas para la piel			✓	✓	260 Material escolar			✓	✓	TC : Inflación Subyacente más Relacionada a Tipo de Cambio				
285 Desodorantes personales			✓	✓	Ropa, Calzado y Accesorios					Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.				
286 Jabón de tocador	✓				109 Blusas y playeras para mujer			✓	✓					
287 Lociones y perfumes			✓	✓	110 Calcetas, medias y pantimedias			✓	✓					

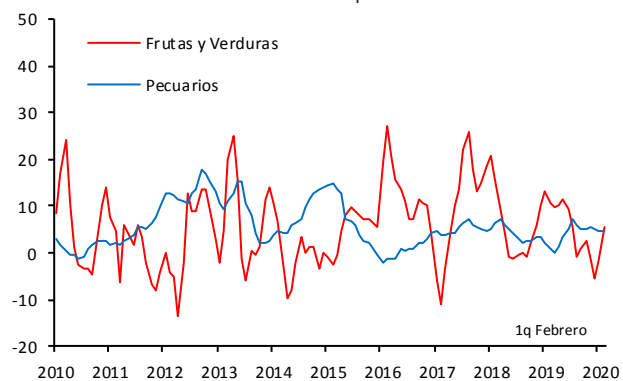
3.1.2. La Inflación No Subyacente

La inflación no subyacente anual continuó disminuyendo en el último trimestre de 2019, desde niveles ya particularmente bajos. Entre el tercer y el cuarto trimestre este indicador pasó de un promedio de 1.87 a 0.86%, el nivel más bajo que se tenga registrado para este indicador en un trimestre. Este resultado obedeció a las menores variaciones anuales tanto en los precios de los productos agropecuarios, como en los de los energéticos, si bien los primeros contribuyeron en mayor medida. No obstante, a principios de 2020 la inflación no subyacente anual aumentó debido a cierta reversión de los factores mencionados, de modo que en la primera quincena de febrero se ubicó en 3.03%.

vii. Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, la variación anual promedio del subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó de 4.02 a 1.94%, situándose en 5.06% en la primera quincena de febrero de 2020. El comportamiento anterior puede atribuirse, principalmente, a la evolución de los precios de las frutas y verduras, que pasaron de un promedio de 1.80 a uno de -1.69% en los trimestres señalados y elevándose a 5.46% en la primera quincena de febrero de 2020 (Gráfica 370). Por su parte, la variación anual promedio de los productos pecuarios se ha mantenido a la baja, al pasar de 5.90 a 5.13% en los trimestres referidos, situándose en 4.72% en la primera quincena de febrero de 2020.

Gráfica 370

Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

viii. La variación anual de los precios de los energéticos continuó reduciéndose de -1.31% en el tercer trimestre de 2019 a -1.83% en el cuarto. No obstante, en la primera quincena de febrero de 2020 aumentó a 0.27%. La reducción trimestral referida fue consecuencia, principalmente, de la evolución de los precios de las gasolinas, pues las variaciones anuales de los precios del gas L.P exhibieron aumentos, si bien se mantuvieron en niveles negativos (Gráfica 371). Asimismo, el repunte que registró la variación anual de los precios de los energéticos a principios de 2020 refleja las mayores variaciones anuales en los precios de las gasolinas (Gráfica 372).

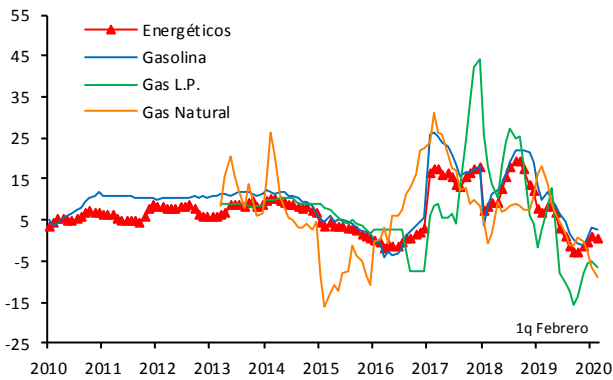
- Así, las variaciones anuales de los precios de las gasolinas disminuyeron de un promedio de 2.18 a -0.46% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019. A este comportamiento contribuyó la política implementada por la SHCP de no permitir que sus precios se incrementen en términos reales por encima de su nivel del 30 de noviembre de 2018. En enero de 2020, la variación anual de los precios de las gasolinas se ubicó en 3.14%. Este resultado reflejó un efecto base de comparación en los precios de este combustible, los cuales a inicios de 2019 fueron influidos, en buena medida, por el Decreto de Estímulos Fiscales Región Fronteriza Norte. En efecto, dicho Decreto, implementado por el Gobierno Federal a partir del 1 de enero de 2019, incluye un crédito fiscal del 50% del IVA, aplicado en forma directa sobre la tasa del 16%, con lo que la tasa final es de 8%.⁷⁸ En la primera quincena de febrero de 2020 la variación anual de los precios de la gasolina fue 2.46%.
- Por su parte, los precios del gas L.P. pasaron de una variación anual promedio de -12.86 a una de -9.20% en los mismos trimestres, ubicándose en -6.43% en la primera quincena de febrero de 2020. Este resultado refleja, en parte, la evolución de las referencias internacionales de este combustible expresadas en pesos. Sin embargo, el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto

⁷⁸ Véase el Decreto de Estímulos Fiscales Región Fronteriza Norte, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 31 de diciembre de 2018.

a su precio de venta de primera mano se mantiene en niveles elevados e inclusive aumentó a inicios de 2020 (Gráfica 373).

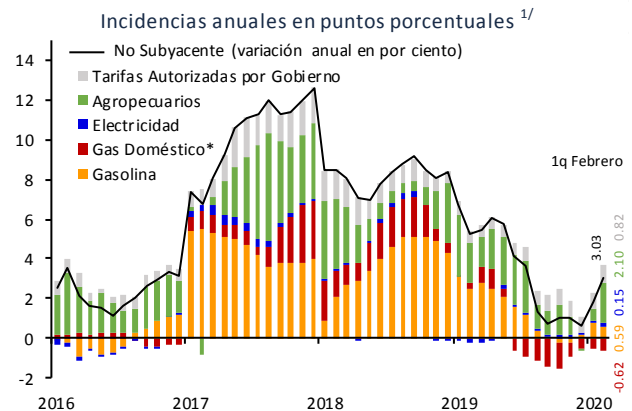
- Entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, las variaciones anuales promedio de los precios del gas natural pasaron de -0.39 a -0.70%, en tanto que en la primera quincena de febrero de 2020 registraron un nivel de -9.00%. Los precios de este energético reflejan en gran medida la evolución de su referencia internacional.
- En octubre, noviembre y diciembre de 2019 las tarifas de electricidad para el servicio doméstico de alto consumo (DAC) registraron variaciones mensuales de 1.5, 1.1 y -2.3%, respectivamente. En enero, dicha variación fue -2.8% y en febrero -0.5%. Al respecto, cabe señalar que estas tarifas se determinan en función de la dinámica de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. En cuanto a las tarifas eléctricas ordinarias, en 2019 estas se ajustaron de modo que al cierre del año su variación anual fue de 4.72%, equivalente a la inflación general de noviembre de 2018.

Gráfica 371
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 372
Índices de Precios No Subyacente

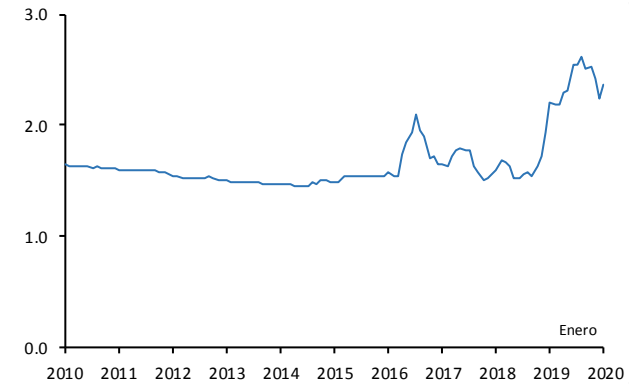


1/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

* Incluye gas L.P. y gas natural.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

Gráfica 373
Cociente del Precio del Gas L.P. en el INPC y su Precio de Venta de Primera Mano



Fuente: Banco de México e INEGI.

- ix. El subíndice de precios de las tarifas autorizadas por el Gobierno pasó de una variación anual promedio de 4.23 a 4.97% entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, situándose en 4.81% en la primera quincena de febrero de 2020. En el incremento trimestral fueron relevantes las mayores variaciones anuales de las tarifas relacionadas con el transporte, en particular el colectivo y el autobús urbano.

Recuadro 4. Consideraciones sobre el Efecto del Incremento al Salario Mínimo de 2019 sobre los Precios

1. Introducción

En enero de 2019, el salario mínimo se incrementó en México de manera diferenciada en la Zona Libre de La Frontera Norte (ZLFN) y en el resto del país.¹ En la ZLFN, el salario mínimo se incrementó de 88.36 a 176.72 pesos por día, mientras que en el resto del país se incrementó de 88.36 a 102.68 pesos por día.² Además, en la ZLFN, se introdujo un crédito fiscal del 50% del Impuesto al Valor Agregado (IVA), aplicado en forma directa sobre la tasa del 16%, con lo que la tasa disminuyó al 8%.³ Con el objetivo de cuantificar los efectos de estos cambios de política sobre la inflación, en este Recuadro se presenta una estimación del efecto en los precios del incremento al salario mínimo y la reducción de la tasa del IVA en la ZLFN, y el incremento al salario mínimo en el resto del país.⁴

2. Estrategias de identificación

Cuantificar los efectos del incremento al salario mínimo y la reducción de la tasa del IVA en los precios, al igual que cualquier política pública, requiere de un mecanismo de identificación que permita estimar insesadamente el efecto causal de la política sobre la dimensión económica que se desea evaluar. El impacto de las políticas puede ser diferenciado para distintas categorías de sujetos o bienes, por lo que es importante construir grupos de control apropiados. En este caso, la implementación simultánea de los cambios en el salario mínimo y a la tasa del IVA dificulta atribuir los efectos a cada política sin confundir los impactos.

Para identificar el efecto del incremento en el salario mínimo se podría considerar usar el hecho de que en la ZLFN el salario mínimo se incrementó más que en el resto de la región norte y comparar la evolución de los precios de los bienes entre regiones. Sin embargo, esta comparación mezclaría los efectos del incremento al salario mínimo y los estímulos tributarios. Esto se debe a que, por un lado, una comparación de los precios de los bienes gravados con IVA entre la ZLFN y el resto del país mostraría el efecto combinado de los cambios de IVA y salario mínimo para los bienes con IVA. Por otro lado, una comparación de los precios de los bienes que no causan IVA entre la ZLFN y el resto del país mostraría solamente el efecto del cambio en el salario mínimo para dichos

bienes, pero no identificaría el efecto del cambio en el salario mínimo para los bienes que sí están sujetos al IVA. Esta sería una omisión importante, pues es posible que el efecto del incremento del salario mínimo en los precios sea diferente para los bienes con y sin IVA. En particular, los bienes con IVA podrían reaccionar más al salario mínimo si son producidos por empresas del sector formal y que tienen un mayor cumplimiento de la legislación laboral.

Para enfrentar estas dificultades, se estiman los efectos de las políticas en los bienes con IVA y sin IVA por separado. Se desarrollan dos estrategias de identificación que usan la variación regional diferenciada del salario mínimo y de la tasa del IVA. En la primera estrategia, para estimar el efecto del incremento al salario mínimo en el precio de los bienes con IVA, se comparan los precios de dichos bienes en diferentes sectores dentro de la ZLFN. Como esta estrategia se basa en bienes con IVA solamente, no permite obtener una estimación del efecto de la reducción en la tasa de este impuesto; ello se realizará en la segunda estrategia. La identificación en esta primera estrategia viene del efecto que una diferente vinculación al incremento del salario mínimo tiene en cada sector. La vinculación para cada sector se define como el porcentaje de trabajadores que en diciembre de 2018 ganaban un salario menor o igual al salario mínimo que entró en vigor en enero de 2019, y que, por tanto, debían recibir un aumento salarial en respuesta al incremento del mínimo, presionando los costos de las empresas.

En la segunda estrategia, se estima el efecto del incremento del salario mínimo en el comportamiento de los precios de los bienes sin IVA, comparando los cambios en la evolución de los precios de estos bienes en la ZLFN respecto de los del resto de la región norte.⁵ Además, se estima el efecto del IVA comparando cambios en la evolución de los precios de los bienes con IVA entre zonas, controlando por el efecto del salario mínimo.

¹ La ZLFN incluye los siguientes 43 municipios, clasificados por entidad federativa. En Baja California Norte: Ensenada, Playas de Rosarito, Tijuana, Tecate y Mexicali. En Sonora: San Luis Río Colorado, Puerto Peñasco, General Plutarco Elías Calles, Caborca, Altar, Sáric, Nogales, Santa Cruz, Cananea, Naco y Agua Prieta. En Chihuahua: Janos, Ascensión, Juárez, Praxedis G. Guerrero, Guadalupe, Coyame del Sotol, Ojinaga y Manuel Benavides. En Coahuila: Ocampo, Acuña, Zaragoza, Jiménez, Piedras Negras, Nava, Guerrero e Hidalgo. En Nuevo León: Anáhuac. En Tamaulipas: Nuevo Laredo, Guerrero, Mier, Miguel Alemán, Camargo, Gustavo Díaz Ordaz, Reynosa, Río Bravo, Valle Hermoso y Matamoros.

² En la ZLFN, este incremento estuvo compuesto por un aumento nominal de 79.94 pesos por día, implementado mediante un Monto Independiente de Recuperación (MIR), más un ajuste porcentual de 5%. Por su parte, en el resto del país el incremento estuvo compuesto de un ajuste nominal de 9.43 pesos por día mediante el MIR, más un ajuste porcentual de 5%.

³ El crédito fiscal equivalente al 50% de la tasa del Impuesto al Valor Agregado está dirigido a personas físicas y morales de la ZLFN que realicen actividades de enajenación de bienes, otorgamiento del uso o goce temporal de bienes, o de prestación de servicios independientes, siempre que se efectúen en los locales o establecimientos ubicados en la citada región. Para ser acreedor a este estímulo se deberá haber presentado un aviso de aplicación del estímulo fiscal dentro de los 30 días naturales siguientes a la entrada en vigor del Decreto de Estímulos Fiscales Región Fronteriza Norte (1 de enero de 2019; si bien posteriormente se amplió el

plazo para acceder a ese estímulo hasta el 30 de junio de 2019). Además, tratándose de contribuyentes que inicien actividades con posterioridad a la entrada en vigor del Decreto, deberán presentar el mencionado aviso hasta el día 17 del mes siguiente a la solicitud de inscripción en el Registro Federal de Contribuyentes, que deben presentar de conformidad con los artículos 22 y 23 del Reglamento del Código Fiscal de la Federación. Los contribuyentes únicamente podrán aplicar este estímulo fiscal cuando presenten los avisos en tiempo y forma.

⁴ El decreto de estímulos fiscales en la ZLFN también contempla la reducción de la tasa del Impuesto Sobre la Renta (ISR) a las empresas y personas físicas con actividad empresarial que perciban ingresos exclusivamente en la ZLFN, provenientes de actividades empresariales. En particular, el estímulo consistente en un crédito fiscal equivalente a la tercera parte del impuesto sobre la renta causado en el ejercicio o en los pagos provisionales, el cual se acreditará contra el impuesto sobre la renta causado en el mismo ejercicio fiscal o en los pagos provisionales del mismo ejercicio, según corresponda. Véase Decreto de Estímulos Fiscales Región Fronteriza Norte (2018). Este Recuadro se enfoca en estimar los efectos del IVA y del salario mínimo. Los posibles efectos sobre dichas estimaciones de no considerar explícitamente el cambio en el ISR se discuten en la Sección 4.

⁵ El resto de la región norte incluye todos los municipios de Baja California, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas que no forman parte de la ZLFN.

2.1 Efecto del incremento en el salario mínimo en bienes y servicios con IVA

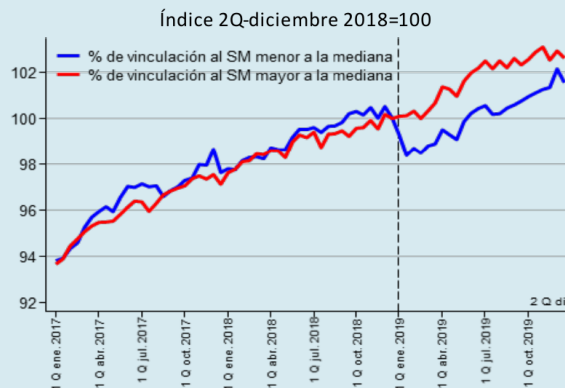
Para calcular el efecto del incremento en el salario mínimo en bienes y servicios con IVA se sigue una estrategia de diferencias en diferencias en la que la variable de interés es continua. Esta estrategia restringe el análisis a bienes con IVA en la ZLFN, y compara la evolución de los precios de bienes en sectores con diferentes porcentajes de trabajadores para los cuales el incremento del salario mínimo fue vinculante.

La estimación procede en tres pasos. En primer lugar, se asocia cada bien y servicio en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) a un sector de actividad económica.⁶ En segundo lugar, para cada sector, se calcula el porcentaje de trabajadores que en diciembre de 2018 tenían un salario base de cotización (SBC) al IMSS inferior al salario mínimo que entró en vigor en enero de 2019 en los municipios de la ZLFN (176.72 pesos diarios). Este porcentaje se denota como “porcentaje de vinculación” y mide la incidencia directa del incremento del salario mínimo en cada sector. La ventaja de usar esta variable es que está asociada a las presiones de costos que enfrentaría el empleador, dentro de cada sector de producción, si se mantiene constante el empleo. Por ejemplo, en sectores en donde todos los trabajadores ya ganaban salarios más altos a 176.72 pesos diarios, el porcentaje de vinculación al incremento del salario mínimo es cero, y por lo tanto no se espera que haya incrementos mecánicos de los costos de nómina en ese sector. Esta variable permite medir diferencias en el impacto del salario mínimo usando variación en el porcentaje de vinculación sectorial.⁷

En tercer lugar, para identificar el efecto del aumento en el salario mínimo se estima un modelo de diferencias en diferencias en el que la variable independiente de interés, que es el porcentaje de vinculación al salario mínimo, es continua (entre 0 y 100). Ello bajo el supuesto de que, al ser presiones de costos generalizadas al sector, las empresas trasladan al menos parte de sus efectos netos.⁸ Si bien la estimación del efecto del salario mínimo se realiza mediante el modelo econométrico, a manera de ilustración, en la Gráfica 1 se observa que los precios de los bienes y servicios con IVA en la ZLFN producidos en sectores en donde el porcentaje de vinculación es superior a la mediana, aumentaron en mayor medida que los precios de bienes y servicios de sectores con un porcentaje de vinculación inferior a la mediana, a partir de enero de 2019. El índice de precios de estos últimos bienes y servicios tuvo una reducción, que se puede asociar a que dominó el efecto de la reducción de la tasa de IVA en la ZLFN. Esto sugiere que para las empresas con mayor vinculación la presión del incremento del

salario mínimo fue contrarrestada por el efecto a la baja de la disminución de la tasa de IVA.⁹

Gráfica 1
Índices de precios: Bienes y servicios con IVA en la ZLFN



Nota: Los índices se calculan como el promedio simple de los índices de precios de los bienes y servicios. Se excluyen los subíndices de precios de energéticos, tarifas autorizadas por gobierno, vivienda y educación. La mediana del porcentaje de vinculación al salario mínimo entre los bienes y servicios con IVA en la ZLFN es de 9.06% en 2Q-diciembre 2018. Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI e IMSS.

El modelo a estimar se describe a continuación:

$$\log(\text{Precio})_{jt} = \alpha_0 + \delta_t \text{Quincena}_t + \delta_j \text{Genérico}_j + \theta_{SM}^{CON IVA} \times \text{Post}_t \times \% \text{VinculaciónSM}_j + \alpha_1 \text{Oferta}_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

donde $\log(\text{Precio})_{jt}$ se refiere al logaritmo del precio del bien o servicio j , en la quincena t . El coeficiente α_0 es una constante. La variable Quincena_t representa variables dicotómicas de tiempo, mientras que Genérico_j es un efecto fijo al nivel del genérico del INPC al que pertenece el bien o servicio j . La variable Post_t es dicotómica y toma el valor de uno a partir de la primera quincena de enero de 2019, y cero en caso contrario. El porcentaje de vinculación al salario mínimo es $\% \text{VinculaciónSM}_j$ en el bien o servicio j . La variable dicotómica Oferta_{jt} indica si el bien o servicio está en oferta. Finalmente, ε_{jt} es un término de error. La ecuación se estima con micro-datos quincenales de los precios de bienes y servicios del INPC, de enero de 2017 a la segunda quincena de diciembre de 2019. Esta base de datos contiene información de más de 100 mil bienes y servicios denominados “específicos”. Cada específico está definido de manera única. Su tipificación incluye: la ciudad y el establecimiento en donde se cotiza, el genérico al que corresponde y la descripción detallada

precisamente el nuevo salario mínimo, con la finalidad de que se mantenga el orden jerárquico salarial entre ellos. Con esta misma finalidad, las empresas también podrían tener incentivos a incrementar los salarios de los trabajadores no vinculados. Estos costos tenderían a ser mayores en la medida que el porcentaje de vinculación en la empresa sea mayor, de modo que, de forma reducida, las estimaciones que se presentan en este Recuadro toman en cuenta este efecto.

⁹ No se encontró una correlación estadísticamente significativa entre la vinculación y la proporción de específicos por genérico vendidos en establecimientos informales, de acuerdo a la clasificación de establecimientos propuesta por Racimo (2018). Por lo tanto, la menor disminución de precios de los bienes y servicios en sectores de alta vinculación a partir de enero de 2019, no parecería poder asociarse a una mayor evasión de IVA en dichos sectores.

⁶ Los genéricos que se cotizan en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) se asociaron a un sector de actividad económica bajo el Sistema de Clasificación Industrial de América del Norte (SCIAN).

⁷ Esta variable, aquí denominada porcentaje de vinculación, es conocida en la literatura de salario mínimo como la “mordida” (bite en inglés) del salario mínimo. Para ver más detalles acerca de la variable y su uso para medir el impacto del salario mínimo, así como ejemplos recientes de su aplicación, véanse Card (1992), Stewart (2002), Lemos (2009), Cengiz et al. (2019), Harasztsoti y Lindner (2019) y Pérez Pérez (2019).

⁸ Parte de los costos en los que las empresas podrían incurrir ante el aumento en el salario mínimo podrían estar asociados a que tienen incentivos a incrementar los salarios de sus trabajadores vinculados más de lo necesario para que alcancen

del producto, además de que cuenta con una clave mediante la cual es posible dar seguimiento a la evolución de sus precios. La muestra se restringe a los bienes con IVA en la ZLFN.¹⁰

Los resultados de la estimación se muestran en la Tabla 1. El coeficiente $\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA}$ mide el incremento porcentual en el precio de un bien con IVA por cada punto porcentual de vinculación al incremento del salario mínimo en 2019, respecto a un escenario en el que el salario mínimo no aumenta. Los resultados muestran un impacto positivo y significativo del incremento del salario mínimo en el precio de los bienes y servicios. El coeficiente implica que, controlando por otros factores, los precios de un bien producido con una fuerza laboral en la cual la mitad de los trabajadores gana un salario mínimo, fueron un 3.98% mayores que los de bienes producidos sin trabajadores de salario mínimo, a la segunda quincena de diciembre de 2019.¹¹ Como se verá más adelante, estos coeficientes se utilizan para calcular los efectos del aumento en el salario mínimo sobre la inflación general tanto de la ZLFN, como a nivel nacional.

Tabla 1
Efecto del salario mínimo en el precio promedio de un bien con IVA

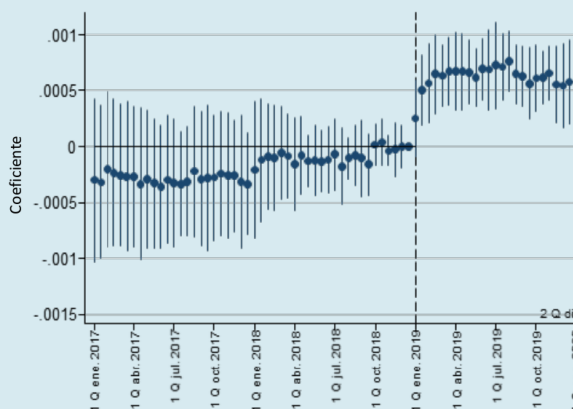
Coeficiente	Estimación
$\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA}$	0.000795** (0.000192)
Observaciones	246,410
R-cuadrada	0.124

Nota: La tabla muestra el resultado de la estimación de la ecuación (1). La estimación incluye efectos fijos de genérico y tiempo, y un control por si el específico está en oferta. * denota significancia estadística al 10%, ** denota significancia estadística al 5%, *** denota significancia estadística al 1%. Entre paréntesis se reportan los errores estándar aglomerados por sector.

Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI e IMSS.

Para validar la estrategia de identificación, y analizar cómo ha evolucionado el efecto del incremento del salario mínimo en los precios de los bienes con IVA de la ZLFN, se estima una especificación dinámica de la Ecuación (1). Luego se grafican los coeficientes de esta especificación para distintas quincenas.¹² Los resultados se muestran en la Gráfica 2. Antes del incremento del salario mínimo en enero de 2019, no hay diferencias sistemáticas en los precios para bienes producidos con diferente vinculación, validando la estrategia. A partir de enero de 2019, se encuentra un efecto estadísticamente significativo de la vinculación al salario mínimo sobre la evolución de los precios.

Gráfica 2
Estudio de evento del efecto del salario mínimo en el precio de los bienes con IVA en la ZLFN
Coeficientes estimados



Nota: Cada punto corresponde a la estimación del efecto en precios por punto porcentual de vinculación al salario mínimo en el periodo correspondiente. Ver nota al pie 12. Las barras son intervalos de confianza al 95%. Errores estándar aglomerados por sector.

Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI e IMSS.

2.2 Efecto del incremento en el salario mínimo en los bienes y servicios sin IVA, y efecto de la reducción del IVA en la ZLFN

La estrategia de identificación de los efectos del incremento del salario mínimo en los bienes sin IVA, y de la reducción de la tasa del IVA, se basa en dos comparaciones. El efecto del salario mínimo en los precios de los bienes sin IVA se obtiene de la comparación de la evolución de estos entre la ZLFN y el resto de la región norte.¹³ El efecto del IVA se obtiene de comparar el comportamiento de los precios de los bienes con IVA entre la ZLFN y el resto de la región norte, controlando por el efecto del salario mínimo.

Para ilustrar estos conceptos, la Gráfica 3 muestra la evolución de los precios de los bienes y servicios sin IVA en la ZLFN y en el resto de la región norte. Antes del 2019, los precios en el resto de la región norte habían venido presentando incrementos mayores. Este patrón se revierte a inicios del 2019, cuando los precios de la ZLFN aumentan más relativo al incremento de los del resto del norte. La diferencia comienza a dispersarse en junio de 2019.

¹⁰ Para esta estimación, se excluyen los precios de energéticos, tarifas autorizadas por gobierno, vivienda y educación, ya que las cotizaciones de estos bienes no se incorporan de manera directa de la base de datos de micro-precios al cálculo del INPC.

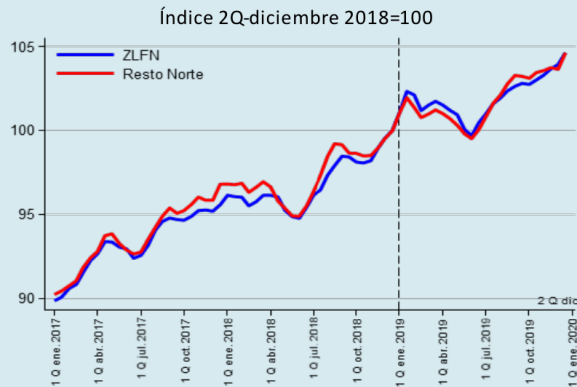
¹¹ Este impacto se calcula llevando a porcentaje la multiplicación del coeficiente $\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA}$, 0.000795, por 50 puntos porcentuales de vinculación.

¹² En específico, se estima la siguiente ecuación:
$$\log(\text{Precio})_{jt} = \alpha_0 + \delta_t \text{Quincena}_t + \delta_j \text{Genérico}_j + \sum_{k=-A}^B \theta_{SM,k}^{CON IVA} \times 1[t - \text{enero } 2019 = k] \times \% \text{VinculaciónSM}_j + \alpha_1 \text{Oferta}_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

donde $1[\]$ es una función indicadora. k denota la quincena relativa a la primera quincena de enero de 2019. Los coeficientes $\theta_{SM,k}^{CON IVA}$ para $k < 0$ miden efectos adelantados para evaluar si hay tendencias paralelas antes del incremento del salario mínimo. Los coeficientes $\theta_{SM,k}^{CON IVA}$ para $k \geq 0$ miden efectos rezagados. Se adopta la normalización $\theta_{SM,-1}^{CON IVA} = 0$. Los periodos iniciales y finales de la muestra se indican con A y B.

¹³ Se considera que comparar los precios de la ZLFN con los precios del resto de la región norte es preferible a comparar los precios de la ZLFN con el resto del país, porque la región norte es más similar a la ZLFN que el resto del país en términos de otras variables económicas que determinan la evolución de los precios.

Gráfica 3
Índices de precios: Bienes y servicios sin IVA en la ZLFN y resto de la región Norte



Nota: Se excluyen los subíndices de precios de energéticos, tarifas autorizadas por gobierno, vivienda y educación.
Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI.

Los efectos se cuantifican estimando el siguiente modelo de triple diferencia:

$$\log(\text{Precio})_{jct} = \beta_0 + \beta_1 \text{Post}_t + \beta_2 \text{Front}_c + \beta_3 \text{IVA}_j + \theta_{SM}^{SIN IVA} \text{Post}_t \times \text{Front}_c + \beta_4 \text{Post}_t \times \text{IVA}_j + \beta_5 \text{Front}_c \times \text{IVA}_j + \theta_{IVA}^{CON IVA} \text{Post}_t \times \text{Front}_c \times \text{IVA}_j + \beta_6 \text{Oferta}_{jct} + x_{ct} + \epsilon_{cjt} \quad (2)$$

La variable dependiente $\log(\text{Precio})_{jct}$ es el logaritmo del precio del específico j , en la ciudad c , en la quincena t . El coeficiente β_0 es una constante. La variable Post_t es dicotómica y toma el valor de uno a partir de la primera quincena de enero de 2019 y cero en caso contrario. Para indicar si la ciudad pertenece a la ZLFN, se utiliza la variable dicotómica Front_c . Por su parte, la variable IVA_j toma el valor de uno si al bien o servicio se le aplica IVA y cero en caso contrario. Al igual que en la ecuación anterior, Oferta_{jct} toma el valor de uno si el específico está en oferta. Finalmente, x_{ct} es un vector de efectos fijos por mes, año y ciudad, y ϵ_{cjt} es un término de error.¹⁴

Los resultados de esta estimación se presentan en la Tabla 2. El coeficiente $\hat{\theta}_{IVA}^{CON IVA}$ mide el efecto de la reducción de la tasa del IVA en el precio de un bien promedio con IVA en la ZLFN. Los resultados muestran una reducción de 1.8% en los precios de los bienes con IVA en la ZLFN como consecuencia de la reducción de la tasa. A su vez, el coeficiente $\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA}$ mide el efecto del incremento en el salario mínimo en un bien promedio sin IVA en la ZLFN. Es decir, el incremento en el salario mínimo se asocia con un aumento de 0.3% en el precio de un bien sin IVA promedio en la ZLFN. Como se describe más adelante, estas estimaciones permiten calcular los efectos de las políticas sobre la inflación.

Tabla 2

Efecto del salario mínimo en el precio promedio de un bien sin IVA y efecto del IVA en el precio promedio de un bien con IVA

Coefficientes	Estimación
$\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA}$	0.00329* (0.00174)
$\hat{\theta}_{IVA}^{CON IVA}$	-0.0178*** (0.00488)
Observaciones	1,350,240
R-cuadrada	0.074

Nota: La tabla muestra el resultado de la estimación de la ecuación (2). La estimación incluye efectos fijos de ciudad-tiempo, una interacción de frontera-IVA, una interacción de post-IVA, y un control por si el específico está en oferta.

* denota significancia estadística al 10%, ** denota significancia estadística al 5%, *** denota significancia estadística al 1%. Entre paréntesis se reportan los errores estándar aglomerados por genérico y ciudad.

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

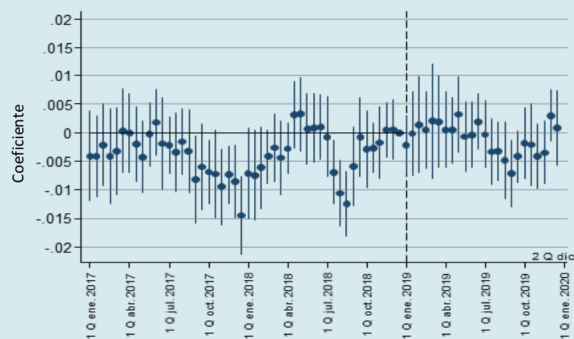
Los resultados de especificaciones dinámicas análogas a las de la sección 2.1 se muestran en la Gráfica 4 y Gráfica 5.¹⁵ En la Gráfica 4 se observa la diferencia en la evolución de los precios de los bienes sin IVA en la ZLFN respecto al resto de la región norte antes y después de la entrada en vigor de las políticas, y se observa que las estimaciones muestran cierta volatilidad. En la Gráfica 5, se muestra que los precios de los bienes con IVA en la ZLFN mostraron un comportamiento diferenciado respecto al resto de la región norte, una vez que se controla por el efecto del salario mínimo, solo a partir de la entrada en vigor de las políticas.

¹⁴ Al estimar esta regresión, los efectos fijos por mes, año y ciudad (x_{ct}) absorben los efectos de las variables Post_t y Front_c .

¹⁵ En este caso, la ecuación estimada es:
 $\log(\text{Precio})_{jct} = \beta_0 + \beta_1 \text{Post}_t + \beta_2 \text{Front}_c + \beta_3 \text{IVA}_j$

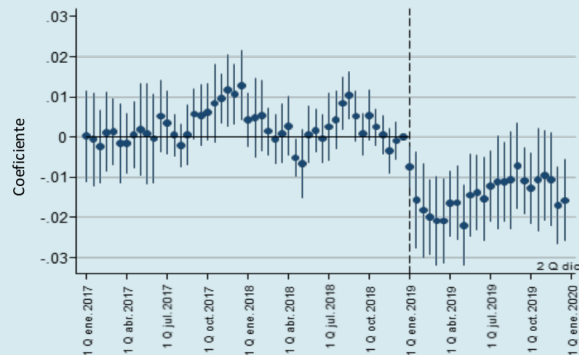
$+ \sum_{k=-A}^B \theta_{SM,k}^{SIN IVA} 1[t - \text{enero}2019 = k] \times \text{Front}_c + \beta_4 \text{Post}_t \times \text{IVA}_j + \beta_5 \text{Front}_c \times \text{IVA}_j + \sum_{k=-A}^B \theta_{IVA,k}^{CON IVA} 1[t - \text{enero}2019 = k] \times \text{Front}_c \times \text{IVA}_j + \beta_6 \text{Oferta}_{jct} + x_{ct} + \epsilon_{cjt}$.

Gráfica 4
Estudio de evento del efecto del salario mínimo en el precio de los bienes sin IVA en la ZLFN
 Coeficientes estimados



Nota: Cada punto corresponde a la estimación de la diferencia de precios en los bienes sin IVA atribuida al efecto del incremento del salario mínimo en el periodo correspondiente. Ver nota al pie 15. Las barras son intervalos de confianza al 95%. Errores estándar aglomerados por genérico y ciudad. Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI.

Gráfica 5
Estudio de evento del efecto del IVA en el precio promedio de los bienes con IVA en la ZLFN
 Coeficientes estimados



Nota: Cada punto corresponde a la estimación de la diferencia de precios en los bienes con IVA atribuida al efecto de la reducción de la tasa de IVA en el periodo correspondiente. Ver nota al pie 15. Las barras son intervalos de confianza al 95%. Errores estándar aglomerados por genérico y ciudad. Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras del INEGI.

3. Cálculo de efectos sobre la inflación

Los coeficientes $\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA}$, $\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA}$ y $\hat{\theta}_{IVA}^{CON IVA}$ estimados anteriormente no otorgan directamente una interpretación del efecto de las políticas sobre la inflación. Para ello, se calculan los efectos considerando un escenario contrafactual en donde el salario mínimo se habría incrementado en 5% en todo el país, y no se hubiera reducido la tasa del IVA en la ZLFN.

3.1 Efecto sobre la inflación de la ZLFN

Para el cálculo del efecto sobre la inflación de la ZLFN, se obtiene el efecto en los precios de cada bien que se cotiza en el INPC, usando los coeficientes $\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA}$, $\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA}$, $\hat{\theta}_{IVA}^{CON IVA}$; los porcentajes de vinculación en cada sector, y los ponderadores de cada bien en la inflación de la ZLFN.

Para calcular el impacto en los precios de los bienes que no están incluidos en la base de datos de micro-precios, como la vivienda, la educación y la gasolina, se llevan a cabo supuestos adicionales. Para la vivienda y la educación, se asume que el efecto en sus precios es igual al efecto en los precios de otros bienes sin IVA. Asimismo, para la gasolina se supone, de manera congruente con lo observado, que el efecto de la disminución de la tasa de IVA sobre sus precios es reducirlos prácticamente en congruencia con a la reducción de la tasa del IVA. En efecto, en la primera quincena de enero de 2019 los precios de la gasolina en esa zona disminuyeron 6.1%.

En la Tabla 3 se muestra la incidencia a la inflación acumulada de la ZLFN.¹⁶ Se estima que el efecto del incremento del salario mínimo sobre la inflación acumulada a la segunda quincena de diciembre de 2019 fue de 1.16 puntos porcentuales (pp), el cual resulta al sumar 1 pp del efecto del salario mínimo en bienes con IVA más 0.16 pp del efecto del salario mínimo en bienes sin IVA. Sin embargo, este efecto fue más que contrarrestado por la reducción del IVA, para la cual se calcula un impacto de -1.57 pp.

¹⁶ Para el efecto del salario mínimo en el precio de los bienes con IVA en la ZLFN, se aplica la siguiente fórmula:
 Efecto SM en bienes con IVA =

$$[\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA} \times 100 \times \sum_{i \in CON IVA} (v_{i,100\%} \times w_i)] \times \frac{100-5}{100},$$

donde i indexa los genéricos, $v_{i,100\%}$ es la vinculación del genérico i para un aumento del salario mínimo del 100%, y w_i es el ponderador de cada genérico en el índice de precios de la ZLFN. Así, el término $\sum_{i \in CON IVA} (v_{i,100\%} \times w_i)$ es la vinculación ponderada, cuyo valor en esta estimación es de 13.21%. El factor $\frac{100-5}{100}$ divide entre 100 para obtener el efecto por punto porcentual del incremento al salario mínimo en la ZLFN, y lo multiplica por 95 para considerar que el salario mínimo se incrementó 100 en vez de 5%.

Para el efecto del salario mínimo en la inflación de los bienes sin IVA en la ZLFN, se aplica la siguiente fórmula:

$$\text{Efecto SM en bienes sin IVA} = [\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA} \times 100 \times \sum_{i \in SIN IVA} w_i] \times \frac{100-5}{100-16.21},$$

donde i indexa los genéricos y w_i es el ponderador de cada genérico en el índice de precios de la ZLFN. La suma de ponderadores de los genéricos sin IVA es de 0.42

pp. Es necesario tomar en cuenta que el coeficiente $\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA}$ se identificó utilizando el diferencial en el aumento al salario mínimo entre la ZLFN y el resto norte, por lo que estima el efecto de un incremento al salario mínimo de (100-16.21). Así el factor $\frac{100-5}{100-16.21}$ divide entre (100-16.21) para obtener el efecto por punto porcentual del incremento al salario mínimo y lo multiplica por (100-5) para considerar el efecto de que el salario mínimo se haya incrementado en 100 en vez de 5%.

Para el efecto de la reducción en la tasa del IVA en el precio de los bienes con IVA en la ZLFN, se aplica la siguiente fórmula:

$$\text{Efecto IVA en bienes con IVA} = [\hat{\theta}_{IVA}^{CON IVA} \times 100 \times \sum_{i \in CON IVA} w_i],$$

donde i indexa los genéricos y w_i es el ponderador de cada genérico en el índice de precios de la ZLFN. Excluyendo la gasolina, que no se incorpora en esta parte de la estimación, la suma de dichos ponderadores es de 0.47 pp.

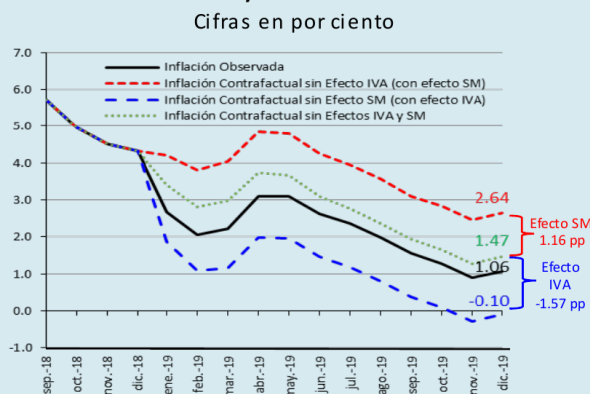
Tabla 3
Efectos sobre la inflación nacional acumulada de la ZLFN de enero a la segunda quincena de diciembre de 2019

Puntos porcentuales (pp)		
	Identificación	Incidencia a la inflación de la ZLFN
SM en bienes CON IVA	Comparar bienes con diferente % de vinculación al SM en la ZLFN	1.00
	Comparar bienes SIN IVA en ZLFN vs. resto de la región norte	0.16
IVA	Comparar bienes CON IVA en ZLFN vs. resto de la región norte	-0.84
IVA en gasolina	-	-0.73

Fuente: Elaboración de Banco de México.

En la Gráfica 6, se compara la trayectoria de la inflación observada en la ZLFN con escenarios contrafactuales en ausencia de cambios al salario mínimo o a la tasa del IVA. La línea roja punteada muestra la inflación en la ZLFN que se hubiese observado si el aumento al salario mínimo no hubiese estado acompañado de la reducción a la tasa del IVA. La línea azul punteada muestra la inflación que se hubiera presentado si se hubiera reducido la tasa del IVA sin aumentar el salario mínimo.

Gráfica 6
Trayectoria de la inflación observada y contrafactual de la ZLFN en ausencia de los efectos del cambio en el salario mínimo y en la tasa del IVA



Nota: Debido al redondeo de los efectos, el efecto neto puede ser diferente a la suma de las parciales.

Fuente: Elaboración de Banco de México

Además de la incertidumbre asociada a los supuestos que se utilizaron para la estimación, sobre los que se discute en la Sección 4, estos cálculos están sujetos a incertidumbre estadística. Así, para la estimación del efecto del salario mínimo se calcula que el intervalo de confianza al 95% alrededor de la estimación puntual de un efecto de 1.16 pp sobre la inflación general de la ZLFN iría de 0.66 a 1.66 pp; en tanto que el del efecto del IVA iría de -1.29 a -0.39 pp, con una estimación puntual de -0.84 pp. Así, para el efecto total estimado de las políticas implementadas en la ZLFN de -0.41 pp se obtiene un intervalo de confianza de -1.05 a 0.23 pp, el cual se calcula teniendo en cuenta la covarianza entre las estimaciones.¹⁷

3.2 Efecto sobre la inflación nacional

Para calcular el efecto sobre la inflación nacional, se procede en tres pasos que se muestran en la Tabla 4. En primer lugar, se pondera el efecto en la ZLFN tanto del salario mínimo como del IVA sobre la inflación nacional. Para esta ponderación, se multiplica el efecto en la ZLFN por la contribución de la ZLFN en el INPC, que es de 0.073. De esta manera, los efectos de ambas políticas sobre la inflación acumulada de la ZLFN que se mostraron en la sección anterior, se traducen en un impacto de 0.08 pp y -0.11 pp, respectivamente, sobre la inflación nacional.

Tabla 4
Efectos sobre la inflación nacional acumulada a la segunda quincena de diciembre de 2019

Puntos porcentuales (pp)			
	Efecto Salario Mínimo	Efecto IVA	Efecto Neto
1. Contribución de la inflación de la ZLFN a la inflación nacional	0.08	-0.11	-0.03
2. Contribución de la inflación del resto del país a la inflación nacional	0.33	0	0.33
3. Efecto total sobre la inflación nacional	0.42	-0.11	0.30

Nota: Los efectos se calculan comparando con un escenario en el que el salario mínimo aumenta 5% en todo el país. Debido al redondeo de los efectos, el efecto neto puede ser diferente a la suma de los parciales.

Fuente: Elaboración de Banco de México.

En segundo lugar, se calcula el efecto del aumento del salario mínimo en el resto del país sobre la inflación de esta región, para después obtener su contribución sobre la inflación nacional. Se utilizan los coeficientes estimados en la ZLFN $\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA}$ y $\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA}$, los ponderadores de cada bien que se cotiza en el resto del país sobre la inflación en el resto del país, y la vinculación en cada sector fuera de la ZLFN, tomando en cuenta que el salario mínimo en el resto del país se incrementó en 16.21%.¹⁸ De esta manera se

$$\begin{aligned} \text{Efecto SM en bienes con IVA} &= [\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA} \times 100 \times \sum_{i \in CON IVA} (v_{i,16.21\%} \times w_i)] \times \frac{16.21-5}{16.21} \\ &= [\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA} \times 100 \times 6.12] \times \frac{16.21-5}{16.21} \end{aligned}$$

Notar que en este caso se utiliza la vinculación a 16.21% ($v_{i,16.21\%}$) en lugar de a 100% como en la estimación de los efectos en la ZLFN, por lo cual $[\hat{\theta}_{SM}^{CON IVA} \times 100 \times \sum_{i \in CON IVA} (v_{i,16.21\%} \times w_i)]$ estima el efecto de un incremento al salario

¹⁷ Para este cálculo se aglomeran todos los errores estándar a nivel de sector SCIAN, lo cual se considera conservador.

¹⁸ Para calcular el efecto del salario mínimo en la inflación del resto del país, se aplican fórmulas análogas a las de la nota al pie 16, considerando que: i) fuera de la ZLFN la vinculación ponderada para los bienes con IVA es de 6.12%; ii) para los bienes sin IVA, la ponderación es de 0.50 pp, y iii) el cambio en el salario mínimo fue de 16.21%. Así, los efectos se pueden escribir como:

obtiene que el efecto del incremento del salario mínimo sobre la inflación acumulada a la segunda quincena de diciembre de 2019 en el resto del país fue de 0.36 pp, el cual resulta de sumar 0.34 pp del efecto del salario mínimo en bienes con IVA más 0.02 pp del efecto del salario mínimo en bienes sin IVA.¹⁹ Para obtener la contribución de dicho efecto sobre la inflación nacional, este se multiplica por la ponderación del resto del país en el INPC, que es de 0.927. Así, se obtiene que el efecto del aumento del salario mínimo de 16.21%, en lugar del 5% del escenario contrafactual, sobre la inflación nacional es de 0.33 pp.

Por último, se suma el efecto de la inflación de la ZLFN en la inflación nacional y el efecto de la inflación del resto del país en la inflación nacional. De esta manera, se estima que el efecto del salario mínimo sobre la inflación nacional acumulada a la segunda quincena de diciembre de 2019 fue de 0.42 pp, mientras que el efecto de la reducción del IVA en la ZLFN fue de -0.11 pp. Al sumar estos efectos, se obtiene un efecto neto de 0.30 pp sobre la inflación nacional.

En la Gráfica 7, se presenta la trayectoria de la inflación anual nacional y se compara con escenarios contrafactuales en ausencia de cambios al salario mínimo o a la tasa del IVA. Las diferencias entre la inflación observada y las contrafactuales a nivel nacional son más moderadas que las que se observan en la ZLFN, en parte porque el incremento en el salario mínimo fue menor, y en parte porque la ZLFN tiene una ponderación relativamente pequeña en el INPC nacional. Sin embargo, se observa que la inflación sin el cambio en el salario mínimo hubiera sido más baja a lo largo de la muestra analizada.

De manera análoga a como se calcularon los intervalos de confianza para los efectos de las políticas en la ZLFN, para los efectos sobre la inflación general nacional se estima que el intervalo de confianza al 95% alrededor de la estimación puntual de un efecto de 0.42 pp del salario mínimo iría de 0.23 a 0.60 pp; en tanto que el del efecto del IVA de -0.11 pp iría de -0.15 a -0.08 pp. Finalmente, el efecto neto sobre la inflación general anual nacional del aumento al salario mínimo en la ZLFN y en el resto del país, y de la reducción de la tasa de IVA en la ZLFN, tiene un intervalo de confianza de 0.11 a 0.49 pp, con una estimación puntual de 0.30 pp.

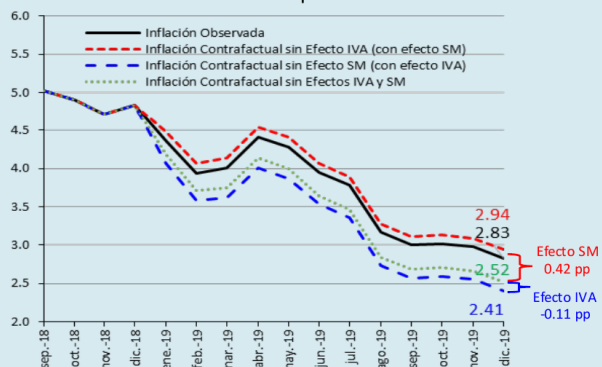
mínimo de 16.21%. El factor $\frac{16.21-5}{16.21}$ divide entre 16.21 para obtener el efecto por punto porcentual del incremento al salario mínimo en el resto del país, y lo multiplica por (16.21-5) para considerar que el salario mínimo se incrementó en 16.21 en vez de 5%.

$$\text{Efecto SM en bienes sin IVA} = [\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA} \times 100 \times 0.50] \times \frac{16.21-5}{100-16.21}$$

En este caso, es necesario tomar en cuenta que el coeficiente $\hat{\theta}_{SM}^{SIN IVA}$ se identificó utilizando el diferencial en el aumento al salario mínimo entre la ZLFN y el resto norte, por lo que estima el efecto de un incremento al salario mínimo de (100-16.21). Así el factor $\frac{16.21-5}{100-16.21}$ divide entre (100-16.21) para obtener el efecto por punto porcentual del incremento al salario mínimo y lo multiplica por (16.21-5) para considerar el efecto de que el salario mínimo se haya incrementado en 16.21 en vez de 5%.

¹⁹ El motivo por el que el efecto del incremento al salario mínimo fuera de la ZLFN es más que proporcional al diferencial del aumento salarial entre la ZLFN y el resto del país se atribuye a los distintos grados de vinculación. En efecto, mientras que el

Gráfica 7
Trayectoria de la inflación observada y contrafactual nacional en ausencia de los efectos del cambio en el salario mínimo y en la tasa del IVA
 Cifras en por ciento



Nota: Debido al redondeo de los efectos, el efecto neto puede ser diferente a la suma de las parciales.
 Fuente: Elaboración de Banco de México

4. Consideraciones sobre la estimación

La estimación del efecto sobre la inflación, como toda estimación de los efectos de políticas públicas, podría enfrentar incertidumbre asociada a los supuestos utilizados, además de la incertidumbre estadística intrínseca. Por un lado, el efecto en la inflación podría estar subestimado, si el incremento en el salario mínimo tuvo un efecto sobre los precios de vivienda y educación mayor al del promedio de los bienes y servicios utilizados en la estimación. De ser el caso, se estaría subestimado el efecto del salario mínimo. Lo anterior podría presentarse con mayor probabilidad en la educación, dada la elevada intensidad de mano de obra en el sector. También podría estar subestimado el efecto del salario mínimo en la inflación si se dio una reducción en precios como consecuencia de la menor tasa en el ISR en la ZLFN. La comparación de los bienes sin IVA entre la ZLFN y el resto de la región norte que identifica el efecto del salario mínimo estaría sesgada a la baja por menores precios en la ZLFN debido al efecto de la reducción en el ISR.

incremento de 100% en el salario mínimo de la ZLFN implicó una vinculación de 28.3% (28.3% de los trabajadores en diciembre de 2018 ganaban menos que el salario mínimo vigente a partir de enero de 2019), el aumento del salario mínimo de 16.21% en el resto del país se asoció a una vinculación de 14%. Así, si bien el aumento porcentual del salario mínimo en la ZLFN fue aproximadamente 6 veces el del resto del país, su vinculación ponderada solo fue de cerca del doble. Esto se debe, a su vez, a que la distribución de salarios fuera de la ZLFN tiende a ubicarse a la izquierda de la correspondiente a la ZLFN. De este modo, los efectos del salario mínimo serán mayores en tanto impliquen una mayor proporción de trabajadores vinculados.

Ahora bien, cabe aclarar que para efectos de la estimación se utilizaron vinculaciones por sector y región ponderadas por los pesos en la inflación de la ZLFN o del resto del país. La vinculación ponderada utilizada para calcular el efecto del salario mínimo sobre los bienes con IVA en la ZLFN es de 13.21%, en tanto que la del resto del país es de 6.12%. Estas vinculaciones ponderadas tienen una relación proporcional entre ellas muy similar a la que se observa para las vinculaciones sin ponderar antes mencionadas.

En el ejercicio de triple diferencia de la sección 2.2, el efecto de la reducción de tasa del IVA se estima comparando los precios de los bienes con IVA entre la ZLFN y el resto de la región norte, controlando por el efecto del salario mínimo, pero estimando este último comparando los precios de los bienes sin IVA entre las zonas, y no incorporando el efecto del salario mínimo en los bienes con IVA, que es mayor. Esto podría ocasionar que el efecto sobre la inflación de la reducción de la tasa del IVA haya sido subestimado.

Las estrategias de identificación podrían enfrentar otros riesgos. En particular, para la primera, basada en los bienes con IVA, podría existir algún otro choque sobre los precios, distinto del incremento al salario mínimo, que estuviera correlacionado positivamente con la vinculación al salario mínimo por sector y que hubiera iniciado en enero de 2019. Por ejemplo, en caso de que los sectores de mayor vinculación hubieran sufrido una desaceleración económica más pronunciada que los de menor vinculación, ello daría lugar a menores presiones en sus precios, ocasionando una subestimación del efecto del salario mínimo. Asimismo, un riesgo para la segunda estrategia de identificación, basada en los bienes sin IVA, sería que existiera algún otro choque sobre los precios, distinto del incremento al salario mínimo, que hubiera afectado de manera diferenciada a los precios de la ZLFN con respecto a los del resto de la zona norte iniciado en enero de 2019. La evidencia del comportamiento del empleo indica que la ZLFN sufrió una desaceleración más pronunciada que el resto de la región norte. Ello implicaría mayores presiones a la baja sobre los precios en la ZLFN, lo cual podría implicar una subestimación del efecto del salario mínimo.

Por otro lado, los coeficientes estimados para la ZLFN están basados en un cambio considerable en el salario mínimo, por lo que podrían estar sobreestimando el efecto de un aumento más moderado en la medida en que el impacto del salario mínimo en los precios sea no lineal. Sin embargo, son informativos para un escenario de un aumento de mayor magnitud del salario mínimo en el resto del país. Si además hay diferencias en factores de demanda que por alguna razón estuvieran ocasionando que los precios estén creciendo más rápido en la ZLFN que en el resto del país, el efecto del salario mínimo en los bienes sin IVA podría estar sobreestimado. No obstante, estas diferencias no afectarían la estimación del efecto del aumento del salario mínimo en los bienes con IVA, que es la de mayor magnitud, toda vez que esta se basa en información del interior de la ZLFN únicamente.

5. Consideraciones finales

Los resultados de este Recuadro muestran que el incremento del salario mínimo en la ZLFN tuvo un impacto estadísticamente significativo sobre la inflación de esta zona, estimado en 1.16 puntos porcentuales al cierre de 2019, respecto de un escenario en el que el aumento del salario mínimo hubiese sido de 5%. También se estima que el efecto del incremento al salario mínimo en la inflación de la ZLFN fue más que contrarrestado por un efecto a la baja en la inflación debido a la reducción de la tasa de IVA. El efecto total sobre la inflación general nacional del incremento del salario mínimo tanto en la ZLFN como en el resto del país al cierre de 2019 es de 0.42 pp. Sumando este efecto con el estimado para la inflación general nacional de la reducción en la tasa del IVA en la ZLFN de -0.11 pp, se encuentra que el efecto neto en la inflación nacional como consecuencia del aumento en el salario mínimo y la reducción de la tasa del IVA es de 0.30 pp al cierre de 2019. Incrementos adicionales al salario mínimo podrían tener efectos mayores a los aquí estimados en tanto impliquen una mayor proporción de trabajadores vinculados. No obstante, los efectos también dependen de la fase del ciclo en la que se encuentre la economía. Adicionalmente, cabe recordar que el ejercicio presentado no considera otros posibles efectos adversos sobre el mercado laboral, como se ha observado en la ZLFN, o sobre las expectativas de inflación de incrementos recurrentes de magnitud importante sobre el salario mínimo.

6. Referencias

- Card, D. (1992). Using Regional Variation in Wages to Measure the Effects of the Federal Minimum Wage. *ILR Review*, 46(1), pp. 22-37.
- Cengiz, D., Dube, A., Lindner, A., & Zipperer, B. (2019). The Effect of Minimum Wages on Low-wage Jobs. *The Quarterly Journal of Economics*, 134(3), pp. 1405-1454.
- Decreto de Estímulos Fiscales Región Fronteriza Norte (2018). Diario Oficial de la Federación. 31 de diciembre de 2018.
- Harasztosi, P., & Lindner, A. (2019). Who Pays for the Minimum Wage? *American Economic Review*, 109(8), pp. 2693-2727.
- Lemos, S. (2009). Minimum Wage Effects in a Developing Country. *Labour Economics*, 16(2), pp. 224-237.
- Pérez Pérez, J. (2019). El Salario Mínimo en los Sectores Formal e Informal: Evidencia Derivada de un Choque Inflacionario en Colombia. Documento de Investigación 2019-13, Banco de México.
- Racimo, M. (2018). VAT Incidence on Mexican Prices. Documento de Trabajo, Programa Interno de Verano. Banco de México.
- Stewart, M. B. (2002). Estimating the Impact of the Minimum Wage Using Geographical Wage Variation. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 64, pp. 583-586.

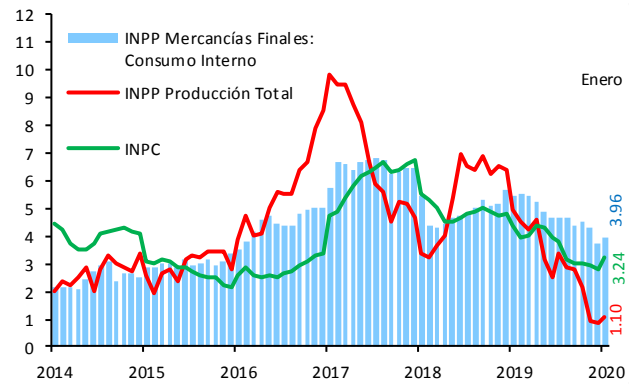
3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se redujo de 3.02% en el tercer trimestre de 2019 a 1.31% en el cuarto trimestre de 2019, ubicándose en 1.10% en enero de 2020. Al interior de este indicador, la variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales disminuyó entre los trimestres mencionados de 3.55 a 2.14% y alcanzó 1.85% en enero de 2020. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su variación anual promedio disminuyó de 3.64 a 1.29% en los trimestres referidos, situándose en 1.57% en enero de 2020. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró una baja en su variación anual promedio, al pasar de 1.73 a -0.77% durante el mismo periodo y a -0.82% en enero de 2020.

Se da seguimiento particular al subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno, toda vez que es un indicador que tiene poder predictivo sobre la evolución de los precios al

consumidor.⁷⁹ En este contexto, el subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno disminuyó su crecimiento anual entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019, al pasar de 4.56 a 4.19%, y en enero de 2020 se ubicó en 3.96% (Gráfica 374).

Gráfica 374
Índice Nacional de Precios Productor^{1/}
 Variación anual en por ciento



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

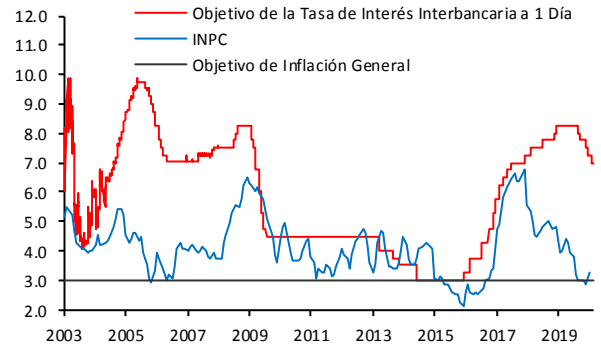
⁷⁹ Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril – Junio 2016, “¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC

por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP?”.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Respecto a las decisiones de política monetaria, en cada una de sus reuniones de noviembre y diciembre de 2019 y de febrero 2020, la Junta de Gobierno redujo en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En la reunión de noviembre, la Junta de Gobierno destacó que se mantenía el estancamiento que la actividad económica había venido mostrando por varios trimestres, ampliándose las condiciones de holgura de la economía a un ritmo mayor al previsto. Posteriormente, en su reunión de diciembre señaló que se esperaba que persistiera la debilidad registrada en la actividad económica, implicando la ampliación de la brecha de producto en terreno negativo respecto a lo observado en el trimestre anterior. Finalmente, en su reunión de febrero, destacó que las condiciones de holgura continuaron ampliándose. Así en estas reuniones, la Junta de Gobierno consideró que el balance de riesgos con respecto al crecimiento de la actividad económica continuaba sesgado a la baja y señaló que se mantenía la incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto de la trayectoria esperada. En este contexto, tomando en cuenta los niveles alcanzados por la inflación general y sus perspectivas en el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la mayor amplitud de las condiciones de holgura en la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas, la Junta de Gobierno decidió disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en cada una de las decisiones referidas, para alcanzar un nivel de 7.0% (Gráfica 375). Tomando en cuenta las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real *ex-ante* de corto plazo se ubica en un nivel cercano al 3.6% (Gráfica 376).

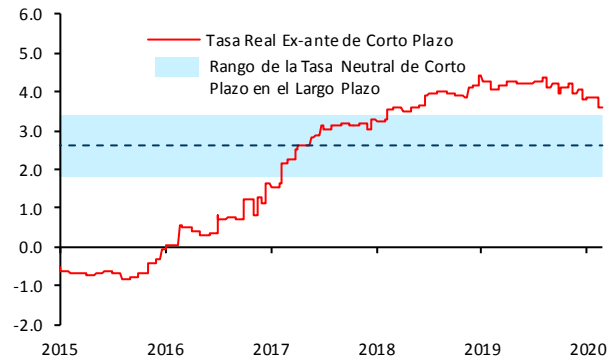
Gráfica 375
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General^{1/}
 Por ciento anual



^{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 enero 2020.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 376
Tasa Real *Ex- Ante* de Corto Plazo y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo^{1/}
 Por ciento anual



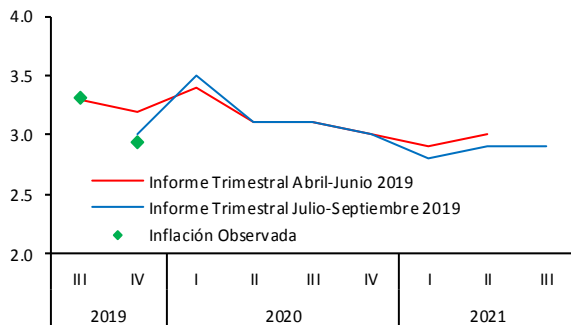
^{1/} La tasa real *ex-ante* de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.8 y 3.4%.

Fuente: Banco de México.

Considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, el Banco de México toma sus decisiones a partir de una evaluación cuidadosa y detallada de la coyuntura económica y de las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como las perspectivas de las mismas variables. Los pronósticos de inflación tienen gran importancia en este proceso, ya que permiten evaluar la trayectoria de la inflación con respecto a las previsiones del Banco. En este sentido, para guiar sus acciones de política monetaria, el Instituto Central da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos.

En cuanto a la evolución de la inflación con respecto a sus proyecciones, destaca que entre el tercer y el cuarto trimestre de 2019 la inflación general disminuyó ligeramente más de lo previsto en las proyecciones del Informe Trimestral Julio-Septiembre, publicado en noviembre de 2019. Lo anterior como resultado de la materialización de algunos factores que presionaron a la baja a la inflación no subyacente, toda vez que la inflación subyacente se redujo en línea con lo pronosticado (Gráficas 377 y 378).

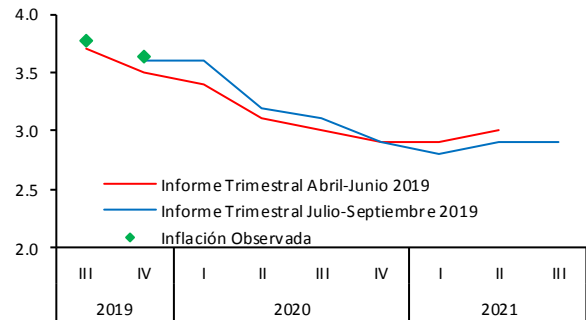
Gráfica 377
Pronósticos de Inflación General
Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

⁸⁰ La mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 3.50 a 3.54% entre las encuestas del 20 de septiembre de 2019 y la del 20 de febrero de 2020.

Gráfica 378
Pronósticos de la Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento

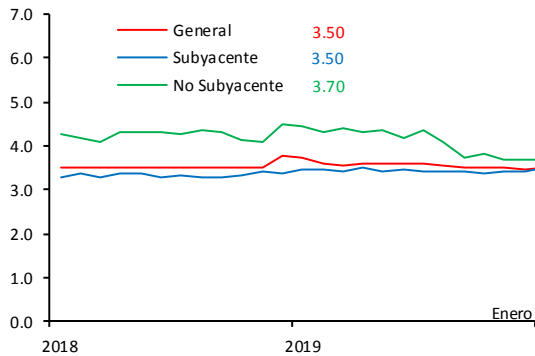


Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación con las expectativas de inflación de corto, mediano y largo plazos provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre analistas del sector privado, durante el periodo que cubre este Informe, estas se mantuvieron relativamente estables para la inflación general, mientras que presentaron aumentos para la inflación subyacente. En particular, entre septiembre y enero, la mediana de las expectativas para la inflación general al cierre de 2020 permaneció en un nivel de 3.50%. En contraste, la mediana de las expectativas del componente subyacente se revisó al alza de 3.40 a 3.50% durante el mismo periodo (Gráfica 379).⁸⁰ En cuanto a las expectativas de inflación de mediano plazo (próximos 4 años) y largo plazo (próximos 5 a 8 años), las medianas para la inflación general permanecieron en 3.50%. No obstante, destaca el incremento en el componente subyacente, cuyas medianas pasaron de 3.47 a 3.50% (próximos 4 años) y de 3.40 a 3.50% (próximos 5 a 8 años) (Gráficas 380 y 381).⁸¹

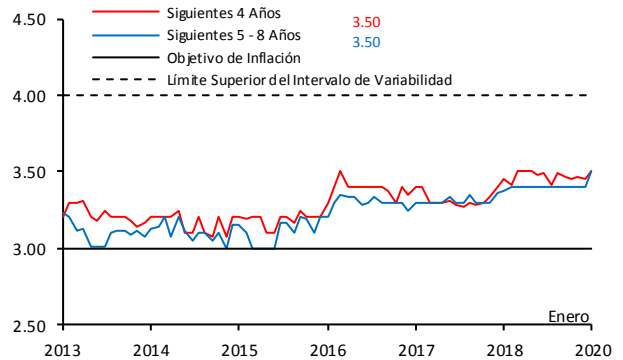
⁸¹ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 2 a 6 años), se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 20 de septiembre de 2019 y la del 20 de febrero de 2020.

Gráfica 379
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2020
 Por ciento



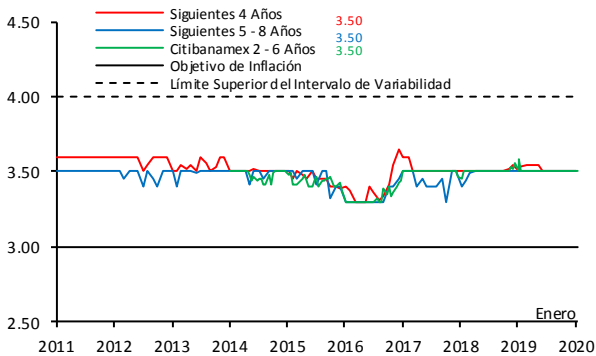
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 381
Medianas de las Expectativas de Inflación Subyacente a Distintos Plazos
 Por ciento



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

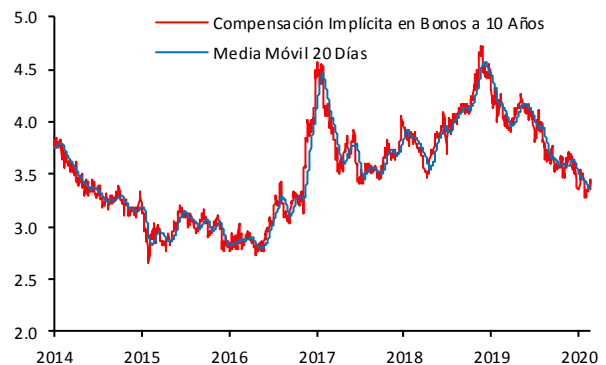
Gráfica 380
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
 Por ciento



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

Finalmente, durante el mismo periodo, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado continuó disminuyendo (Gráfica 382). En relación con sus componentes estimados, tanto las expectativas de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) como la prima por riesgo inflacionario mostraron reducciones (Gráficas 383 y 384).⁸²

Gráfica 382
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
 Por ciento



Nota: La compensación por inflación y riesgo inflacionario se calcula como la diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo.

Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

⁸² 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 383

Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}

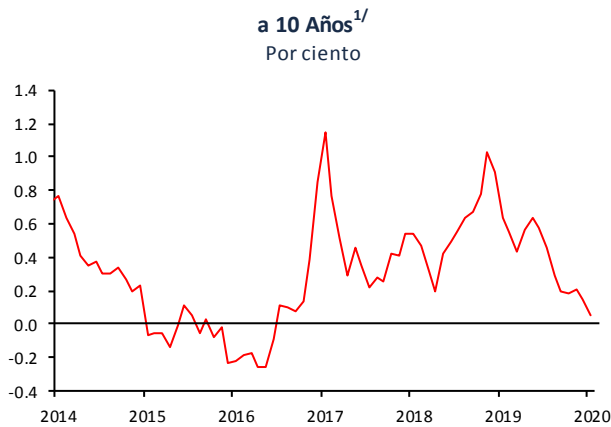


^{1/} La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

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

Gráfica 384

Estimación de la 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.

En cuanto a los determinantes de la inflación, con respecto a la posición cíclica de la economía, en el cuarto trimestre de 2019 se mantuvo el estancamiento de la actividad económica que se ha venido observando por varios trimestres. En este contexto, se estima que las condiciones de holgura hayan continuado ampliándose.

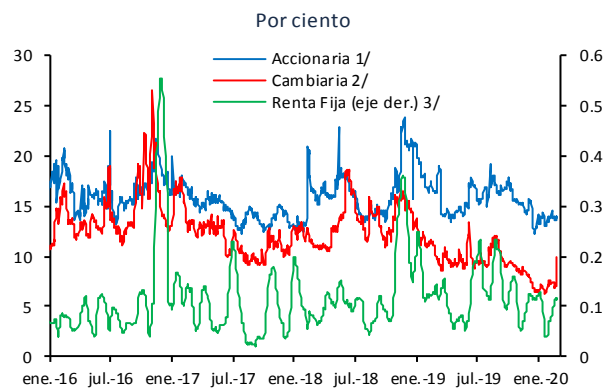
Durante el periodo que cubre este Informe, los mercados financieros nacionales registraron un comportamiento favorable, si bien se vieron presionados en dos episodios de volatilidad. El primero, durante la segunda mitad de noviembre, a

raíz de la amenaza de la imposición de aranceles a diversos países por parte de Estados Unidos y a la mayor aversión al riesgo hacia activos de países de América Latina, a raíz de los conflictos políticos y sociales en diversos países de la región. El segundo episodio, se registró a partir de la segunda mitad de enero, asociado al brote de coronavirus (Covid-19) en China y su contagio a otros países, lo cual ha provocado un incremento en la aversión al riesgo relacionado con su posible impacto económico a nivel global (Gráfica 385).

En este contexto, en cuanto al traspaso potencial de las variaciones cambiarias a los precios, destaca que de finales de septiembre a la fecha, el peso mexicano ha registrado una apreciación respecto a los niveles registrados en el trimestre previo. Entre los factores que contribuyeron a este comportamiento destaca el mayor apetito por riesgo entre los inversionistas como resultado de: i) una postura de política monetaria más acomodaticia en Estados Unidos en octubre y la consecuente depreciación del dólar; ii) la disminución de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, y la firma de la Fase 1 del acuerdo comercial entre ambos países, y iii) más recientemente, la ratificación del T-MEC por parte de Estados Unidos. No obstante, como se mencionó, el peso mostró dos episodios de volatilidad y fluctuó en el periodo que se reporta en un rango entre 18.57 y 19.80 pesos por dólar (Gráfica 386).

Gráfica 385

Volatilidad en los Mercados Financieros en México



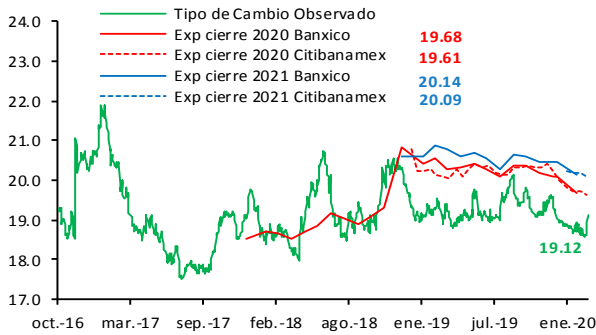
^{1/} Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.

^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

^{3/} Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

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

Gráfica 386
Tipo de Cambio Nominal^{1/}
Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de enero 2020 y de la encuesta Citibanamex del 20 de febrero de 2020.

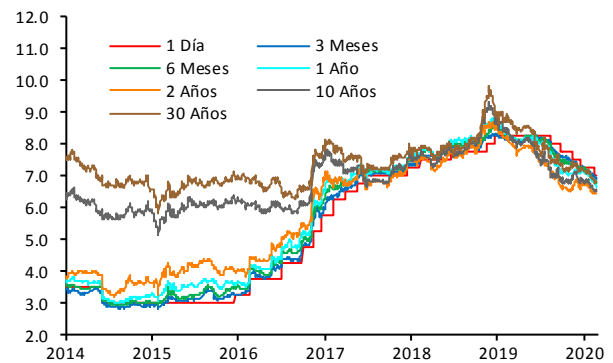
Fuente: Banco de México y Citibanamex.

En cuanto al contexto externo y a la posición monetaria relativa se destaca lo siguiente:

- i. Durante el periodo que cubre este Informe, las principales economías avanzadas han mantenido o ampliado sus posturas monetarias acomodaticias. Respecto de la política monetaria en Estados Unidos, como se mencionó previamente, en su reunión de octubre la Reserva Federal redujo el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base para ubicarlo en uno de entre 1.50 y 1.75%, como era esperado por el mercado. Posteriormente, en sus reuniones de diciembre y enero, mantuvo sin cambio este rango y reiteró que es el apropiado para alcanzar sus objetivos. Por su parte, como ya se mencionó, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambio su postura de política monetaria durante el periodo, después de haber anunciado importantes medidas de estímulo monetario en su reunión de septiembre.
- ii. En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México en el periodo de referencia, estas disminuyeron a lo largo de la curva de rendimientos. Las tasas de corto plazo se ajustaron a la baja, influidas principalmente por las decisiones de este Instituto Central de disminuir el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en cada una de sus reuniones de noviembre y diciembre de 2019 y de febrero de 2020. Asimismo, las

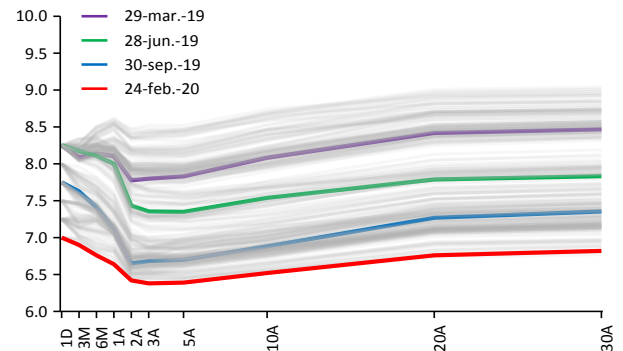
tasas de mediano y largo plazos tuvieron una tendencia a la baja en la mayor parte del periodo, si bien en noviembre presentaron un incremento a raíz de una mayor aversión al riesgo ante los conflictos políticos y sociales en América Latina mencionados previamente. Posteriormente, este aumento se revirtió en su totalidad durante diciembre y enero, a medida que estos riesgos se mitigaron. En el margen, la curva de rendimientos ha seguido desplazándose a la baja en línea con la curva de Estados Unidos, lo que ha reflejado la expectativa de mayor debilidad de la actividad económica global, ante el brote de coronavirus (Covid-19). En particular, las tasas a 3 meses, 2 años y 10 años disminuyeron de 7.6 a 6.9%, de 6.7 a 6.4% y de 6.9 a 6.5%, respectivamente (Gráficas 387 y 388).

Gráfica 387
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 388
Curva de Rendimientos de México
Por ciento

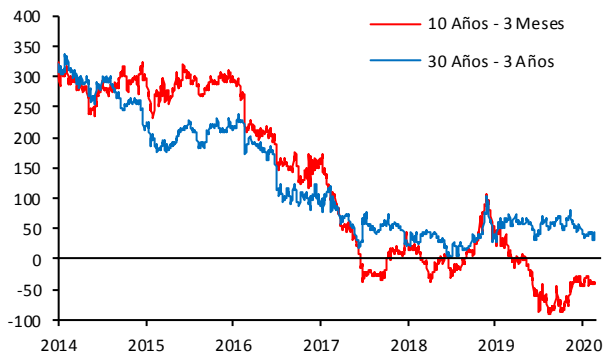


Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 2 de enero de 2019.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

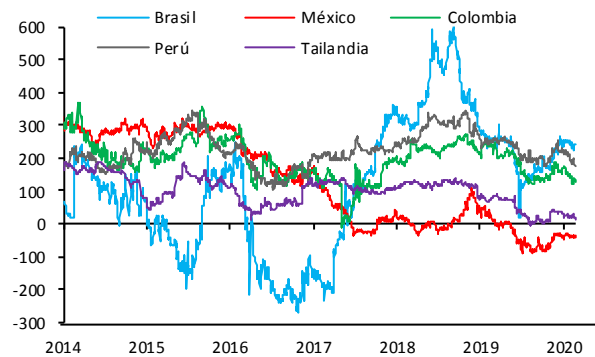
iii. Dado el comportamiento anteriormente descrito, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) aumentó en el periodo de referencia. Cabe destacar que la pendiente observada en México se sigue ubicando en niveles menores a los de otras economías emergentes (Gráficas 389 y 390). Los dos componentes de la tasa de interés de 10 años en México –la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo en el mismo horizonte y la prima por plazo– disminuyeron en el periodo que cubre este Informe (Gráfica 391). Cabe señalar que la prima por plazo es particularmente sensible a la materialización de algún riesgo idiosincrásico.

Gráfica 389
Pendiente de la Curva de Rendimientos
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 390
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
(10 años - 3 meses)
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

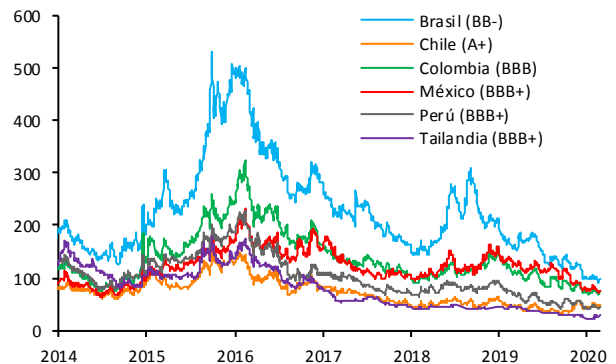
Gráfica 391
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México
Puntos porcentuales



Fuente: Estimación del Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

iv. Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México presentaron disminuciones durante el periodo de referencia, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. No obstante, estos permanecen en niveles elevados respecto a los de economías de calificación crediticia comparable (Gráfica 392).

Gráfica 392
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional^{1/}
Puntos base

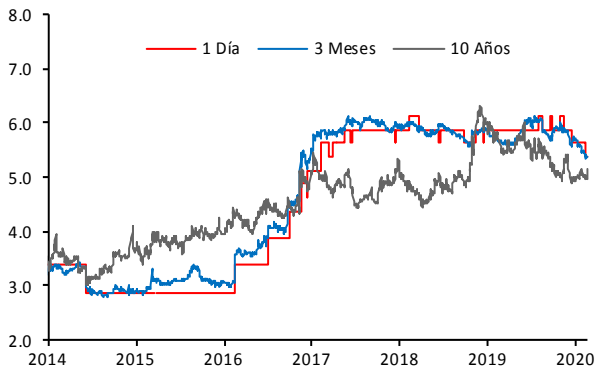


^{1/} Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.

Nota: La mediana de la calificación soberana para cada país se muestra entre paréntesis y corresponde a la mediana de las calificaciones de Fitch Ratings, Moody's y Standard & Poor's, normalizadas a la escala de esta última.

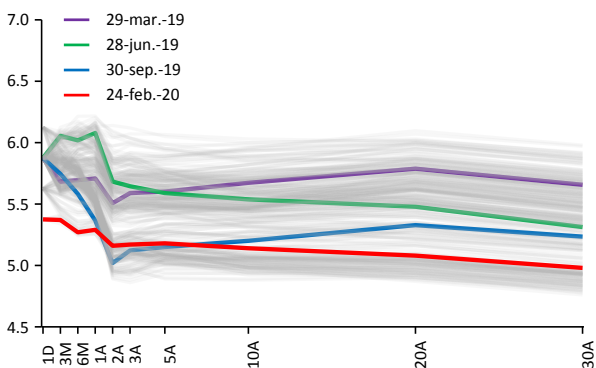
- v. Los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos para el corto (de 1 día a 6 meses) y largo plazos (de 10 a 30 años) disminuyeron, mientras que aquellos de 1 a 5 años se mantuvieron estables (Gráficas 393 y 394). Es importante mencionar que los diferenciales para 3 meses y 1 año, ajustando por volatilidad, permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes (Gráficas 395 y 396).

Gráfica 393
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
 Por ciento



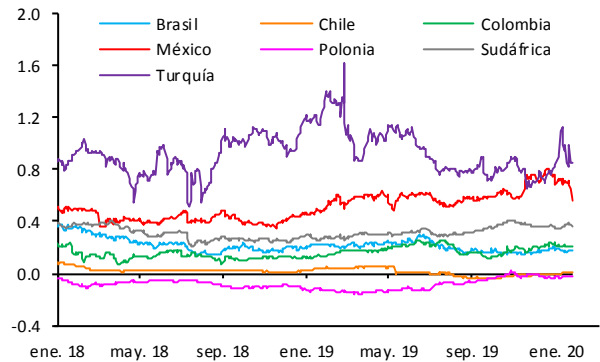
^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado para la Reserva Federal
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 394
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos porcentuales



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 2 de enero de 2019.
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

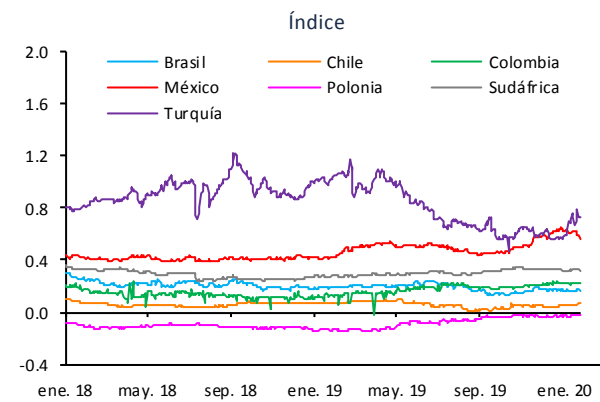
Gráfica 395
Diferencial de Tasas de Interés de Países Emergentes y Estados Unidos a 3 meses Ajustado por Volatilidad
 Índice



Nota: Los estimados se calcularon con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 3 meses, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.
 Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

Finalmente, es importante destacar que persisten riesgos cuya materialización pudiera generar episodios de volatilidad en los mercados financieros nacionales, incluyendo los asociados a las perspectivas crediticias, tanto para la deuda de Pemex como la soberana.

Gráfica 396
Diferencial de Tasas de Interés de Países Emergentes y Estados Unidos a 1 año Ajustado por Volatilidad
 Índice



Nota: Los estimados se calcularon con el diferencial implícito en los forwards cambiarios a 1 año, ajustados por la volatilidad implícita al mismo plazo.
 Fuente: Cálculos de Banco de México con datos de Bloomberg.

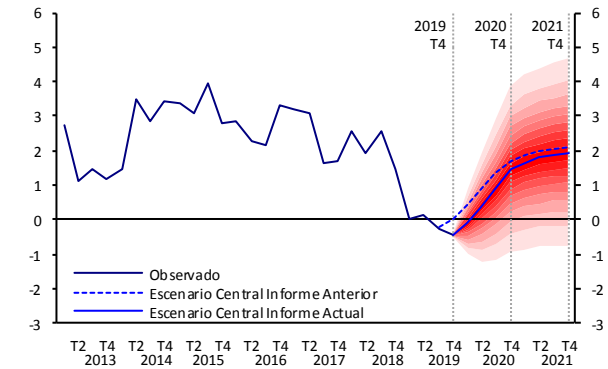
5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2020 se revisan de un intervalo de entre 0.8 a 1.8% a uno de entre 0.5 a 1.5%. Para 2021 se estima que la expansión del PIB se encuentre en un intervalo de entre 1.1 a 2.1%, que se compara con uno de entre 1.3 a 2.3% del Informe previo (Gráficas 397 y 398).⁸³ La revisión para 2020 responde, en parte, a una menor base de crecimiento a la esperada anteriormente, derivada, a su vez, de la ligera reducción de la actividad económica reportada para el cuarto trimestre de 2019. Asimismo, estas previsiones anticipan una recuperación más gradual de la demanda interna a lo largo del horizonte de pronóstico, en un contexto en el que prevalece la debilidad de la economía global y en el que, en particular, las expectativas para la producción industrial en Estados Unidos se han vuelto a revisar a la baja.⁸⁴ Cabe señalar que existe un alto grado de incertidumbre alrededor de estas perspectivas, toda vez que se considera que la economía mexicana continuará enfrentando un entorno complejo en el horizonte de pronóstico. Sobresale la incertidumbre relacionada con los efectos que el brote de coronavirus pudiera tener en la actividad económica mundial y en especial en las cadenas globales de valor.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, se sigue esperando que las condiciones de holgura se mantengan relajadas a lo largo del horizonte de pronóstico (Gráficas 399, 400 y 401).

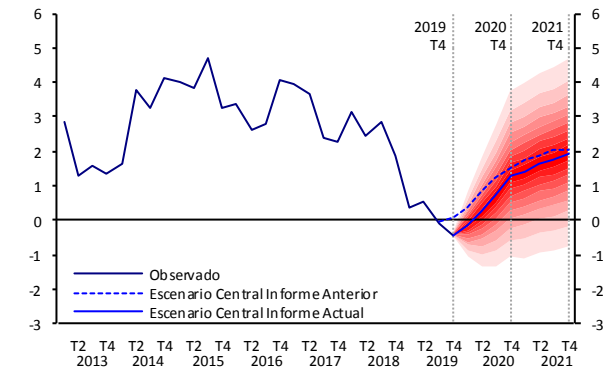
Gráfica 397
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 398
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

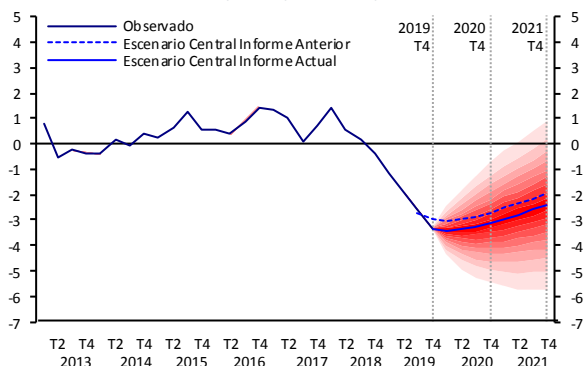
⁸³ Cabe notar que, por ser año bisiesto, en 2020 habrá un día adicional relativo a 2019. Ello conducirá a que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea mayor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad, toda vez que esta última controla por este efecto. Del mismo modo, en 2021 habrá un día menos en relación con 2020, lo que ocasionará que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea inferior que la calculada con datos

desestacionalizados. Como referencia, en 2016 y 2017 la diferencia entre estas dos tasas de crecimiento fue de cerca de tres décimas.

⁸⁴ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en febrero de 2020, se esperan expansiones de la producción industrial en Estados Unidos para 2020 y 2021 de 0.4 y 1.5%, las cuales se comparan con las de 0.7 y 1.5% reportadas en el Informe anterior.

Gráfica 399

Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto, a.e.
Porcentaje del producto potencial

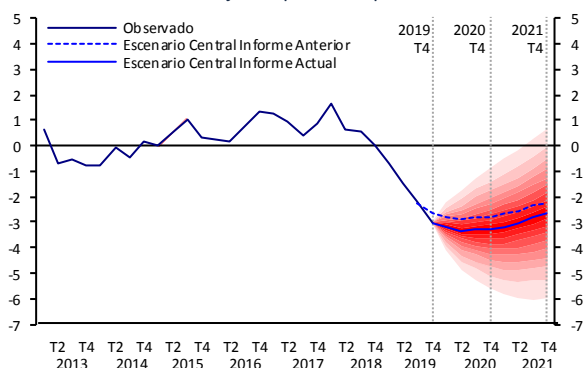


a.e./ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 400

Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto
Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Porcentaje del producto potencial

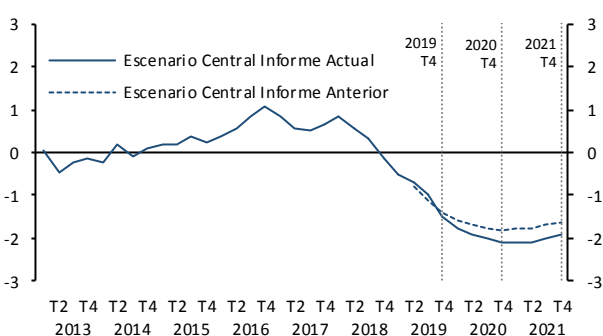


a.e./ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 401

Indicador de Holgura Trimestral



Notas: i) En el Escenario Central del Informe Actual el pronóstico inicia en 2019 T4. En el caso del Escenario Central del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2019 T3. ii) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero. iii) No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.

Fuente: Banco de México.

Empleo: Los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para 2020 se ajustan de un rango de entre 500 y 600 mil puestos de trabajo en el Informe anterior a uno de entre 440 y 540 mil puestos de trabajo. Para 2021 se espera un intervalo de entre 470 y 570 mil puestos de trabajo, mismo que se compara con uno de entre 510 y 610 mil puestos de trabajo en el Informe anterior.

Cuenta Corriente: Para 2020, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.9 y 11.6 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 0.9% del PIB, en el mismo orden), previsiones menores que las reportadas en el Informe anterior de 10.9 y 18.1 miles de millones de dólares, respectivamente (0.8 y 1.4% del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2021 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.5 y 20.6 miles de millones de dólares, respectivamente (1.0 y 1.5% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las del Informe previo de 15.6 y 23.7 miles de millones dólares, respectivamente (1.1 y 1.7% del PIB, en el mismo orden).

Balance de riesgos para el crecimiento: En un entorno de marcada incertidumbre, los elementos de riesgo externos e internos que persisten dan lugar a que el balance de riesgos para la actividad económica del país se mantenga sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja en el horizonte de pronóstico destacan:

- xi. Un agravamiento de las tensiones comerciales que afecte al crecimiento, la inversión y el comercio globales, así como a los mercados financieros internacionales, en detrimento de la actividad económica en México. Si bien en el corto plazo este riesgo se ha mitigado ante la ratificación del T-MEC por parte de Estados Unidos y el acuerdo Fase 1 alcanzado entre Estados Unidos y China, prevalece cierto grado de incertidumbre respecto de la fecha de entrada en vigor del T-MEC, al tiempo que, en un contexto de elecciones presidenciales en Estados Unidos, persisten diferencias entre ese país y algunos de sus principales socios comerciales.
- xii. Que se observe una desaceleración mayor a la esperada de la economía y el comercio globales como consecuencia de los efectos del brote del coronavirus en China o cuando expiren los

estímulos fiscales vigentes en Estados Unidos o en caso de observarse una menor producción industrial en ese país a la esperada.

- xiii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por: a) un menor apetito por riesgo, posiblemente asociado a acontecimientos geopolíticos, a los efectos del brote de coronavirus a nivel mundial o por un nuevo escalamiento de tensiones comerciales a nivel global; b) un posible contagio proveniente de otras economías emergentes, particularmente ante un entorno de incertidumbre política y social en diversos países.
- xiv. Que se retrase la recuperación de la actividad económica ante una mayor y más persistente debilidad de los componentes de la demanda agregada a la anticipada. En particular, que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha afectado a la inversión y que ello ocasione que se difieran planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
- xv. Que se observe un deterioro adicional en la calificación de la deuda de Pemex o soberana, lo que podría afectar el acceso a los mercados financieros.
- xvi. Que el ejercicio del gasto público sea menor al esperado.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico destacan:

- i. Que la etapa de ratificación final del T-MEC y su entrada en vigor propicien una inversión mayor a la esperada.

- ii. Un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado, que favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.

- iii. Que se observe un dinamismo de la demanda agregada mayor al previsto, derivado de un aumento en el gasto de los consumidores o de que algunos sectores productivos enfrenten mejores condiciones para aumentar sus inversiones en caso de que se mitiguen algunos factores de riesgo tanto globales como internos.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: Las previsiones para la inflación general anual se revisan moderadamente al alza a partir del segundo trimestre de 2020 respecto a las que se presentaron en el Informe Trimestral anterior. Este ajuste obedece a la revisión al alza en la inflación no subyacente por variaciones de precios de los productos agropecuarios mayores a las previstas anteriormente, efecto parcialmente contrarrestado por la expectativa de menores incrementos de precios de los energéticos respecto al Informe previo, asociados a menores cotizaciones para sus referencias internacionales; así como por el efecto que se estima tenga el aumento otorgado al salario mínimo en enero de 2020 sobre el resto de las revisiones salariales y el proceso de formación de precios, contrarrestado en parte por la expectativa de mayores condiciones de holgura en la economía. De esta forma, se prevé que la inflación general anual se mantenga en niveles menores a 3.4% en el horizonte de pronóstico y se ubique en 3% en el primer trimestre de 2021. Asimismo, la trayectoria para la inflación subyacente anual se ajusta ligeramente al alza, si bien mantiene una tendencia decreciente, previéndose que se ubique en 3% en el cuarto trimestre de 2020 (Cuadro 14, Gráficas 402 y 403).

Cuadro 14
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
Variación anual en por ciento

	2019		2020				2021			
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
INPC										
Informe Actual ^{1/}	3.3	2.9	3.3	3.3	3.4	3.2	3.0	3.0	3.1	3.0
Informe Anterior ^{2/}	3.3	3.0	3.5	3.1	3.1	3.0	2.8	2.9	2.9	
Subyacente										
Informe Actual ^{1/}	3.8	3.6	3.6	3.3	3.2	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9
Informe Anterior ^{2/}	3.8	3.6	3.6	3.2	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9	

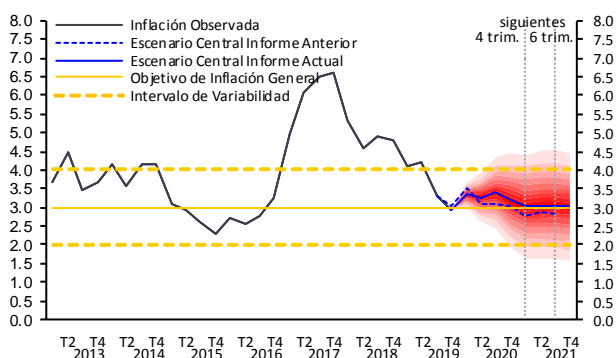
^{1/} Pronóstico a partir de febrero de 2020.

^{2/} Pronóstico a partir de noviembre de 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 402

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

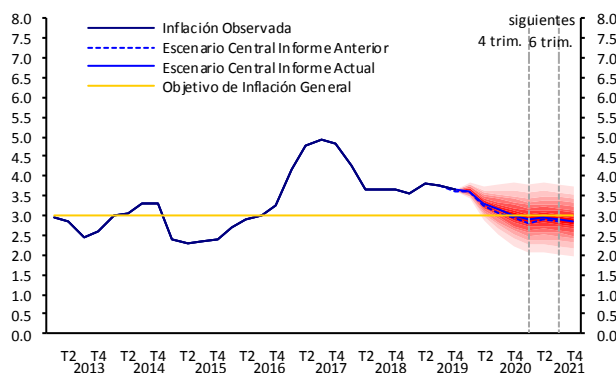


^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del primer trimestre de 2020, es decir, el primer y tercer trimestre 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 403

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 2020, es decir, el primer y tercer trimestre de 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

En el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes.

Al alza:

- xx. La resistencia a disminuir de la inflación subyacente.
- xxi. Que el aumento en los salarios mínimos conduzca a incrementos salariales por encima de las ganancias en productividad en diferentes segmentos de la población ocupada y que ello genere presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y en los precios.
- xxii. Que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos —como una reducción en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales o el proceso electoral en Estados Unidos— o por factores internos.

xxiii. Aumentos mayores a los previstos en los precios agropecuarios.

xxiv. Que se deterioren las finanzas públicas.

A la baja:

- ix. Que se presenten reducciones mayores en los precios de los energéticos en los mercados internacionales ante un posible entorno de desaceleración global influido en parte por el brote del coronavirus.
- x. Que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor a lo previsto.

- xi. Que se aprecie en mayor magnitud la cotización de la moneda nacional.

En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto al balance de riesgos para la trayectoria descrita de la inflación.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Así, se promueve la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta y el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos en niveles congruentes con dicha meta. Con ello, el Banco de México busca cumplir con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

En un entorno de debilidad económica y de marcada incertidumbre, los avances en materia comercial alcanzados en torno a la relación comercial en Norte América han reducido la incertidumbre asociada con uno de los factores que habían estado afectando de manera adversa la inversión en México. En particular, el hecho de que se preserve –y que hacia delante se profundice– la integración económica de la región debería promover una mayor inversión en el país, impulsada por aquellos proyectos que se habían pospuesto ante la incertidumbre en la política comercial, por nuevas oportunidades de negocio, así como por un ambiente de mayor apetito por riesgo a nivel global. Para aprovechar plenamente los avances en materia comercial, la inclusión de México en las cadenas globales de valor y lograr reactivar la inversión y el crecimiento en México, es prioritario incrementar la confianza en el país, reforzar los fundamentos de la economía y atender los obstáculos que le han impedido alcanzar un mayor crecimiento de mediano plazo. Así, es necesario adoptar acciones que reduzcan la incertidumbre económica interna, de modo que se mejore la percepción sobre el clima de negocios en el país y se recupere la inversión. También es importante implementar acciones que incidan sobre los factores que han inhibido por varios años una mayor inversión y que han dado lugar a bajos niveles de productividad en la economía, en detrimento de su crecimiento potencial. En particular, se deben aplicar medidas que generen incentivos que fomenten la competencia, la creación de valor, y una mayor eficiencia en la asignación de recursos. Adicionalmente, es indispensable encaminar políticas que fortalezcan el estado de derecho, de manera que es primordial continuar con el combate a la inseguridad, la corrupción y la impunidad, garantizando la certeza jurídica, el cumplimiento del marco legal y el respeto a la propiedad privada. Todos estos esfuerzos promoverían la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad, lo cual permitiría generar empleos mejor remunerados de manera sostenible, y contribuirían a enfrentar desde bases más sólidas los retos económicos que se presenten ante el entorno internacional adverso y complejo que prevalece.

ANEXOS

Anexo1. Publicaciones del Banco de México en el año 2019	331
Anexo 2. 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, los Informes Trimestrales y los Reportes de Estabilidad Financiera	344
Anexo 3. Relación de México con el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, el Grupo de los Veinte y otros foros internacionales	345
Anexo 4. Apéndice Estadístico	349
Anexo 5. Balance General	413

Anexo 1

Publicaciones del Banco de México en el año 2019

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

27/02/2019	Informe trimestral, octubre-diciembre 2018
30/01/2019	Programa de política monetaria para 2019
29/05/2019	Informe trimestral, enero-marzo 2019
28/08/2019	Informe trimestral, abril-junio 2019
28/08/2019	Recuadro 1. Efectos de la Mayor Incertidumbre en la Inversión de Negocios de Estados Unidos
28/08/2019	Recuadro 2. Evolución Reciente del Empleo Afiliado al IMSS a Nivel Sectorial y Regional
28/08/2019	Recuadro 3. Plan de Negocios de PEMEX
28/08/2019	Recuadro 4. Actualización de la Estimación de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México
28/08/2019	Recuadro 5. Evolución de las Primas por Plazo en México
27/11/2019	Informe Trimestral, julio-septiembre 2019
27/11/2019	Recuadro 1. Algunas Consideraciones sobre los Posibles Efectos de las Tensiones Comerciales y la Política Monetaria de Estados Unidos sobre la Economía Mundial
27/11/2019	Recuadro 2. Indicador Latente de Actividad Económica con base en un Modelo de Extracción de Señales
27/11/2019	Recuadro 3. Estimación de los Efectos Precio y Cantidad en la Evolución de la Dinámica de la Balanza Comercial No Petrolera de México
27/11/2019	Recuadro 4. M1 y su Potencial de Predicción de la Actividad Económica
27/11/2019	Recuadro 5. El Rol de las Importaciones en la Evolución de la Inflación de Mercancías
27/11/2019	Recuadro 6. Importancia de la Autonomía del Banco Central y del Mandato de Estabilidad de Precios

1.2. Reporte sobre las Economías Regionales

14/03/2019	Reporte sobre las economías regionales, octubre-diciembre 2018
12/06/2019	Reporte de estabilidad financiera junio 2019
13/06/2019	Reporte sobre las economías regionales, enero-marzo 2019
12/09/2019	Reporte sobre las economías regionales, abril-junio 2019
12/09/2019	Recuadro 1. La Fortaleza de las Instituciones, el Tamaño de las Empresas y la Vocación Exportadora en las Economías Regionales
12/09/2019	Recuadro 2. Derramas Directas e Indirectas sobre la Producción Bruta, el Empleo y el Valor Agregado de los Clústeres de Industrias Relacionadas

12/09/2019	Recuadro 3. Percepción del Riesgo para la Actividad Económica de las Empresas ante una Posible Imposición de Aranceles a las Exportaciones Mexicanas por parte de Estados Unidos
04/12/2019	Reporte de Estabilidad Financiera, diciembre 2019
11/12/2019	Reporte sobre las Economías Regionales, julio-septiembre 2019
11/12/2019	Recuadro 1. Medición de la Productividad por Unidad de Luminosidad en las Entidades Federativas de México
11/12/2019	Recuadro 2. Percepción de Riesgo para la Actividad Económica de las Empresas ante el Conflicto Comercial entre China y Estados Unidos
11/12/2019	Recuadro 3. Dinámica Reciente de los Precios de las Colegiaturas de las Universidades Privadas
11/12/2019	Recuadro 4. Extorsión y Actividad de las Empresas en las Regiones de México

1.3. Informes sobre el presupuesto aprobado de gasto corriente e inversión física

30/01/2019	Informe sobre el presupuesto aprobado de gasto corriente e inversión física de 2019
------------	---

1.4. Informes sobre el ejercicio del presupuesto

30/01/2019	Informe sobre el ejercicio del presupuesto al tercer trimestre de 2018
04/03/2019	Informe sobre el ejercicio del Presupuesto al cuarto trimestre de 2018
31/03/2019	Informe sobre el ejercicio del presupuesto al primer trimestre de 2019
31/12/2019	Informe sobre el ejercicio del Presupuesto al Cuarto Trimestre de 2019

1.5. Informe anual sobre las infraestructuras de los mercados financieros

28/11/2019	Informe sobre el ejercicio del Presupuesto al Cuarto Trimestre de 2019
------------	--

2. Documentos de investigación

15/03/2019	2019-05 Dinámica de exportaciones de firmas y tipo de cambio: un análisis cuantitativo
05/03/2019	2019-04 La participación laboral y el ciclo económico en México
05/03/2019	2019-03 Estática comparativa Bayesiana
19/02/2019	2019-02 La microeconomía de la oferta de exportación: evidencia a nivel empresa para México
17/01/2019	2019-01 Financiamiento en moneda extranjera y mercados de divisas: el caso de México después de GFC
03/04/2019	2019-06 Cadenas globales de valor: una perspectiva histórica
23/04/2019	2019-07 Contratos, dinámica de firmas y productividad agregada
19/06/2019	2019-08 Midiendo el costo de la política de vivienda en EUA
27/06/2019	2019-09 Miedo a los impuestos (Disponible sólo en inglés)
12/07/2019	2019-10 Evolución y características del traspaso del tipo de cambio a precios en México
05/08/2019	2019-11 Determinantes de las exportaciones manufactureras estatales de México, 2007-2015
14/08/2019	2019-12 Incertidumbre y volatilidad del tipo de cambio: el caso de México
26/08/2019	2019-13 El salario mínimo en los sectores formal e informal: evidencia derivada de un choque inflacionario en Colombia

18/09/2019	2019-14 Productividad, markups y comercio: evidencia de las industrias manufactureras mexicanas (Disponible solo en inglés)
18/09/2019	2019-14 Productividad, markups y comercio: evidencia de las industrias manufactureras mexicanas (Disponible solo en inglés)
22/10/2019	2019-15 Inversión para la ventana demográfica en América Latina (Disponible solo en inglés)
11/11/2019	2019-16 Traspaso no lineal del tipo de cambio en México (Disponible solo en inglés)
04/12/2019	2019-17 Dinámica de la inflación en México: un análisis de Wavelets
09/12/2019	2019-18 La independencia de los bancos centrales y la inflación: un análisis empírico
11/12/2019	2019-19 ¿Qué tan importantes son los flujos de capital para los precios de la vivienda en las economías emergentes? (Disponible solo en inglés)
13/12/2019	2019-21 El empoderamiento de las mujeres: sus efectos agregados en ahorro y riqueza (Disponible solo en inglés)
13/12/2019	2019-20 Matrices de contabilidad social para las regiones de México

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

28/03/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento
07/02/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento
16/05/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento
27/06/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento
15/08/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base
26/09/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base
14/11/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base
19/12/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

21/02/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 7 de febrero de 2019
03/01/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 20 de diciembre de 2018
11/04/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 28 de marzo de 2019

30/05/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 16 de mayo de 2019
11/07/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 27 de junio de 2019
29/08/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 15 de agosto de 2019
10/10/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 26 de septiembre de 2019
28/11/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 14 de noviembre de 2019

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

26/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de marzo de 2019
20/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de marzo de 2019
12/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de marzo de 2019
05/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 1 de marzo y del mes de febrero de 2019
26/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de febrero de 2019
19/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de febrero de 2019
12/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de febrero de 2019
06/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 1 de febrero y del mes de enero de 2019
29/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 25 de enero de 2019
22/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 18 de enero de 2019
15/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 11 de enero de 2019
08/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 4 de enero de 2019 y del mes de diciembre de 2018
02/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de diciembre de 2018
02/04/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 29 de marzo y del mes de marzo de 2019
09/04/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 5 de abril de 2019
16/04/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 12 de abril de 2019
23/04/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de abril de 2019
30/04/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 26 de abril de 2019
07/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 3 de mayo y del mes de abril de 2019
14/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 10 de mayo de 2019
21/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de mayo de 2019
28/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 24 de mayo de 2019
04/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 31 de mayo y del mes de mayo de 2019

11/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 7 de junio de 2019
18/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 14 de junio de 2019
25/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 21 de junio de 2019
02/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de junio y del mes de junio de 2019
09/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 5 de julio de 2019
16/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 12 de julio de 2019
23/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 19 de julio de 2019
30/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 26 de julio de 2019
06/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 2 de agosto y del mes de julio de 2019
13/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 9 de agosto de 2019
20/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 16 de agosto de 2019
27/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 23 de agosto de 2019
03/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 30 de agosto y del mes de agosto de 2019
10/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 6 de septiembre de 2019
18/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 13 de septiembre de 2019
24/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 20 de septiembre de 2019
01/10/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 27 de septiembre de 2019
08/10/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 4 de octubre y del mes de septiembre de 2019
15/10/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 11 de octubre de 2019
22/10/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 18 de octubre de 2019
29/10/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 25 de octubre de 2019
05/11/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 1 de noviembre y del mes de octubre de 2019
12/11/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de noviembre de 2019
20/11/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de noviembre de 2019
26/11/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de noviembre de 2019
03/12/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 29 de noviembre y del mes de noviembre de 2019
10/12/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 6 de diciembre de 2019
17/12/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 13 de diciembre de 2019
24/12/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 20 de diciembre de 2019
31/12/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 27 de diciembre de 2019

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

26/03/2019	Información semanal al 22 de marzo de 2019
------------	--

20/03/2019	Información semanal al 15 de marzo de 2019
12/03/2019	Información semanal al 8 de marzo de 2019
05/03/2019	Información semanal al 1 de marzo de 2019
26/02/2019	Información semanal al 22 de febrero de 2019
19/02/2019	Información semanal al 15 de febrero de 2019
12/02/2019	Información semanal al 8 de febrero de 2019
06/02/2019	Información semanal al 1 de febrero de 2019
29/01/2019	Información semanal al 25 de enero de 2019
22/01/2019	Información semanal al 18 de enero de 2019
15/01/2019	Información semanal al 11 de enero de 2019
08/01/2019	Información semanal al 4 de enero de 2019
02/01/2019	Información semanal al 28 de diciembre de 2018
02/04/2019	Información semanal al 29 de marzo de 2019
09/04/2019	Información semanal al 5 de abril de 2019
16/04/2019	Información semanal al 12 de abril de 2019
23/04/2019	Información semanal al 17 de abril de 2019
30/04/2019	Información semanal al 26 de abril de 2019
07/05/2019	Información semanal al 3 de mayo de 2019
14/05/2019	Información semanal al 10 de mayo de 2019
21/05/2019	Información semanal al 17 de mayo de 2019
28/05/2019	Información semanal al 24 de mayo de 2019
04/06/2019	Información semanal al 31 de mayo de 2019
11/06/2019	Información semanal al 7 de junio de 2019
18/06/2019	Información semanal al 14 de junio de 2019
25/06/2019	Información semanal al 21 de junio de 2019
02/07/2019	Información semanal al 28 de junio de 2019
09/07/2019	Información semanal al 5 de julio de 2019
16/07/2019	Información semanal al 12 de julio de 2019
23/07/2019	Información semanal al 19 de julio de 2019
30/07/2019	Información semanal al 26 de julio de 2019
06/08/2019	Información semanal al 2 de agosto de 2019
13/08/2019	Información semanal al 9 de agosto de 2019
20/08/2019	Información semanal al 16 de agosto de 2019
27/08/2019	Información semanal al 23 de agosto de 2019

03/09/2019	Información semanal al 30 de agosto de 2019
10/09/2019	Información semanal al 6 de septiembre de 2019
18/09/2019	Información semanal al 13 de septiembre de 2019
24/09/2019	Información semanal al 20 de septiembre de 2019
01/10/2019	Información semanal al 27 de septiembre de 2019
08/10/2019	Información semanal al 4 de octubre de 2019
15/10/2019	Información semanal al 11 de octubre de 2019
22/10/2019	Información semanal al 18 de octubre de 2019
29/10/2019	Información semanal al 25 de octubre de 2019
05/11/2019	Información semanal al 1 de noviembre de 2019
12/11/2019	Información semanal al 8 de noviembre de 2019
20/11/2019	Información semanal al 15 de noviembre de 2019
27/11/2019	Información semanal al 22 de noviembre de 2019
03/12/2019	Información semanal al 29 de noviembre de 2019
10/12/2019	Información semanal al 6 de diciembre de 2019
18/12/2019	Información semanal al 13 de diciembre de 2019
24/12/2019	Información semanal al 20 de diciembre de 2019
31/12/2019	Información semanal al 27 de diciembre de 2019

3.2.3. Estado de Cuenta Consolidado mensual y Balance General

20/03/2019	31 enero y 28 febrero de 2019
20/03/2019	Estados Financieros diciembre de 2018
20/03/2019	Estados Financieros Dictaminados de 2018
24/04/2019	Estados Financieros marzo de 2019
21/05/2019	30 de abril de 2019
21/06/2019	31 de mayo de 2019
24/07/2019	Estados Financieros junio de 2019
21/08/2019	31 de julio de 2019
19/09/2019	31 de agosto de 2019
23/10/2019	Estados Financieros septiembre de 2019
20/11/2019	31 de octubre de 2019
11/12/2019	30 de noviembre de 2019

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

29/03/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en febrero de 2019
------------	--

28/02/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en enero de 2019
31/01/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en diciembre de 2018
30/04/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en marzo de 2019
31/05/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en abril de 2019
28/06/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en mayo de 2019
31/07/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en junio de 2019
30/08/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en julio de 2019
30/09/2019	Agregados monetarios y actividad financiera a agosto de 2019
31/10/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en septiembre de 2019
29/11/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en octubre de 2019
31/12/2019	Agregados monetarios y actividad financiera a noviembre de 2019

3.3.2. Anuncios de la Comisión de Cambios

22/11/2019	El Fondo Monetario Internacional renovó la Línea de Crédito Flexible para México por dos años más
------------	---

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

25/02/2019	La balanza de pagos anual 2018
24/05/2019	La balanza de pagos en el primer trimestre de 2019
23/08/2019	La balanza de pagos en el segundo trimestre de 2019
25/11/2019	La balanza de pagos en el tercer trimestre de 2019

3.4.2. Información revisada de comercio exterior

11/03/2019	Enero de 2019
11/02/2019	Diciembre de 2018
11/01/2019	Noviembre de 2018
09/04/2019	Febrero de 2019
09/05/2019	Marzo de 2019
10/06/2019	Abril de 2019
10/07/2019	Mayo de 2019
09/08/2019	Junio de 2019
09/09/2019	Julio de 2019
09/10/2019	Agosto de 2019
11/11/2019	Septiembre de 2019
09/12/2019	Octubre de 2019

3.5. Resultados de encuestas

3.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

20/02/2019	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre octubre-diciembre de 2018
23/05/2019	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre enero-marzo de 2019
22/08/2019	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre abril-junio de 2019
21/11/2019	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre julio-septiembre de 2019

3.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

05/03/2019	Indicador de confianza del consumidor: febrero 2019
06/02/2019	Indicador de confianza del consumidor: enero 2019
10/01/2019	Indicador de confianza del consumidor: diciembre 2018
04/04/2019	Indicador de confianza del consumidor: marzo 2019
06/05/2019	Indicador de confianza del consumidor: abril 2019
04/06/2019	Indicador de confianza del consumidor: mayo 2019
04/07/2019	Indicador de confianza del consumidor: junio 2019
05/08/2019	Indicador de confianza del consumidor: julio 2019
05/09/2019	Indicador de confianza del consumidor: agosto 2019
03/10/2019	Indicador de confianza del consumidor: septiembre 2019
06/11/2019	Indicador de confianza del consumidor: octubre 2019
05/12/2019	Indicador de confianza del consumidor: noviembre 2019

3.5.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

01/03/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: febrero 2019
01/02/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: enero 2019
01/04/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: marzo 2019
02/05/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: abril 2019
03/06/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: mayo 2019
01/07/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: junio 2019
01/08/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: julio 2019
02/09/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: agosto 2019
01/10/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: septiembre 2019
01/11/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: octubre 2019

02/12/2019 Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: noviembre 2019

13/12/2019 Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: diciembre 2019

3.5.4. Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

08/02/2019 Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre octubre-diciembre de 2018

09/05/2019 Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre enero-marzo de 2019

09/08/2019 Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre abril-junio de 2019

08/11/2019 Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre julio-septiembre de 2019

3.5.5. Indicadores de opinión empresarial

01/03/2019 Indicador de pedidos manufactureros: febrero 2019

01/02/2019 Indicador de pedidos manufactureros: enero 2019

03/01/2019 Indicador de pedidos manufactureros: diciembre 2018

01/04/2019 Indicador de pedidos manufactureros: marzo 2019

02/05/2019 Indicador de pedidos manufactureros: abril 2019

03/06/2019 Indicador de pedidos manufactureros: mayo 2019

01/07/2019 Indicador de pedidos manufactureros: junio 2019

01/08/2019 Indicador de pedidos manufactureros: julio 2019

02/09/2019 Indicador de pedidos manufactureros: agosto 2019

01/10/2019 Indicador de pedidos manufactureros: septiembre 2019

01/11/2019 Indicador de pedidos manufactureros: octubre 2019

02/12/2019 Indicador de pedidos manufactureros: noviembre 2019

3.6. Misceláneos

19/03/2019 Condiciones de operación del SPEI el 19 de marzo de 2019

19/03/2019 El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

08/03/2019 Publicación de disposiciones del Banco de México a las que se refiere la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera

21/02/2019 Fe de erratas, minuta número 65 de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 7 de febrero de 2019, en su versión en inglés

19/02/2019 Consulta pública sobre proyectos de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las "Disposiciones aplicables a las operaciones de las instituciones de crédito y de la Financiera Nacional de Desarrollo Agropecuario, Rural, Forestal y Pesquero"

23/01/2019	La Comisión Permanente del H. Congreso de la Unión aprobó la designación de Jonathan Ernest Heath Constable como miembro de la Junta de Gobierno del Banco de México
23/01/2019	La Comisión Permanente del H. Congreso de la Unión aprobó la designación de Gerardo Esquivel Hernández como miembro de la Junta de Gobierno del Banco de México
21/01/2019	Banco de México es nombrado "Administrador de Reservas Internacionales del Año" por el Instituto Central Banking Publications
08/01/2019	La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y el Banco de México (Banxico) presentaron el día de hoy ocho acciones que se llevarán a cabo para impulsar el sector financiero
07/01/2019	Se publican las bases para la cuarta edición del Reto Banxico, competencia académica dirigida a estudiantes de nivel licenciatura en México
03/01/2019	Consideraciones del Banco de México sobre la aplicación de las disposiciones de la Ley Federal de Remuneraciones de los Servidores Públicos y algunos conceptos del Presupuesto de Egresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal 2019
02/01/2019	Alejandro Díaz de León, Gobernador del Banco de México, es nombrado el banquero central del año 2019 para América, por la publicación especializada The Banker
29/05/2019	Christine Lagarde, Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional, visita el Banco de México
30/05/2019	Estudiantes de licenciatura evalúan los riesgos de la inflación en la cuarta edición del certamen "Reto Banxico"
31/05/2019	Consulta pública sobre los proyectos de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las reglas de reportos y préstamo de valores
31/05/2019	Consulta pública sobre proyectos de disposiciones del Banco de México: incorporación de requerimientos de márgenes iniciales y de variación para operaciones derivadas sin compensación y liquidación centralizada
20/06/2019	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos
12/07/2019	Consulta pública sobre los proyectos de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las reglas aplicables a las sociedades de información crediticia en su operación, y a las disposiciones sobre la información que deben proporcionar las entidades financieras a las sociedades de información crediticia
09/08/2019	Próxima adopción del protocolo HTTPS en el sitio web del Banco de México
12/08/2019	Incidente operativo registrado en Promoción y Operación S.A. de C.V. (PROSA)
19/08/2019	Seminario sobre sistemas de pagos y nuevas tecnologías
30/08/2019	El Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI) opera con normalidad
30/08/2019	Cambio de fecha para la adopción del protocolo HTTPS en el sitio web del Banco de México al 7 de septiembre de 2019
02/09/2019	Estado del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
10/09/2019	Tercera convocatoria de Enlaces Universitarios Banxico, dirigida a los estudiantes de instituciones de educación superior en México
27/09/2019	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos
30/09/2019	Inicio de operación del esquema CoDi

12/07/2019	Consulta pública sobre los proyectos de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las reglas aplicables a las sociedades de información crediticia en su operación, y a las disposiciones sobre la información que deben proporcionar las entidades financieras a las sociedades de información crediticia
21/10/2019	El Banco de México es reconocido con grado A por la edición de Global Finance y el Gobernador del Banco de México, Alejandro Díaz de León, recibe los premios "Banquero Central del Año para América Latina" por la publicación Global Markets y "Banquero Central del Año" por la revista Latin Finance
01/11/2019	Seminario sobre Estabilidad financiera y banca central
01/11/2019	El Grupo Consultivo Regional para las Américas del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) analizó las vulnerabilidades regionales, la intermediación financiera no bancaria, stablecoins y el riesgo cibernético
01/11/2019	Consulta pública sobre el proyecto de disposiciones del Banco de México: modificaciones a la Circular 3/2012 en materia de tasas de referencia
05/11/2019	Se dan a conocer los resultados de la Consulta del Artículo IV para 2019 llevada a cabo por el Fondo Monetario Internacional
20/11/2019	Consulta pública sobre el proyecto de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las Circulares 3/2012, 34/2010 y 22/2008 en materia de remuneraciones y prestaciones laborales como respaldo de servicios financieros contratados por trabajadores
22/11/2019	Seminario sobre la importancia de la autonomía de la banca central: retos y perspectivas
22/11/2019	Calendario de publicación para 2020 de la encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado
26/11/2019	Alumnos de bachillerato explican cómo las tecnologías digitales brindan una oportunidad única para avanzar en la inclusión financiera
10/12/2019	Se publicarán las convocatorias para seleccionar una nueva comisionada de la Comisión Federal de Competencia Económica y una nueva comisionada del Instituto Federal de Telecomunicaciones
20/12/2019	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos
23/12/2019	Consulta pública sobre el proyecto de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las Circulares 36/2010 y 13/2012 en materia de registro de comisiones

3.7. Circulares emitidas por el Banco de México

08/03/2019	Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones de financiamiento colectivo en las operaciones que realicen en moneda extranjera y los reportes de información al Banco de México.
08/03/2019	Disposiciones de carácter general en materia de modelos novedosos.
08/03/2019	Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones de crédito e instituciones de tecnología financiera en las operaciones que realicen con activos virtuales.
07/03/2019	Reformas a las reglas del sistema de pagos electrónicos interbancarios (SPEI), en materia de mitigación de riesgos
27/02/2019	Límite para la atención de retiros y entregas de monedas de 10 y 20 centavos, durante 2019.

01/02/2019	Modificaciones a la circular 3/2012 (anexo 20)
14/01/2019	Modificaciones a la circular 22/2017 (actualización del texto del código global de conducta)
30/04/2019	Modificaciones a la circular 3/2012 (uso de prestaciones laborales como respaldo de servicios financieros contratados por trabajadores y lineamientos para la prestación del servicio de nómina)
20/05/2019	Modificaciones a la circular 14/2017 (instrumentación de transferencias CoDi)
13/06/2019	Modificaciones a la circular 3/2012 (reportos con BREMS para sobregiros en la cuenta única y mitigación de riesgos en operaciones de financiamiento)
28/06/2019	Modificaciones a la circular de operaciones de caja sobre el tratamiento de piezas presuntamente falsas y cambios en las operaciones de caja
11/07/2019	Modificaciones a la Circular de operaciones de caja sobre la puesta en circulación del billete de 200 pesos, tipo "G"
02/09/2019	Modificaciones a la circular 13/2017 (reforma a las disposiciones generales aplicables a los participantes en el sistema de pagos electrónicos interbancarios (SPEI), en materia de mitigación de riesgos)
01/10/2019	Modificaciones a la circular 13/2017 (instrumentación de transferencias CoDi)
03/10/2019	Modificaciones a la circular 3/2012 (instrumentación de transferencias CoDi)

Anexo 2

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, los Informes Trimestrales y los Reportes de Estabilidad Financiera

Calendario para 2020

	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria ^{1/}	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria ^{2/}	Informes Trimestrales ^{3/}	Reportes de Estabilidad Financiera
Enero		2 ^{4/}		
Febrero	13	27	26	
Marzo	26			
Abril		8		
Mayo	14	28	27	
Junio	25			10
Julio		9		
Agosto	13	27	26	
Septiembre	24			
Octubre		8		
Noviembre	12	26	25	
Diciembre	17 ^{5/}			2

1/ El calendario considera ocho fechas para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2020. 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. La publicación de las decisiones de política monetaria seguirá siendo en jueves a las 13:00 horas como en el 2019.

2/ Las minutas correspondientes a las reuniones de política monetaria de la Junta de Gobierno serán publicadas en jueves (excepto en abril que será publicada en miércoles), dos semanas después de cada anuncio de política monetaria (excepto en diciembre que será publicada tres semanas después del anuncio de política monetaria).

3/ El Informe Trimestral que se publicará el 26 de febrero corresponde al del cuarto trimestre de 2019, el del 27 de mayo al del primer trimestre de 2020, el del 26 de agosto al del segundo trimestre de 2020, y el del 25 de noviembre al del tercer trimestre de 2020.

4/ Las minutas correspondientes a la Reunión de la Junta de Gobierno de diciembre de 2019 se publicarán el día jueves 2 de enero de 2020.

5/ Las minutas correspondientes a la Reunión de la Junta de Gobierno de diciembre de 2020 se publicarán el día jueves 7 de enero de 2021.

Anexo 3

Relación de México con el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, el Grupo de los Veinte y otros foros internacionales

Fondo Monetario Internacional (FMI)

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 Derechos Especiales de Giro (DEG), con una participación relativa de 1.87 por ciento del total de las cuotas del FMI.^{1,2}

Durante 2019, destacaron dos temas en la relación de México con el FMI: 1) la renovación por dos años de la Línea de Crédito Flexible, y 2) las consultas en el marco del Artículo IV del Convenio Constitutivo de ese organismo.

En noviembre de 2019, el Directorio Ejecutivo del FMI renovó por dos años más la Línea de Crédito Flexible (LCF).³ Con base en los resultados de dicha revisión, el FMI determinó que México continuaba cumpliendo con todos los criterios de calificación necesarios para acceder, en caso de requerirlo y sin condición alguna, a los recursos disponibles a través de este instrumento. Considerando el balance de los riesgos externos y la fortaleza de los fundamentos de la economía nacional, las autoridades mexicanas en materia económica, representadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y el Banco de México, decidieron continuar con la estrategia gradual y ordenada de salida de la LCF, anunciada desde 2017 con el amplio respaldo del FMI. Por lo anterior, la Comisión de Cambios

determinó solicitar una nueva LCF para nuestro país por dos años más, por un monto de acceso entonces equivalente a aproximadamente 61 mil millones de dólares –esto es, 44.5635 miles de millones de DEG. Así, la LCF continúa 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. En el contexto de la revisión de la solicitud de una nueva LCF, el FMI resaltó que el país ha continuado implementando políticas económicas y marcos de política sólidos, además de que cuenta con fuertes fundamentos económicos, lo cual le ha permitido transitar exitosamente por un entorno externo complejo. Reconoció que las autoridades de México han respondido apropiadamente a los recientes choques externos, demostrando su compromiso con la estabilidad macroeconómica.

Por su parte, en noviembre de 2019, el FMI dio a conocer los resultados de las consultas a México conforme al 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.^{4,5} En su último informe sobre las condiciones económicas y financieras en México, el Directorio Ejecutivo del Organismo Internacional reconoció que el compromiso de las autoridades con una política fiscal prudente es sólido, que la política monetaria ha tenido éxito en

¹ 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 esta 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.

² 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.

³ Véase [Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 25 de noviembre de 2019](#).

⁴ Véase [Comunicado de Prensa del 5 de noviembre de 2019](#).

⁵ 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.

lograr que la inflación converja al objetivo, y que la supervisión y regulación del sector financiero continuaron siendo robustas. Señaló que el régimen de tipo de cambio flexible ha desempeñado un papel clave para permitir que la economía se ajuste ante choques y que la economía continuó mostrando resiliencia ante un entorno internacional complejo.

Banco de Pagos Internacionales (BIS)

La principal misión del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) es 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.

El Banco de México se incorporó al BIS en 1996 y, desde entonces, ha participado en sus reuniones, foros y comités, así como en varios de sus órganos de gobierno.

Durante 2019, el Gobernador del Banco de México participó de manera activa en las labores del Consejo de Administración del BIS (del cual es miembro desde mayo de 2018). Este órgano se encarga, entre otros asuntos, de establecer la dirección estratégica y política del BIS, de supervisar sus operaciones y gobernanza, además de nombrar a sus principales funcionarios y supervisar su desempeño. De manera particular, el Gobernador participó en las actividades del Comité de Auditoría, uno de los comités consultivos del Consejo de Administración al que asiste en sus responsabilidades de supervisión en lo relativo a la

auditoría, riesgos operativos y de cumplimiento, así como la implementación del reporte de la información financiera.

También, participó en 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.⁶ 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 2019, en las reuniones de estos foros se debatieron 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 Banco de México también 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 de las Principales Economías de Mercado Emergentes, en las que se analiza el impacto del entorno internacional sobre los mercados emergentes y las medidas adoptadas por estos, y 2) las reuniones del Consejo Consultivo para las Américas (CCA), en las que se busca discutir temas de relevancia económica para el continente y fortalecer la agenda de investigación del BIS con los bancos centrales de la región, a fin de tomar en consideración aquellos temas que son de su particular interés.

⁶ Estos comités son: Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS, por sus siglas en inglés), Comité de Pagos e Infraestructuras del

Mercado (CPMI, por sus siglas en inglés) y Comité de Análisis de los Mercados (MC, por sus siglas en inglés).

Consejo de Estabilidad Financiera

El objetivo principal del Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) es 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 2019, el Banco de México participó activamente en las reuniones plenarios 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, las prioridades del FSB para 2019 y su plan de trabajo para 2019-2020. Entre los tópicos que tuvieron relevancia para este foro en 2019 destacan los siguientes: revisión de las vulnerabilidades financieras globales y regionales; revisión de la efectividad de los grupos consultivos regionales; respuesta y recuperación de incidentes cibernéticos; implicaciones de política económica de los activos virtuales; papel de los intermediarios financieros no bancarios; situación de los bancos corresponsales y remesas; entre otros.

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 más del 80 por ciento del PIB mundial, 76 por ciento del comercio global y más del 60 por ciento de la población total. En este foro se debaten 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 2019, la presidencia del G20 estuvo a cargo de Japón. Las prioridades de la agenda de Japón en el canal de finanzas del G20 fueron: 1) analizar los riesgos y desafíos de la economía mundial; 2);

acciones para alcanzar un crecimiento robusto, y 3) buscar respuesta a los cambios estructurales causados por la innovación y la globalización. Dentro de estas prioridades se analizaron temas como los desbalances globales, las implicaciones macroeconómicas del envejecimiento de la población, inversión en infraestructura de calidad, inclusión financiera, entre otros. La presidencia de Japón del G20 llevó a cabo la Cumbre de Líderes el 28 y 29 de junio de 2019, en Osaka, Japón.

Para atender los compromisos de México ante el G20, tanto la SHCP 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; y Alianza Global para la Inclusión Financiera.

Arabia Saudita asumió la presidencia del G20 para 2020 el 1 de diciembre de 2019. Las prioridades de la agenda de Arabia Saudita en el canal de finanzas de este foro son: 1) mejorar el acceso a oportunidades para todos; 2) fomentar la inclusión digital financiera para jóvenes, mujeres y pymes; 3) desarrollar mercados de capital nacionales tanto para bonos como acciones en mercados emergentes y economías en desarrollo; 4) utilizar los beneficios de la tecnología para la infraestructura; 5) identificar problemas de supervisión y regulación en la era digital, y 6) evaluar los desafíos fiscales derivados de la digitalización de las economías.

Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA)

El CEMLA se constituyó formalmente en septiembre de 1952 con siete bancos centrales fundadores (Banco Central de Chile, Banco Nacional de Cuba, Banco de la República, de Colombia, Banco Central del Ecuador, Banco de Guatemala, Banco Central de Honduras y Banco de México); el Banco de México fue uno de los principales impulsores de su creación. En la actualidad, el Centro cuenta con 51 miembros, de los cuales 30 son Asociados (con derecho de voz y voto) y 21 Colaboradores (con derecho solo de 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 reuniones de gobernadores y de su Asamblea celebradas en abril y octubre de 2019. 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 participó en la organización de la reunión de otoño del Comité de Auditoría, la cual se celebró el 29 de agosto de 2019 en la Ciudad de México (la reunión de primavera se llevó a cabo en Santiago, Chile, el 4 de marzo de 2019).

Cabe destacar que las reuniones de la Junta de Gobierno y Asamblea del CEMLA se enfocaron en asuntos administrativos, operativos y de buen gobierno del Centro. Por su parte, en las reuniones de Gobernadores se debatieron temas relacionados con las perspectivas económicas y financieras internacionales; el desarrollo del sector financiero en América Latina y el Caribe en los últimos años; asuntos en discusión en el G20; efectos de la coyuntura internacional sobre los precios de los activos de la región, riesgo soberano y flujos de capital; evolución de la inflación en las economías en desarrollo, 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 2019 en los diversos cursos, talleres, seminarios y

reuniones técnicas ofrecidos por este Centro, algunos de los cuales, incluso, fueron organizados en coordinación con este Instituto Central.

Índice: Apéndice Estadístico

Información Básica.....	351
Cuadro A 1: Resumen de Indicadores Selectos.....	351
Cuadro A 2: Indicadores Sociales y Demográficos	352
Cuadro A 3: Infraestructura.....	353
Cuadro A 4: Estructura del Sistema Financiero	354
Producción y Empleo.....	355
Cuadro A 5: Principales Indicadores de la Producción.....	355
Cuadro A 6: Producto Interno Bruto	355
Cuadro A 7: Oferta y Demanda Agregada	355
Cuadro A 8: Oferta y Demandas Agregadas.....	356
Cuadro A 9: Ahorro e Inversión.....	356
Cuadro A 10: Producto Interno Bruto por Sector	357
Cuadro A 11: Industria Manufacturera	358
Cuadro A 12: Producción de Petróleo Crudo, Gas y Reservas de Petróleo.....	359
Cuadro A 13: Empleo: Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS	360
Cuadro A 14: Indicadores de Ocupación y Desocupación.....	361
Cuadro A 15: Tipo de Cambio Real.....	362
Precios, Salarios y Productividad	363
Cuadro A 16: Principales Indicadores de Precios	363
Cuadro A 17: Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)	364
Cuadro A 18: Índice Nacional de Precios al Consumidor por Tipo de Bien.....	365
Cuadro A 19: Inflación: INPC, Subyacente y Subíndices Complementarios.....	366
Cuadro A 20: Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	367
Cuadro A 21: Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	368
Cuadro A 22: Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo	368
Cuadro A 23: Índice Nacional del Costo de Construcción	369
Cuadro A 24: Salarios Contractuales	370
Cuadro A 25: Remuneraciones Nominales y Producto por Trabajador (ENOE).....	372
Cuadro A 26: Salario Mínimo	373
Indicadores Monetarios y Financieros.....	374
Cuadro A 27: Principales Indicadores Monetarios y Financieros.....	374
Cuadro A 28: Agregados Monetarios	375
Cuadro A 29: Base Monetaria	376
Cuadro A 30: Agregados Monetarios M1, M2, M3 y M4	377
Cuadro A 31: Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio	378
Cuadro A 32: Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio	379
Cuadro A 33: Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero	380
Cuadro A 34: Matriz de Flujo de Fondos del Sistema Financiero Institucional para Enero - Diciembre de 2019	381
Cuadro A 35: Subasta de Regulación Monetaria (BONDES D)	382
Cuadro A 36: Tasas de Interés Representativas.....	385
Cuadro A 37: Tasas de Interés Representativas.....	387
Cuadro A 38: Tipos de Cambio Representativos	388
Cuadro A 39: Valor de las Acciones en Circulación en la Bolsa Mexicana de Valores	389
Cuadro A 40: Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.....	390

Finanzas Públicas	391
Cuadro A 41: Principales Indicadores de Finanzas Públicas: 2014-2019	391
Cuadro A 42: Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público en 2018 y 2019	392
Cuadro A 43: Ingresos, Gastos y Balances del Sector Público: 2014-2019	393
Cuadro A 44: Ingresos del Sector Público Presupuestario: 2014-2019.....	394
Cuadro A 45: Gastos del Sector Público Presupuestario: 2014-2019	395
Cuadro A 46: Deuda Neta del Sector Público	396
Cuadro A 47: Deuda Neta del Sector Público	397
Cuadro A 48: Deuda Neta del Sector Público No Financiero	398
Cuadro A 49: Deuda Total del Sector Público	399
Cuadro A 50: Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México	399
Cuadro A 51: Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales	400
Cuadro A 52: Deuda Interna del Sector Público a través de Valores Gubernamentales	401
Sector Externo	402
Cuadro A 53: Principales Indicadores del Sector Externo	402
Cuadro A 54: Balanza de Pagos	403
Cuadro A 55: Balanza de Pagos	404
Cuadro A 56: Cuenta Corriente	404
Cuadro A 57: Comercio Exterior.....	405
Cuadro A 58: Exportaciones por Sector de Origen.....	406
Cuadro A 59: Importaciones por Sector de Origen	406
Cuadro A 60: Comercio Exterior por Países	407
Cuadro A 61: Principales Productos de Comercio Exterior	408
Cuadro A 62: Viajeros Internacionales	409
Cuadro A 63: Ingresos del Exterior por Remesas Familiares.....	409
Cuadro A 64: Ingresos del Exterior por Remesas Familiares.....	410
Cuadro A 65: Posición de No Residentes en Valores Gubernamentales Ampliados	411
Cuadro A 66: Posición de Deuda Externa Bruta	412

Anexo 4

Apéndice Estadístico

Información Básica

Cuadro A 1
Resumen de Indicadores Selectos

	2015	2016	2017	2018	2019
Indicadores Sociales y Demográficos					
Población (millones) ^{1/}	121.3	122.7	124.0	125.3	126.6
Tasa de Crecimiento Poblacional Total ^{1/}	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Esperanza de Vida al Nacer ^{1/}	74.7	74.8	74.9	75.0	75.1
Producción y Precios					
Producto Interno Bruto (PIB) en mmp ^{p/}	18,551	20,118	21,912	23,492	24,239
	Variación anual en por ciento				
PIB a Precios Constantes de 2013 ^{p/}	3.3	2.9	2.1	2.1	-0.1
Índice Nacional de Precios al Consumidor (dic.-dic.)	2.13	3.36	6.77	4.83	2.83
Moneda y Finanzas					
Agregados Monetarios ^{2/}	Variación real anual en por ciento				
Base Monetaria	16.9	12.7	4.6	5.0	0.3
M1	15.0	11.4	5.5	3.7	0.4
M2	5.1	5.6	3.1	4.1	1.8
M4	6.0	2.0	1.4	1.8	3.0
Tasas de Interés ^{3/}	Tasas anuales en por ciento				
Cetes 28 días	2.98	4.15	6.69	7.62	7.84
TIIE 28 días	3.32	4.47	7.06	8.00	8.32
	Pesos por dólar				
Tipo de Cambio (fin de periodo) ^{4/}	17.2065	20.7314	19.7867	19.6829	18.8452
Finanzas Públicas					
	Por ciento del PIB				
Balance Económico de Caja ^{5/}	-3.4	-2.5	-1.1	-2.1	-1.6
Balance Primario ^{5/}	-1.2	-0.1	1.4	0.6	1.1
RFSP	-4.0	-2.8	-1.1	-2.2	-2.3
Deuda Pública Neta ^{6/}	40.5	43.1	40.8	39.5	42.2
Sector Externo					
Balanza Comercial	-1.3	-1.2	-0.9	-1.1	0.5
Cuenta Corriente	-2.6	-2.3	-1.8	-1.9	-0.2
Cuenta de Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cuenta Financiera	-3.2	-3.0	-2.9	-2.7	-0.9
Pasivos de Deuda Totales ^{7/}	52.4	55.0	53.2	52.4	52.9
Débito por Intereses ^{8/}	1.7	1.9	1.9	1.9	2.1
Reserva Internacional Bruta (fin de periodo)	177.6	178.0	175.4	176.4	183.0

^{1/} Indicadores demográficos básicos 1990-2010 y Proyecciones de la población de México 2010-2050, Consejo Nacional de Población (CONAPO).

^{2/} Calculada con base en el promedio de saldos mensuales.

^{3/} Promedio del periodo.

^{4/} Usado para solventar obligaciones en moneda extranjera.

^{5/} Con base en la metodología de 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). Saldos 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 INEGI, CONAPO, Sistema de Cuentas Nacionales de México, Bolsa Mexicana de Valores, SHCP y Banco de México.

Cuadro A 2
Indicadores Sociales y Demográficos

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Población (millones) ^{1/}	116.9	118.5	119.9	121.3	122.7	124.0	125.3	126.6
Población Urbana ^{2/}	62.7	62.8	62.8	62.8	62.9	62.9	62.9	63.0
Población Rural ^{2/}	37.3	37.2	37.2	37.2	37.1	37.1	37.1	37.0
Población por Km ²	59.7	60.5	61.2	61.9	62.6	63.3	64.0	64.6
Tasa de Crecimiento Poblacional Total ^{3/}	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
Tasa de Desocupación Nacional ^{4/}	4.9	4.9	4.8	4.4	3.9	3.4	3.3	3.5
Tasa de Desocupación Urbana ^{5/}	5.8	5.7	5.9	5.1	4.7	4.0	4.0	4.2
Esperanza de Vida al Nacer (años)	75.0	75.0	75.0	74.7	74.8	74.9	75.0	75.1
Tasa de Fecundidad ^{6/}	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
Tasa de Mortalidad (por miles)	5.1	5.3	5.3	5.4	5.6	5.7	5.8	5.9
Tasa de Mortalidad Infantil (por cada mil nacidos vivos)	13.3	13.0	12.5	12.5	12.1	11.9	12.0	11.8
Número de Camas en Hospitales (por cada 100,000 habitantes) ^{7/}	73.2	73.9	74.5	72.5	72.9	72.1	72.3	71.0
Tasa de Analfabetismo de la Población de 15 Años o más ^{8/}	6.5	6.2	6.0	5.7	5.0	4.7	4.4	4.0
Estudiantes por Maestro (primaria) ^{8/}	26.0	25.7	25.4	25.0	24.8	24.7	24.5	24.4
Población con Acceso a Agua Potable ^{2/ 8/}	92.0	92.3	92.4	94.3	94.4	94.5	94.5	95.3

^{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 2010-2050.

^{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 2019.

^{8/} Cifras estimadas en 2019.

n.d. No disponible

Fuente: Primer Informe de Gobierno 2018-2019, Presidencia de la República; CONAPO, Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo e INEGI.

Cuadro A 3
Infraestructura

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Red Nacional de Carreteras								
Carreteras (km)	377,660	378,922	389,345	390,267	393,788	397,993	407,959	n.d.
Carreteras Federales de Cuota (km)	8,900	9,174	9,457	9,669	10,133	10,274	10,614	n.d.
Carreteras Federales Libres (km)	40,752	40,812	40,783	40,700	40,681	40,590	40,583	n.d.
Carreteras Pavimentadas (km)	146,221	148,329	155,239	156,762	164,493	174,912	177,192	n.d.
Transporte Ferroviario ^{1/}								
Longitud Total de la Red (km) ^{2/}	26,727	26,727	26,727	26,727	26,727	26,914	26,914	n.d.
Pasajeros Transportados (millones de pasajeros-km) ^{3/}	970	1,036	1,150	1,411	1,481	1,550	1,591	767
Carga Comercial Transportada (millones de toneladas-km) ^{4/}	79,353	77,717	80,683	83,401	84,694	86,332	87,959	43,263
Transportación Aérea ^{5/}								
Aeropuertos Internacionales (número)	64	64	63	63	64	64	64	64
Pasajeros (miles)	55,153	60,007	65,135	73,265	81,286	89,641	96,406	50,117
Carga Transportada (miles de toneladas)	559	582	618	655	685	740	830	387
Transportación Marítima								
Número de Puertos (marítimos y fluviales) ^{6/}	117	117	117	117	117	117	117	117
Movimiento de Carga de Altura y Cabotaje (miles de toneladas) ^{7/}	283,462	288,696	286,761	292,646	297,199	308,089	316,424	317,197
Comunicaciones ^{8/}								
Telefonía (miles de líneas en servicio)	19,791	19,837	19,137	19,614	19,985	19,950	20,963	n.d.
Telefonía Celular (miles de suscriptores)	100,727	106,748	104,948	107,688	111,731	114,329	120,168	n.d.
Servicio Telegráfico (número de oficinas) ^{9/}	1,615	1,620	1,677	1,683	1,715	1,729	1,764	1,801
Servicio Postal (poblaciones atendidas)	16,903	17,021	16,964	12,311	12,338	12,346	12,026	12,030
Estaciones de Radio	2,147	2,263	1,745	2,130	1,739	1,920	2,025	2,071
Estaciones de Televisión	1,044	1,037	1,072	1,157	894	794	869	858
Oferta Hotelera (número de cuartos)	660,546	627,296	692,351	736,512	769,135	794,581	n.d.	n.d.
Energía								
Generación Bruta de Energía Eléctrica (gigawatts-hora) ^{10/}	294,637	296,342	301,467	308,970	318,363	326,748	340,153	172,461
Reservas de Hidrocarburos (millones de barriles) ^{11/}	43,837	44,530	42,158	37,405	22,223	22,149	21,089	n.d.

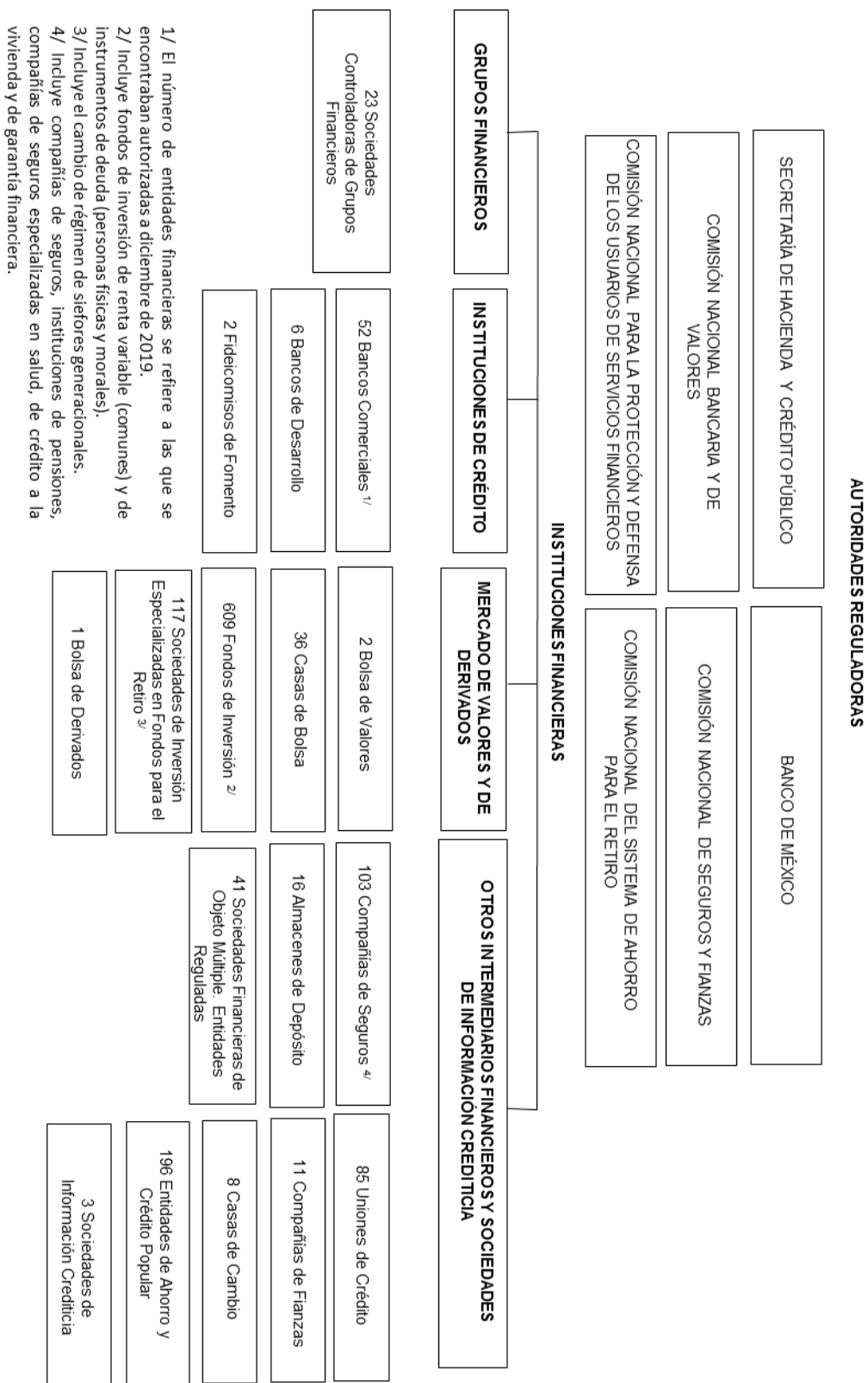
p/ Cifras preliminares

^{1/} En 2019 las cifras contemplan el periodo enero-junio.^{2/} Incluye líneas electrificadas y no electrificadas.^{3/} A partir de junio de 2008, las cifras son integradas con los servicios interurbano y suburbano.^{4/} No incluye equipaje, ni express.^{5/} En 2019 cifras preliminares a junio.^{6/} Incluye puertos de altura, cabotaje, terminales de transbordadores y puertos de pesca. En 2019 cifras preliminares a junio.^{7/} Se refiere a lo realizado por embarcaciones nacionales y extranjeras. Cifras estimadas al cierre del año.^{8/} Cifras preliminares para 2018 en telefonía y cifras preliminares para 2019 en el resto de conceptos.^{9/} Incluye sucursales telegráficas.^{10/} En 2019 cifras preliminares a junio. Comisión Reguladora de Energía.^{11/} Al 1 de enero de cada año.

n.d. No disponible.

Fuente: Primer Informe de Gobierno 2018-2019, Presidencia de la República y PEMEX.

Cuadro A 4
Estructura del Sistema Financiero



Producción y Empleo

Cuadro A 5
Principales Indicadores de la Producción

Variaciones anuales en por ciento

	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Producto Interno Bruto	3.3	2.9	2.1	2.1	-0.1
Consumo Privado	2.7	3.7	3.2	2.3	0.6
Consumo Público	1.9	2.6	0.7	3.0	-1.5
Inversión Privada	8.9	1.4	0.4	1.2	-3.9
Inversión Pública	-10.7	-0.8	-11.9	-0.9	-10.8
Exportaciones de Bienes y Servicios	8.4	3.6	4.2	5.9	1.1
Importaciones de Bienes y Servicios	5.9	2.8	6.4	5.9	-1.1

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
2014	17,473,841.5	13.3056	1,313,269.7
2015	18,551,459.3	15.8680	1,169,108.9
2016	20,118,100.9	18.6908	1,076,361.9
2017	21,911,893.8	18.9197	1,158,150.8
2018	23,491,507.0	19.2421	1,220,839.0
2019 ^{p/}	24,239,132.0	19.2059	1,262,067.0

^{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 Agregada

A precios de 2013	Variaciones Anuales en Por ciento					Por ciento del PIB	
	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}	2013	2019 ^{p/}
Oferta Agregada	3.9	2.9	3.2	3.1	-0.4	132.5	136.7
PIB	3.3	2.9	2.1	2.1	-0.1	100.0	100.0
Importaciones	5.9	2.8	6.4	5.9	-1.1	32.5	36.7
Demanda Agregada	3.9	2.9	3.2	3.1	-0.4	132.5	136.7
Consumo Total	2.6	3.6	2.8	2.4	0.3	78.7	79.2
Privado	2.7	3.7	3.2	2.3	0.6	66.5	67.5
Público	1.9	2.6	0.7	3.0	-1.5	12.2	11.7
Inversión Total	5.0	1.0	-1.6	0.9	-4.9	21.3	19.3
Privada	8.9	1.4	0.4	1.2	-3.9	16.8	16.7
Pública	-10.7	-0.8	-11.9	-0.9	-10.8	4.4	2.6
Exportaciones	8.4	3.6	4.2	5.9	1.1	31.3	36.9

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 8
Oferta y Demandas Agregadas

Variaciones anuales en por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior

	2016	2017	2018	2019 ^{p/}				Anual
				I	II	III	IV	
Oferta Agregada	2.9	3.2	3.1	1.3	-1.0	-0.2	-1.6	-0.4
PIB	2.9	2.1	2.1	1.2	-0.9	-0.3	-0.5	-0.1
Importaciones	2.8	6.4	5.9	1.8	-1.3	-0.1	-4.5	-1.1
Demanda Agregada	2.9	3.2	3.1	1.3	-1.0	-0.2	-1.6	-0.4
Consumo Total	3.6	2.8	2.4	0.7	-0.7	0.4	0.8	0.3
Privado	3.7	3.2	2.3	0.9	-0.2	0.8	0.9	0.6
Público	2.6	0.7	3.0	-0.8	-2.9	-2.0	-0.2	-1.5
Inversión Total	1.0	-1.6	0.9	-0.2	-7.7	-6.5	-5.2	-4.9
Privada	1.4	0.4	1.2	0.8	-6.7	-5.9	-3.8	-3.9
Pública	-0.8	-11.9	-0.9	-6.0	-13.9	-9.9	-12.8	-10.8
Exportaciones	3.6	4.2	5.9	2.8	2.0	2.8	-2.8	1.1

p/ Cifras preliminares.

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

Cuadro A 9
Ahorro e Inversión

Por ciento del PIB a precios corrientes

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Financ. de la Formación Bruta de Capital ^{1/}	21.9	23.3	23.8	23.0	22.8	21.4
Ahorro Externo ^{2/}	1.8	2.6	2.2	1.8	1.8	0.2
Ahorro Interno	20.1	20.6	21.5	21.2	20.9	21.2

p/ Cifras preliminares.

^{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.

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
	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}	2013
Total	3.3	2.9	2.1	2.1	-0.1	100.0
Actividades Primarias	2.1	3.5	3.4	2.4	1.9	3.1
Actividades Secundarias	1.2	0.4	-0.2	0.5	-1.8	31.9
Minería	-4.4	-4.3	-8.3	-5.7	-5.1	7.1
Electricidad, Agua y Suministro de Gas por Ductos al Consumidor Final	1.7	0.1	-0.4	7.5	2.3	1.5
Construcción	2.4	1.9	-0.8	0.5	-5.0	7.4
Industrias Manufactureras	3.0	1.6	3.0	1.8	0.2	15.8
Actividades Terciarias	4.3	3.9	3.1	2.9	0.4	61.1
Comercio al por mayor	5.3	2.4	4.2	3.3	-3.2	7.9
Comercio al por menor	3.5	3.3	3.1	2.6	2.7	8.9
Transportes, Correos y Almacenamiento	4.2	2.9	3.8	3.2	0.8	6.2
Información en Medios Masivos	16.9	19.5	8.2	5.4	1.4	2.0
Servicios Financieros y de Seguros	14.8	12.2	5.8	5.0	-0.2	3.5
Servicios Inmobiliarios y de Alquiler de Bienes Muebles e Intangibles	2.5	2.0	1.6	1.7	1.2	11.4
Servicios Profesionales, Científicos y Técnicos	4.2	7.5	0.4	1.9	1.3	1.9
Dirección de Corporativos y Empresas	4.3	-0.2	1.5	6.1	-3.7	0.6
Servicios de Apoyo a los Negocios y Manejo de Desechos y Servicios de Remediación	1.3	4.3	5.9	4.5	4.9	3.5
Servicios Educativos	-0.1	1.0	1.2	0.5	-1.1	4.1
Servicios de Salud y de Asistencia Social	-1.8	2.8	1.4	3.0	0.3	2.3
Servicios de Esparcimiento Culturales y Deportivos, y Otros Servicios Recreativos	4.1	3.9	2.0	3.2	-1.0	0.5
Servicios de Alojamiento Temporal y de Preparación de Alimentos y Bebidas	7.5	3.6	4.2	2.1	1.0	2.1
Otros Servicios excepto Actividades del Gobierno	2.5	2.4	-0.2	1.3	1.1	2.1
Actividades del Gobierno	2.2	0.1	0.2	3.3	-2.4	4.1

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Cuadro A 11
Industria Manufacturera

Aprecios de 2013

	Variaciones Anuales en Por ciento				Por ciento del PIB
	2016	2017	2018	2019 ^{p/}	2013
Total	1.6	3.0	1.8	0.2	15.8
Industria Alimentaria	3.2	2.1	3.0	1.7	3.7
Industria de las Bebidas y del Tabaco	7.5	1.9	5.5	2.4	0.8
Fabricación de Insumos Textiles	-0.4	-1.5	1.7	-4.0	0.2
Confección de Productos Textiles, excepto Prendas de Vestir	3.0	-10.8	6.4	-4.0	0.1
Fabricación de Prendas de Vestir	-1.5	0.6	1.2	-4.7	0.4
Fabricación de Productos de Cuero, Piel y Materiales					
Sucedáneos, excepto Prendas de Vestir	-1.0	-1.2	-1.4	-2.1	0.1
Industria de la Madera	-4.5	5.6	-1.9	0.3	0.1
Industria del Papel	4.1	2.1	1.5	-0.5	0.3
Impresión e Industrias Conexas	0.0	-2.1	8.3	-10.7	0.1
Fabricación de Productos Derivados del Petróleo y del Carbón	-13.1	-18.3	-16.9	-2.7	0.5
Industria Química	-3.0	-1.4	-2.7	-1.5	1.7
Industria del Plástico y del Hule	-0.8	3.0	2.6	-2.1	0.4
Fabricación de Productos a Base de Minerales No Metálicos	0.2	2.5	-1.9	-2.5	0.4
Industrias Metálicas Básicas	1.9	1.1	-1.9	-1.7	1.1
Fabricación de Productos Metálicos	1.0	0.7	1.0	-5.6	0.5
Fabricación de Maquinaria y Equipo	0.2	8.8	1.9	-1.3	0.7
Fabricación de Equipo de Computación, Comunicación, Medición y Otros Equipos, Componentes y Accesorios Electrónicos	6.6	6.3	2.2	4.8	1.1
Fabricación de Equipo de Generación Eléctrica y Aparatos y Accesorios Eléctricos	4.0	1.0	1.5	-0.9	0.5
Fabricación de Equipo de Transporte	0.5	9.2	4.5	1.3	2.7
Fabricación de Muebles y Productos Relacionados	-3.7	-4.8	6.4	-3.6	0.2
Otras Industrias Manufactureras	11.0	6.1	2.3	0.2	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 Petróleo ^{1/}
	(Millones de barriles)		(Millones de pies cúbicos diarios)	(Miles de millones de barriles)
	Total	Promedio Diario	Total	Total
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	711.1	1.948	5,068	22.1
2018	669.2	1.833	4,847	21.1
2019 ^{p/}	620.8	1.701	4,894	20.4

^{1/} Cifras al 1 de enero.

p/ Cifras preliminares.

n.d. No disponible.

Fuente: Sistema de Información Energética, SENER e Indicadores Petroleros, PEMEX.

Cuadro A 13
Empleo
Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS
 En miles

Año ^{2/}	Permanentes	Eventuales Urbanos	Total
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
2018	17,230	2,598	19,827
2019	17,556	2,613	20,169
2018 Ene	16,714	2,564	19,278
Feb	16,836	2,605	19,441
Mar	16,897	2,610	19,507
Abr	16,979	2,650	19,628
May	17,031	2,652	19,683
Jun	17,066	2,654	19,720
Jul	17,086	2,694	19,780
Ago	17,182	2,707	19,890
Sep	17,281	2,718	19,999
Oct	17,409	2,750	20,159
Nov	17,480	2,749	20,230
Dic	17,230	2,598	19,827
2019 Ene	17,266	2,632	19,898
Feb	17,355	2,664	20,019
Mar	17,400	2,661	20,061
Abr	17,433	2,671	20,104
May	17,474	2,681	20,155
Jun	17,508	2,666	20,174
Jul	17,504	2,699	20,203
Ago	17,551	2,682	20,233
Sep	17,642	2,715	20,357
Oct	17,749	2,756	20,505
Nov	17,806	2,769	20,574
Dic	17,556	2,613	20,169
2020 Ene	17,583	2,622	20,205
Feb	17,653	2,658	20,311

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
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/}	
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	
2018	3.3	4.0	9.0	6.9	56.7	27.4	
2019	3.5	4.2	9.5	7.5	56.5	27.7	
2018	I	3.1	3.8	8.7	6.8	56.7	27.3
	II	3.3	4.0	9.2	7.1	56.6	27.4
	III	3.5	4.2	9.1	7.1	56.7	27.5
	IV	3.3	3.9	9.1	6.8	56.6	27.4
2019	I	3.4	4.0	9.0	6.8	56.9	27.8
	II	3.5	4.2	9.8	7.7	56.3	27.8
	III	3.7	4.4	9.6	7.8	56.5	27.6
	IV	3.4	4.1	9.5	7.7	56.2	27.4

^{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
Basados en precios consumidor 1990 = 100

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/}
2000	82.2	68.8	77.4	-6.7	-11.5	-8.3
2001	78.5	62.8	72.4	-4.5	-8.8	-6.4
2002	78.4	61.0	71.9	-0.1	-2.7	-0.6
2003	85.7	71.7	80.4	9.3	17.5	11.8
2004	88.0	77.1	84.0	2.6	7.5	4.4
2005	84.4	73.6	81.2	-4.0	-4.5	-3.2
2006	84.1	72.7	81.3	-0.3	-1.3	0.0
2007	83.4	74.8	82.2	-0.8	2.9	1.1
2008	83.8	78.1	83.9	0.4	4.4	2.2
2009	96.5	88.3	95.8	15.1	13.1	14.2
2010	88.0	81.2	88.6	-8.7	-8.1	-7.5
2011	86.3	82.3	88.3	-2.0	1.3	-0.4
2012	89.7	83.3	91.1	4.0	1.2	3.2
2013	85.0	76.9	86.0	-5.2	-7.7	-5.6
2014	86.4	76.3	87.0	1.7	-0.7	1.1
2015	100.5	81.2	98.0	16.2	6.5	12.7
2016	116.5	94.3	113.8	16.0	16.1	16.1
2017	113.8	91.1	110.2	-2.3	-3.4	-3.2
2018	113.0	90.0	106.7	-0.7	-1.2	-3.1
2019	111.1	87.3	104.3	-1.7	-3.0	-2.3
2018 I	110.4	90.3	105.9	-10.6	-6.5	-10.7
2018 II	115.2	91.8	108.7	2.5	2.8	0.4
2018 III	111.8	87.9	104.6	4.3	0.7	0.2
2018 IV	114.6	90.0	107.8	2.2	-1.2	-1.6
2019 I	110.4	87.2	104.6	-0.1	-3.4	-1.3
2019 II	111.1	87.2	104.4	-3.6	-5.0	-4.0
2019 III	112.6	88.2	105.0	0.7	0.3	0.4
2019 IV	110.4	86.6	103.2	-3.6	-3.8	-4.2

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Precios											
Consumidor											
Fin de Periodo	3.57	4.40	3.82	3.57	3.97	4.08	2.13	3.36	6.77	4.83	2.83
Promedio Anual	5.30	4.16	3.41	4.11	3.81	4.02	2.72	2.82	6.04	4.90	3.64
INPP Mercancías Finales, sin Petróleo											
Fin de Periodo	1.99	4.39	7.19	0.94	0.13	4.24	5.29	10.27	4.39	6.78	0.68
Promedio Anual	5.91	3.25	5.23	4.56	-0.17	2.29	5.43	7.69	7.34	5.51	3.24
INPP Mercancías y Servicios Finales, sin Petróleo											
Fin de Periodo	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20	7.73	4.24	5.94	1.59
Promedio Anual	5.36	3.57	4.21	4.22	1.24	2.53	4.29	6.00	6.01	4.92	3.45
INPP Mercancías y Servicios Finales, con Petróleo											
Fin de Periodo	4.34	3.89	6.58	1.01	1.47	1.79	3.03	9.06	4.65	5.72	1.70
Promedio Anual	4.88	3.82	4.92	4.32	0.99	1.95	2.28	5.77	6.63	5.82	3.02
Costo de Construcción Residencial											
Fin de Periodo	-0.33	4.54	9.28	0.78	-0.06	3.75	6.42	9.95	7.85	7.73	0.67
Promedio Anual	-0.06	3.84	6.07	4.65	0.15	2.74	4.82	8.21	10.86	7.35	2.76

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 17
Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)

Base 2Q. Jul 2018

Mes	INPC 2Q. Julio 2018	Variación en por ciento		
		Anual	Anual Promedio Móvil de 12 meses	Mensual
2003 Dic	55.430	3.98	4.55	
2004 Dic	58.307	5.19	4.68	
2005 Dic	60.250	3.33	4.00	
2006 Dic	62.692	4.05	3.63	
2007 Dic	65.049	3.76	3.97	
2008 Dic	69.296	6.53	5.12	
2009 Dic	71.772	3.57	5.31	
2010 Dic	74.931	4.40	4.16	
2011 Dic	77.792	3.82	3.41	
2012 Dic	80.568	3.57	4.11	
2013 Dic	83.770	3.97	3.81	
2014 Dic	87.189	4.08	4.02	
2015 Dic	89.047	2.13	2.72	
2016 Dic	92.039	3.36	2.82	
2017 Dic	98.273	6.77	6.04	
2018 Ene	98.795	5.55	6.11	0.53
Feb	99.171	5.34	6.15	0.38
Mar	99.492	5.04	6.12	0.32
Abr	99.155	4.55	6.01	-0.34
May	98.994	4.51	5.88	-0.16
Jun	99.376	4.65	5.74	0.39
Jul	99.909	4.81	5.60	0.54
Ago	100.492	4.90	5.46	0.58
Sep	100.917	5.02	5.34	0.42
Oct	101.440	4.90	5.22	0.52
Nov	102.303	4.72	5.06	0.85
Dic	103.020	4.83	4.90	0.70
2019 Ene	103.108	4.37	4.80	0.09
Feb	103.079	3.94	4.69	-0.03
Mar	103.476	4.00	4.60	0.39
Abr	103.531	4.41	4.59	0.05
May	103.233	4.28	4.57	-0.29
Jun	103.299	3.95	4.51	0.06
Jul	103.687	3.78	4.43	0.38
Ago	103.670	3.16	4.28	-0.02
Sep	103.942	3.00	4.11	0.26
Oct	104.503	3.02	3.96	0.54
Nov	105.346	2.97	3.81	0.81
Dic	105.934	2.83	3.64	0.56

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. Jul 2018

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
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 Dic	3.36	4.31	3.26	1.11	2.19	4.15	4.25	4.23	4.89
2017 Dic	6.77	7.92	4.05	5.14	5.06	6.13	11.48	4.59	5.76
2018 Ene	5.55	8.08	4.36	4.11	4.52	5.78	5.09	4.35	5.55
Feb	5.34	7.33	3.79	3.40	4.21	5.14	6.75	4.40	5.47
Mar	5.04	6.23	3.24	3.02	3.77	4.67	7.67	4.58	5.32
Abr	4.55	5.03	3.07	2.85	3.74	4.73	7.46	3.63	5.14
May	4.51	4.04	2.65	3.58	2.83	4.91	7.70	4.26	4.77
Jun	4.65	3.60	2.61	4.17	2.62	4.66	8.59	4.37	4.70
Jul	4.81	3.38	2.74	4.46	2.81	4.68	9.62	4.11	4.77
Ago	4.90	3.29	2.06	4.33	3.09	4.64	10.57	4.17	4.94
Sep	5.02	3.41	1.85	4.67	3.25	4.72	11.09	3.74	4.82
Oct	4.90	3.95	1.59	3.84	3.42	4.97	10.74	3.81	5.14
Nov	4.72	4.69	1.89	2.69	2.93	4.48	10.31	3.61	5.20
Dic	4.83	5.39	2.14	2.54	2.85	4.43	9.36	3.83	5.34
2019 Ene	4.37	5.25	1.83	2.05	2.17	4.43	7.53	3.75	5.23
Feb	3.94	4.47	1.78	2.38	1.75	4.58	6.10	3.63	5.33
Mar	4.00	4.23	1.95	2.75	1.41	4.54	6.77	3.27	5.41
Abr	4.41	4.75	1.99	3.31	1.30	4.30	6.67	4.49	5.59
May	4.28	5.33	2.18	2.78	0.93	4.27	5.73	3.77	5.79
Jun	3.95	5.48	2.18	1.64	1.04	4.40	5.06	3.61	5.77
Jul	3.78	5.37	2.15	1.31	0.86	4.52	4.55	3.57	5.66
Ago	3.16	4.00	2.55	1.15	0.65	4.60	3.28	3.59	5.49
Sep	3.00	4.06	2.50	0.74	0.52	4.59	2.79	3.42	5.56
Oct	3.02	4.39	2.65	1.02	0.28	4.26	2.10	3.43	5.40
Nov	2.97	3.74	2.78	1.64	-0.04	4.16	2.19	3.46	5.55
Dic	2.83	2.87	2.77	1.84	-0.06	4.18	2.74	3.32	5.63

Fuente: INEGI. Índices de precios.

Cuadro A 19
Inflación
INPC, Subyacente y Subíndices Complementarios
 Variaciones anuales en por ciento
 Base 2Q. Jul. 2018

	Mes	INPC	Subyacente ^{1/}	Mercancías	Servicios	No subyacente	Agropecuarios	Energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno
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	Dic	3.36	3.44	4.05	2.92	3.13	4.15	2.49
2017	Dic	6.77	4.87	6.17	3.76	12.62	9.75	14.44
2018	Ene	5.55	4.56	5.78	3.52	8.44	10.76	7.10
	Feb	5.34	4.27	5.18	3.49	8.49	9.69	7.81
	Mar	5.04	4.02	4.64	3.49	8.03	7.74	8.19
	Abr	4.55	3.71	4.35	3.15	7.07	5.24	8.18
	May	4.51	3.69	4.07	3.36	6.99	2.87	9.59
	Jun	4.65	3.62	3.88	3.38	7.79	2.11	11.40
	Jul	4.81	3.63	3.99	3.33	8.38	1.53	12.86
	Ago	4.90	3.63	3.90	3.36	8.80	1.37	13.69
	Sep	5.02	3.67	3.95	3.38	9.15	1.22	14.47
	Oct	4.90	3.73	3.98	3.48	8.50	2.43	12.62
	Nov	4.72	3.63	3.90	3.37	8.07	4.78	10.30
	Dic	4.83	3.68	3.92	3.47	8.40	7.06	9.10
2019	Ene	4.37	3.60	3.66	3.51	6.81	7.41	6.26
	Feb	3.94	3.54	3.61	3.43	5.25	4.80	5.73
	Mar	4.00	3.55	3.71	3.38	5.47	3.70	6.86
	Abr	4.41	3.87	3.74	3.97	6.08	4.77	7.01
	May	4.28	3.77	3.82	3.69	5.78	6.08	5.50
	Jun	3.95	3.85	3.92	3.75	4.19	6.23	2.83
	Jul	3.78	3.82	3.85	3.79	3.64	6.33	1.73
	Ago	3.16	3.78	3.76	3.79	1.28	2.78	0.20
	Sep	3.00	3.75	3.77	3.73	0.71	2.98	-0.90
	Oct	3.02	3.68	3.78	3.58	1.01	3.82	-0.91
	Nov	2.97	3.65	3.63	3.67	0.98	2.18	0.14
	Dic	2.83	3.59	3.56	3.64	0.59	-0.03	1.04

^{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: INEGI. Índices de precios.

Cuadro A 20
Índice Nacional de Precios Productor, sin Petróleo
 Base Julio 2019 = 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
2004 Dic	50.969	7.97	-0.29	58.248	5.25	0.41	54.190	6.52	0.08
2005 Dic	52.223	2.46	0.45	60.929	4.60	0.34	56.133	3.59	0.39
2006 Dic	55.942	7.12	0.30	63.277	3.85	0.14	59.156	5.39	0.21
2007 Dic	58.004	3.69	0.00	65.466	3.46	0.31	61.267	3.57	0.16
2008 Dic	64.084	10.48	0.33	68.911	5.26	0.42	66.017	7.75	0.38
2009 Dic	65.359	1.99	-0.05	72.038	4.54	0.80	68.190	3.29	0.39
2010 Dic	68.228	4.39	0.72	74.244	3.06	0.65	70.716	3.70	0.68
2011 Dic	73.132	7.19	0.73	77.489	4.37	1.01	74.775	5.74	0.87
2012 Dic	73.821	0.94	-0.36	79.283	2.31	-0.15	75.925	1.54	-0.27
2013 Dic	73.921	0.13	0.08	82.486	4.04	0.52	77.220	1.71	0.26
2014 Dic	77.057	4.24	1.43	84.904	2.93	0.66	80.080	3.70	1.11
2015 Dic	81.133	5.29	0.48	87.134	2.63	0.68	83.445	4.20	0.56
2016 Dic	89.466	10.27	1.03	90.584	3.96	0.86	89.896	7.73	0.96
2017 Ene	91.605	11.32	2.39	91.043	4.01	0.51	91.389	8.40	1.66
Feb	92.003	10.43	0.43	91.410	4.03	0.40	91.774	7.88	0.42
Mar	91.608	10.19	-0.43	91.723	4.12	0.34	91.652	7.76	-0.13
Abr	91.165	9.32	-0.48	91.890	4.49	0.18	91.444	7.40	-0.23
May	91.437	8.67	0.30	91.918	4.13	0.03	91.622	6.87	0.20
Jun	90.962	6.81	-0.52	92.004	3.76	0.09	91.363	5.61	-0.28
Jul	90.676	6.00	-0.31	92.227	3.70	0.24	91.274	5.09	-0.10
Ago	90.837	5.91	0.18	92.381	3.90	0.17	91.432	5.12	0.17
Sep	90.975	4.66	0.15	92.523	3.42	0.15	91.571	4.18	0.15
Oct	92.145	5.82	1.29	93.011	3.79	0.53	92.479	5.03	0.99
Nov	93.180	5.22	1.12	93.562	4.17	0.59	93.327	4.81	0.92
Dic	93.396	4.39	0.23	94.217	4.01	0.70	93.712	4.24	0.41
2018 Ene	94.414	3.07	1.09	94.061	3.31	-0.17	94.278	3.16	0.60
Feb	94.552	2.77	0.15	94.452	3.33	0.42	94.513	2.98	0.25
Mar	94.937	3.63	0.41	94.921	3.49	0.50	94.931	3.58	0.44
Abr	94.886	4.08	-0.05	94.812	3.18	-0.11	94.858	3.73	-0.08
May	96.387	5.41	1.58	95.547	3.95	0.78	96.064	4.85	1.27
Jun	97.787	7.50	1.45	96.095	4.45	0.57	97.135	6.32	1.12
Jul	96.778	6.73	-1.03	96.117	4.22	0.02	96.523	5.75	-0.63
Ago	96.731	6.49	-0.05	96.166	4.10	0.05	96.513	5.56	-0.01
Sep	97.320	6.98	0.61	96.659	4.47	0.51	97.065	6.00	0.57
Oct	97.605	5.93	0.29	97.030	4.32	0.38	97.384	5.30	0.33
Nov	99.434	6.71	1.87	97.641	4.36	0.63	98.743	5.80	1.40
Dic	99.729	6.78	0.30	98.565	4.62	0.95	99.280	5.94	0.54
2019 Ene	99.175	5.04	-0.55	98.125	4.32	-0.45	98.771	4.77	-0.51
Feb	99.098	4.81	-0.08	98.308	4.08	0.19	98.794	4.53	0.02
Mar	99.293	4.59	0.20	98.600	3.88	0.30	99.026	4.31	0.24
Abr	99.376	4.73	0.08	99.199	4.63	0.61	99.308	4.69	0.28
May	99.473	3.20	0.10	99.128	3.75	-0.07	99.340	3.41	0.03
Jun	100.009	2.27	0.54	99.623	3.67	0.50	99.860	2.81	0.52
Jul	100.000	3.33	-0.01	100.000	4.04	0.38	100.000	3.60	0.14
Ago	100.014	3.39	0.01	99.860	3.84	-0.14	99.958	3.57	-0.04
Sep	100.574	3.34	0.56	100.225	3.69	0.37	100.446	3.48	0.49
Oct	100.336	2.80	-0.24	100.273	3.34	0.05	100.313	3.01	-0.13
Nov	100.433	1.01	0.10	100.743	3.18	0.47	100.547	1.83	0.23
Dic	100.404	0.68	-0.03	101.633	3.11	0.88	100.856	1.59	0.31

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	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
INPP Mercancías y Servicios Finales	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20	7.73	4.24	5.94	1.59
Demanda Interna	3.32	3.44	5.45	2.49	2.51	3.32	3.13	5.80	5.21	5.92	2.01
Consumo	4.07	3.33	4.75	2.88	3.35	2.95	2.33	4.67	5.16	5.03	2.76
Inversión	-0.53	3.58	8.78	0.65	-0.16	4.52	5.74	9.33	5.36	8.61	-0.01
Exportaciones	3.11	5.61	7.77	-2.12	-0.94	5.02	7.79	13.93	1.36	6.00	0.20
INPP Mercancías Finales	1.99	4.39	7.19	0.94	0.13	4.24	5.29	10.27	4.39	6.78	0.68
Demanda Interna	1.92	4.05	6.90	2.83	0.95	3.75	3.57	7.65	6.45	7.26	0.93
Consumo	3.64	4.40	5.68	4.66	1.86	3.46	2.80	6.45	6.40	6.01	1.37
Inversión	-0.76	3.48	8.87	0.42	-0.25	4.14	4.61	9.23	6.52	8.85	0.38
Exportaciones	2.30	5.79	8.36	-3.33	-1.35	5.16	8.45	14.88	1.00	5.95	0.03
INPP Servicios	4.54	3.06	4.37	2.31	4.04	2.93	2.63	3.96	4.01	4.62	3.11
Demanda Interna	4.46	2.96	4.29	2.16	4.10	2.89	2.69	3.95	3.93	4.51	3.16
Consumo	4.32	2.72	4.21	1.83	4.26	2.65	2.04	3.60	4.40	4.41	3.66
Inversión	6.84	6.67	6.20	6.09	0.69	8.20	16.23	10.17	-4.16	6.39	-4.24
Exportaciones	5.99	4.97	5.76	5.06	3.04	3.72	1.41	4.21	5.47	6.48	2.21

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	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
INPP Mercancías y Servicios Finales	3.29	3.70	5.74	1.54	1.71	3.70	4.20	7.73	4.24	5.94	1.59
Agricultura, Ganadería, Aprovechamiento Forestal, Pesca y Caza	-0.51	13.20	3.46	5.76	-0.10	4.65	1.52	10.69	6.64	4.61	-3.92
Minería	31.26	17.60	9.17	-2.60	-0.35	9.20	16.06	14.29	-4.35	6.29	-4.36
Electricidad, Agua y Suministro de Gas por Ductos al Consumidor Final	-0.33	4.90	5.30	3.68	4.25	3.58	-2.77	3.38	2.80	1.68	7.53
Construcción	-0.95	3.89	9.29	0.41	-0.69	4.46	4.38	8.71	7.91	10.28	-0.05
Industria Manufacturera	3.38	3.23	6.81	1.30	0.28	4.17	6.06	10.65	3.41	6.19	1.22
Transportes, Correos y Almacenamiento	6.86	2.73	5.74	2.99	4.20	2.57	2.96	4.25	6.15	5.90	3.44
Información en Medios Masivos	--	--	2.67	-13.84	13.08	-3.81	-14.38	-1.99	1.16	2.39	1.97
Servicios Inmobiliarios y de Alquiler de Bienes Muebles e Intangibles	2.16	2.24	1.96	2.04	2.11	2.03	1.89	2.78	2.22	2.30	2.82
Servicios Profesionales, Científicos y Técnicos	--	--	5.69	2.85	2.47	4.23	3.13	2.50	4.62	2.91	4.30
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	8.25	-0.20
Servicios Educativos	--	--	4.37	6.91	4.53	4.37	4.36	4.34	4.83	4.95	4.87
Servicios de Salud y de Asistencia Social	--	--	3.75	3.03	3.91	3.45	3.65	4.05	4.86	4.69	4.11
Servicios de Esparcimiento Culturales y Deportivos, y Otros Servicios Recreativos	--	--	2.91	4.19	2.18	2.93	3.63	3.54	5.08	5.80	5.64
Servicios de Alojamiento Temporal y de Preparación de Alimentos y Bebidas	3.55	3.69	4.74	4.03	3.06	5.11	3.93	5.58	5.25	6.01	3.39
Otros Servicios Excepto Actividades Gubernamentales	--	--	3.28	3.25	2.91	2.97	2.83	3.84	4.10	3.72	4.46

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	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Índice General	-0.95	4.80	9.29	0.41	-0.69	4.46	4.38	8.71	7.91	10.28	-0.05
Subíndice Materiales de Construcción	-1.84	5.16	10.56	-0.16	-1.39	4.54	4.41	9.82	8.67	11.32	-0.89
Minerales no Metálicos	2.58	3.16	4.81	4.98	4.30	5.10	5.30	9.10	11.76	5.95	4.90
Cemento y Concreto	0.14	5.37	9.04	1.24	-1.97	5.58	10.14	12.44	9.95	4.57	0.74
Aglutinantes	3.26	5.01	5.91	4.98	0.63	4.75	7.21	12.81	10.87	4.72	3.95
Artículos a base de Arcilla	0.21	2.85	1.68	1.48	2.84	2.15	6.95	7.80	8.36	5.16	3.57
Productos a base de Concreto	0.98	1.82	3.16	2.44	1.64	3.18	7.67	9.89	12.97	6.24	3.04
Partes Estructurales de Concreto	-0.25	3.24	6.75	1.72	1.15	2.85	6.68	5.35	10.93	7.22	1.11
Otros Productos de Concreto	0.70	2.51	3.95	1.96	-0.26	5.13	3.27	4.56	10.33	5.85	6.28
Otros Artículos a base de Minerales no Metálicos	-3.32	3.05	6.32	7.47	-2.03	3.53	4.96	6.05	9.02	4.99	2.43
Productos de Madera	1.80	3.03	2.86	5.04	1.48	1.83	7.44	7.47	7.38	7.53	1.38
Pinturas y Similares	-0.27	5.01	14.83	1.27	2.91	0.17	7.41	3.41	7.13	7.03	8.45
Productos de Plástico	-4.76	5.37	3.26	2.39	-0.56	3.47	7.82	5.39	8.32	6.24	1.95
Otros Productos Químicos	-10.00	7.40	15.62	-5.34	-6.52	13.68	-19.64	-10.73	8.86	60.69	-9.49
Productos Metálicos	-7.13	5.54	11.50	-1.55	-4.30	4.53	1.42	11.76	6.58	13.41	-3.76
Productos de Alambre	-8.83	5.22	36.15	-10.69	-8.24	-1.20	4.17	22.86	-1.39	26.15	-15.65
Equipos Eléctricos	2.24	1.71	6.22	5.28	-0.15	1.39	6.23	12.44	5.55	5.31	1.91
Accesorios Eléctricos	6.34	15.71	5.63	1.22	-5.74	-0.33	4.75	9.74	14.90	3.49	-3.27
Muebles y Accesorios	3.14	2.39	4.24	5.14	3.80	1.71	10.31	9.12	6.97	6.14	1.46
Otros Materiales y Accesorios	-0.36	7.70	7.51	2.55	1.57	6.45	5.65	9.96	7.37	10.32	2.88
Subíndice Alquiler de Maquinaria y Equipo	1.82	3.24	5.26	-0.24	1.43	5.14	6.77	7.91	3.00	3.43	2.61
Subíndice de Remuneraciones	3.07	3.32	3.80	3.21	2.87	3.91	3.78	2.85	4.40	5.27	4.86

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
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	4.5	708.7	3,584
2015	Promedio	4.1	2,229.5	8,336	4.6	760.5	3,728
2016	Promedio	4.0	2,258.6	7,975	4.6	766.3	3,838
2017	Promedio	4.4	2,310.0	8,578	5.3	816.4	3,898
2018	Promedio	4.9	2,393.2	8,961	6.1	851.0	4,012
2019 ^{p/}	Promedio	5.4	2,491.1	8,570	6.7	937.7	4,141
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	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	56.6	706	6.2	34.9	198
	Ago	4.2	290.8	1,055	5.4	81.2	409
	Sep	5.1	37.0	294	5.3	21.0	117
	Oct	3.8	617.1	759	5.6	116.4	349
	Nov	5.1	63.4	494	5.6	37.2	199
	Dic	5.3	55.1	322	5.3	33.2	176

2018	Ene	4.7	151.6	545	5.6	40.6	273
	Feb	5.5	251.4	839	6.2	105.6	409
	Mar	5.5	199.2	994	5.7	114.4	466
	Abr	4.6	234.4	949	6.0	64.3	430
	May	6.1	176.4	1,247	6.6	101.0	527
	Jun	4.6	333.7	860	6.0	72.9	398
	Jul	6.1	76.4	479	6.9	39.8	208
	Ago	6.0	136.2	841	6.2	78.5	398
	Sep	5.8	81.7	552	5.8	45.3	236
	Oct	3.8	582.5	504	5.4	90.5	239
	Nov	5.3	100.6	576	5.5	53.6	241
	Dic	6.6	69.2	575	7.5	44.5	187
2019 ^{p/}	Ene	5.2	185.2	872	6.2	71.5	295
	Feb	6.3	226.6	882	7.2	112.6	450
	Mar	6.8	294.1	1,092	6.9	171.6	597
	Abr	5.1	286.8	903	6.8	89.4	457
	May	6.2	174.4	962	6.6	94.2	474
	Jun	7.4	140.6	716	8.4	71.9	384
	Jul	5.7	96.5	518	5.8	50.6	272
	Ago	4.6	280.3	860	6.6	68.4	380
	Sep	6.1	60.7	470	6.2	38.2	247
	Oct	4.1	593.5	501	6.5	85.9	232
	Nov	5.9	104.3	434	6.0	65.8	214
	Dic	5.9	48.1	360	6.0	17.6	139

^{1/} Los datos de Manufacturas 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	
2015	Promedio	4.6	0.9	0.2
2016	Promedio	4.4	0.9	-2.0
2017	Promedio	5.0	0.7	-0.3
2018	Promedio	4.9	-0.6	-1.2
2019	Promedio	5.0	-2.4	-1.6
2015	I	2.6	2.0	2.4
	II	2.9	0.9	0.1
	III	6.9	1.4	0.6
	IV	6.1	-0.8	-2.5
2016	I	4.5	1.0	-3.1
	II	4.5	1.1	-1.5
	III	3.4	-0.5	-3.0
	IV	5.2	2.2	-0.4
2017	I	4.9	1.3	2.5
	II	6.9	0.5	-2.1
	III	4.7	0.8	-0.8
	IV	3.4	0.1	-0.7
2018	I	4.1	-0.7	-4.0
	II	5.0	-0.4	0.7
	III	4.2	-0.5	1.0
	IV	6.3	-0.8	-2.3
2019	I	5.2	-1.2	0.1
	II	4.1	-3.0	-2.9
	III	4.9	-2.4	-1.2
	IV	5.9	-3.2	-2.6

Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información de INEGI.

Cuadro A 26
Salario Mínimo
Pesos por día

Fecha Inicial de Vigencia	Promedio Nacional ^{1/}	Zonas Geográficas ^{2/}		
		A	B	C
1997 Enero 1	24.30	26.45	24.50	22.50
1998 Enero 1	27.99	30.20	28.00	26.05
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

	General	Zona Libre de la Frontera Norte
2019 Enero 1 ^{7/}	102.68	176.72
2020 Enero 1 ^{8/}	123.22	185.56

^{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.

^{7/} A partir del 1 de enero de 2019, el Consejo de Representantes de la CONASAMI determinó la creación de un salario especial para la Zona Libre de la Frontera Norte. Así mismo, acordó otorgar un aumento constituido por el MIR de 79.94 pesos diarios al salario mínimo para la Zona Libre de la Frontera Norte y de 9.43 pesos diarios para el resto del país (pasaron de 88.36 a 168.30 y 97.79 pesos diarios respectivamente). Sobre los montos de 168.30 y 97.79 pesos diarios, se otorgó un incremento de fijación al salario mínimo general de 5 por ciento a cada zona.

^{8/} El 16 de diciembre de 2019 el Consejo de Representantes de la CONASAMI acordó otorgar un aumento al salario mínimo a partir del 1 de enero de 2020. Para la Zona Libre de la Frontera Norte se otorgó un aumento de fijación de 5 por ciento sobre el monto de 176.72 pesos diarios. Para el resto del país el incremento se constituye por el MIR de 14.67 pesos diarios (pasó de 102.68 a 117.35 pesos diarios), aunado a un aumento por fijación de 5 por ciento sobre el monto de 117.35 pesos diarios.

Fuente: Comisión Nacional de los Salarios Mínimos.

Indicadores Monetarios y Financieros

Cuadro A 27
Principales Indicadores Monetarios y Financieros

	2016	2017	2018	2019
Agregados Monetarios ^{1/}	Variación Real Anual en Por ciento			
Base Monetaria	12.72	4.60	5.04	0.31
M1	11.42	5.52	3.67	0.43
M2	5.57	3.14	4.08	1.82
M4	2.00	1.35	1.85	2.97
	Por ciento del PIB ^{2/}			
Base Monetaria	6.22	6.33	6.51	6.56
M1	17.17	17.64	17.90	18.05
M2	35.30	35.45	36.10	36.91
M4	51.50	50.82	50.64	52.37
Tasas de Interés Nominales ^{3/}	Tasas Anuales en Por ciento			
TIIE 28 Días	4.47	7.06	8.00	8.32
Cetes 28 Días	4.15	6.69	7.62	7.84
CPP	2.67	4.25	5.18	6.01
CCP	3.76	5.81	6.67	7.19
Tipo de Cambio ^{4/}	Pesos por Dólar			
Para Solventar Obligaciones en Moneda Extranjera	20.7314	19.7867	19.6829	18.8452
Bolsa Mexicana de Valores ^{4/}	Índice Base Octubre de 1978=100			
Índice de Precios y Cotizaciones	45,643	49,354	41,640	43,541

^{1/} Calculada con base en el promedio de saldos mensuales.

^{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					
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	6,761.0	7,769.9	10,119.1
2016	1,420.3	3,868.3	7,663.0	8,581.5	10,811.2
2017	1,545.9	4,264.0	8,394.1	9,495.0	11,712.3
2018	1,674.2	4,492.2	8,815.7	10,095.0	12,263.0
2019					
Ene	1,603.7	4,324.0	8,702.7	10,064.0	12,351.5
Feb	1,579.0	4,306.9	8,744.4	10,033.6	12,334.1
Mar	1,561.1	4,315.8	8,826.5	10,128.8	12,475.4
Abr	1,571.7	4,290.4	8,776.0	10,101.4	12,410.3
May	1,574.5	4,338.2	8,902.4	10,271.0	12,628.2
Jun	1,574.6	4,351.8	8,934.0	10,323.4	12,631.0
Jul	1,561.2	4,311.1	8,923.5	10,304.3	12,597.1
Ago	1,569.3	4,390.4	9,087.1	10,557.5	12,910.1
Sep	1,556.2	4,331.2	9,046.4	10,543.2	12,891.0
Oct	1,562.9	4,337.3	8,987.1	10,538.7	12,907.4
Nov	1,621.4	4,511.9	9,124.9	10,694.4	13,007.8
Dic	1,742.5	4,702.0	9,316.0	10,768.1	13,190.0
Saldos Promedio como Por ciento del PIB ^{1/}					
2013	4.87	13.72	33.67	38.14	50.18
2014	5.15	14.61	34.67	39.29	51.91
2015	5.82	16.26	35.26	40.34	53.25
2016	6.22	17.17	35.30	40.21	51.50
2017	6.33	17.64	35.45	40.26	50.82
2018	6.51	17.90	36.10	41.12	50.64
2019	6.56	18.05	36.91	42.74	52.37

Base Monetaria compuesta por los billetes y monedas en circulación y los depósitos bancarios en cuenta corriente en el Banco de México.

M 1 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.

M 2 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.

M 3 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.

M 4 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/}
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	1,420.269	1,419.754	0.515	-2,251.156	3,671.425
2017	1,545.934	1,542.611	3.323	-1,904.486	3,450.420
2018					
Ene	1,483.140	1,481.027	2.113	-1,853.825	3,336.966
Feb	1,478.777	1,475.977	2.800	-1,866.860	3,345.637
Mar	1,522.134	1,519.655	2.479	-1,723.313	3,245.447
Abr	1,495.941	1,492.537	3.404	-1,834.010	3,329.951
May	1,510.220	1,502.800	7.420	-2,054.338	3,564.558
Jun	1,534.342	1,532.412	1.929	-1,971.421	3,505.763
Jul	1,528.710	1,526.363	2.347	-1,764.969	3,293.679
Ago	1,520.064	1,518.454	1.610	-1,865.708	3,385.772
Sep	1,509.265	1,506.101	3.164	-1,805.997	3,315.262
Oct	1,528.719	1,525.827	2.892	-2,059.586	3,588.305
Nov	1,566.428	1,564.619	1.809	-2,026.698	3,593.127
Dic	1,674.211	1,673.205	1.005	-1,792.493	3,466.704
2019					
Ene	1,603.684	1,602.739	0.945	-1,830.434	3,434.118
Feb	1,579.046	1,577.930	1.116	-1,907.906	3,486.952
Mar	1,561.116	1,559.572	1.544	-1,967.580	3,528.696
Abr	1,571.665	1,569.275	2.390	-1,939.186	3,510.851
May	1,574.536	1,572.137	2.399	-2,068.166	3,642.703
Jun	1,574.602	1,573.605	0.996	-2,002.802	3,577.403
Jul	1,561.176	1,560.512	0.664	-2,009.095	3,570.271
Ago	1,569.316	1,562.280	7.037	-2,231.551	3,800.868
Sep	1,556.211	1,552.833	3.377	-2,054.098	3,610.309
Oct	1,562.900	1,562.246	0.654	-1,964.061	3,526.961
Nov	1,621.394	1,620.559	0.835	-1,998.908	3,620.302
Dic	1,742.475	1,740.934	1.541	-1,710.741	3,453.216

^{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
 Saldo en miles de millones de pesos

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Billetes y Monedas en Poder del Público ^{1/}	928.1	1,087.3	1,261.7	1,372.9	1,494.9	1,548.9
2. Depósitos de Exigibilidad Inmediata ^{2/}	1,948.5	2,261.5	2,606.6	2,891.1	2,997.3	3,153.2
En Moneda Nacional	1,710.0	1,922.7	2,126.2	2,333.3	2,477.8	2,674.3
En Moneda Extranjera	238.4	338.8	480.4	557.8	519.5	478.9
3. M1=(1+2)	2,876.5	3,348.7	3,868.3	4,264.0	4,492.2	4,702.0
4. Captación a Plazo en Bancos ^{3/}	1,248.7	1,384.2	1,529.6	1,699.3	1,856.3	1,913.5
En Moneda Nacional	1,182.2	1,302.1	1,389.6	1,481.5	1,680.1	1,771.7
En Moneda Extranjera	66.5	82.0	140.0	217.8	176.2	141.8
5. Captación a Plazo en Otras Instituciones No Bancarias ^{4/}	104.7	114.9	130.5	143.6	157.1	165.3
6. Acciones de los Fondos de Inversión de Deuda	1,290.0	1,292.6	1,340.6	1,438.7	1,534.5	1,695.2
7. Acreedores por Reporto de Valores ^{5/}	836.3	620.6	794.0	848.4	775.6	839.9
8. M2=(3+4+5+6+7)	6,356.2	6,761.0	7,663.0	8,394.1	8,815.7	9,316.0
9. Valores Públicos en Poder de Residentes	875.5	1,008.9	918.5	1,100.9	1,279.3	1,452.2
Del Gobierno Federal	759.4	853.8	830.3	976.6	1,097.3	1,286.9
Del IPAB	116.0	155.0	88.1	124.3	182.0	165.3
10. M3=(8+9)	7,231.7	7,769.9	8,581.5	9,495.0	10,095.0	10,768.1
11. Depósitos de Exigibilidad Inmediata en Poder de No Residentes ^{6/}	50.9	30.1	42.3	33.5	52.5	54.9
12. Captación a Plazo en Poder de No Residentes ^{3/}	45.8	37.6	47.4	48.7	46.3	66.3
13. Acciones de los Fondos de Inversión de Deuda en Poder de No Residentes	18.0	4.3	7.0	6.3	9.9	9.4
14. Acreedores por Reporto de Valores en Poder de No Residentes ^{5/}	8.6	5.1	5.6	8.3	33.0	51.2
15. Valores Públicos en Poder de No Residentes	2,275.9	2,272.1	2,127.4	2,120.4	2,026.2	2,240.1
16. M4=(10+11+12+13+14+15)	9,631.0	10,119.1	10,811.2	11,712.3	12,263.0	13,190.0

Nota: Los saldos pueden no coincidir con las sumas de sus componentes debido al redondeo de las cifras.

^{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.

Fuente: Banco de México

Cuadro A 31
Resultados de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio

Concepto	Total					4to. Trimestre de 2019				
	2018	2019				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/}	87.1	86.5	85.4	84.7	85.4	85.6	85.4	90.7	86.2	59.7
<i>Fuente: ^{4/}</i>										
De Proveedores	80.6	76.9	78.5	77.6	76.0	78.0	74.7	81.0	79.7	30.5
De la Banca Comercial	31.5	32.2	35.5	32.6	34.1	19.5	42.8	37.6	32.4	32.9
De la Banca Domiciliada en el Extranjero	4.8	5.7	6.5	6.4	5.6	2.7	7.3	7.8	4.9	2.1
De Empresas del Grupo Corporativo/Oficina Matriz	19.5	19.5	20.1	17.9	22.0	16.5	25.3	24.3	23.0	5.7
De la Banca de Desarrollo	4.4	4.3	5.7	4.4	5.1	3.6	6.0	3.8	6.0	3.8
Mediante Emisión de Deuda	2.1	1.8	1.2	1.6	3.2	0.4	4.8	1.5	4.4	0.3
Empresas que Otorgaron algún Tipo de Financiamiento: ^{3/}	82.3	82.0	80.0	82.8	80.7	81.4	80.3	88.4	80.5	53.2
<i>Destino: ^{4/}</i>										
A Clientes	81.3	79.9	77.6	81.4	78.2	77.6	78.6	84.8	79.2	47.0
A Proveedores	13.7	13.5	12.8	13.9	13.0	10.6	14.5	19.3	10.2	9.8
A Empresas del Grupo Corporativo	12.8	12.2	10.9	11.0	12.2	8.5	14.4	16.5	10.7	6.2
A Otros	0.5	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2	0.4	0.8	0.0	1.0
<i>Plazo Promedio del Financiamiento Otorgado en Días:</i>										
A Clientes	60	61	62	65	60	53	65	59	62	49
A Proveedores	48	52	53	40	42	38	44	51	34	28
A Empresas del Grupo Corporativo	73	75	79	66	73	71	74	78	64	138
Empresas que Esperan Solicitar Financiamiento de la Banca Comercial en el Próximo Trimestre: ^{3/}	31.9	35.9	34.2	37.0	34.3	24.5	40.2	38.0	32.3	35.2

^{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 2019				
	2018		2019			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:	45.3	49.9	47.8	45.6	48.6	39.8	53.8	50.8	47.0	51.1
Empresas que Utilizaron Nuevos Créditos Bancarios: ^{4/}	25.1	21.4	24.8	20.6	25.1	15.9	30.6	27.1	25.2	16.6
Destino del Crédito Bancario: ^{5/}										
Capital de Trabajo	74.1	83.1	76.1	70.3	72.6	62.3	75.7	69.5	74.4	71.7
Reestructuración de Pasivos	14.2	17.0	16.5	13.8	14.5	11.9	15.4	15.4	14.6	8.2
Operaciones de Comercio Exterior	1.0	5.3	1.1	0.1	1.6	0.0	2.0	4.6	0.0	0.0
Inversión	19.8	15.9	19.6	22.0	19.7	16.1	20.9	15.0	21.8	26.3
Otros Propósitos	4.8	1.7	3.1	4.4	1.7	5.5	0.5	0.0	2.0	8.9
Percepción sobre las Condiciones de Acceso al Crédito Bancario:										
Índices de Difusión ^{6/}										
Montos Ofrecidos	56.0	52.7	48.5	50.0	52.4	45.4	54.6	51.8	53.0	49.5
Plazos Ofrecidos	54.6	51.1	50.6	52.6	53.4	53.4	53.4	53.2	53.4	54.2
Requerimientos de Colateral	44.6	43.9	47.1	47.9	45.8	44.5	46.2	43.0	48.2	34.3
Tiempos de Resolución del Crédito	49.5	49.6	47.3	47.7	47.3	49.0	46.7	52.3	45.8	32.5
Condiciones para Refinanciar Créditos	49.8	50.3	49.5	49.7	49.0	46.4	49.8	51.5	47.9	44.0
Otros Requisitos Solicitados por la Banca	44.0	40.9	44.7	47.1	46.3	52.0	44.3	49.8	44.7	39.9
Percepción sobre las Condiciones de Costo del Crédito Bancario:										
Índices de Difusión ^{7/}										
Tasas de Interés Bancarias	28.9	39.8	36.1	53.2	54.3	33.8	60.8	52.6	56.1	46.0
Comisiones y Otros Gastos	42.4	47.4	42.2	48.4	44.9	36.5	47.5	45.7	45.0	37.9
Empresas que no Utilizaron Nuevos Créditos Bancarios: ^{4/}	74.9	78.6	75.2	79.4	74.9	84.1	69.4	72.9	74.8	83.4
Lo Solicitaron y está en Proceso de Autorización	2.5	2.9	2.5	3.4	0.6	0.4	0.8	1.2	0.1	2.2
Lo Solicitaron y fue Rechazado	1.7	0.7	1.0	1.8	1.0	0.5	1.3	0.8	0.7	4.3
Lo Solicitaron, pero lo Rechazaron porque era muy Caro	0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.0	0.4	0.2
No Solicitaron	70.6	75.0	71.3	74.1	73.0	82.8	67.2	70.9	73.6	76.6
Factores Limitantes para Solicitar o Utilizar Nuevos Créditos: ^{8/}										
Situación Económica General	48.4	49.8	55.7	52.0	49.7	52.5	47.6	60.6	47.0	30.7
Acceso a Apoyo Público	33.8	37.9	37.7	38.5	38.2	44.1	33.9	50.0	33.8	27.6
Ventas y Rentabilidad de su Empresa	36.1	41.8	41.1	42.6	40.7	45.8	37.1	49.1	38.6	26.8
Capitalización de su Empresa	32.2	35.4	33.0	35.2	35.6	42.5	30.6	39.7	35.3	23.9
Historia Crediticia de su Empresa	25.5	28.8	29.2	27.4	29.3	33.2	26.5	29.9	30.4	20.2
Disposición de los Bancos a Otorgar Créditos	34.0	39.6	35.0	35.3	36.1	39.3	33.7	43.4	33.6	27.5
Dificultades para el Pago del Servicio de la Deuda Bancaria Vig	29.5	28.9	26.4	32.7	30.9	33.4	29.0	30.7	32.8	19.0
Tasas de Interés del Mercado de Crédito Bancario	48.9	49.3	45.2	48.2	47.4	53.6	43.0	53.2	47.3	29.4
Condiciones de Acceso al Crédito Bancario	40.3	43.9	40.6	42.4	41.0	46.4	37.1	46.5	39.6	31.7
Montos Exigidos como Colateral para Acceder al Financ. Banc.	45.0	44.0	43.9	46.3	44.9	49.5	41.6	53.8	42.8	28.8
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	17.6	17.9	19.8	15.0	16.1	18.5	14.7	13.6	16.7	21.6
Menor Limitante	25.9	28.1	26.0	29.4	30.0	32.8	28.3	34.1	29.2	20.0
Ninguna Limitante	56.5	54.0	54.2	55.6	53.9	48.7	57.1	52.3	54.2	58.4

^{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 de miciliana 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

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	De Intermediarios No Bancarios	Emisión de Instrumentos de Deuda 4/	Infonavit 5/	Fovissste 6/
2016									
Mar	7,680,306	724,658	1,361,422	3,235,909	331,062	327,235	401,203	1,140,308	158,510
Jun	8,014,850	785,752	1,448,781	3,364,118	350,129	346,306	404,197	1,147,828	167,740
Sep	8,319,259	821,960	1,489,597	3,500,887	368,924	369,670	419,332	1,175,200	173,689
Dic	8,607,304	884,355	1,543,186	3,628,738	391,156	393,480	420,618	1,168,733	177,037
2017									
Mar	8,488,610	779,115	1,419,358	3,683,985	381,110	402,760	416,891	1,230,557	174,835
Jun	8,579,421	780,514	1,367,076	3,797,304	378,003	402,322	434,695	1,238,548	180,960
Sep	8,871,156	801,229	1,449,263	3,902,470	388,657	416,765	460,585	1,269,230	182,957
Dic	9,330,265	863,580	1,602,366	4,065,164	415,554	436,784	480,790	1,277,181	188,847
2018									
Mar	9,269,335	774,855	1,484,208	4,110,711	413,135	441,337	504,387	1,338,294	202,407
Jun	9,653,357	842,688	1,579,025	4,305,223	426,161	444,560	519,357	1,338,559	197,784
Sep	9,607,832	803,410	1,467,892	4,365,062	426,789	449,129	527,092	1,368,516	199,943
Dic	9,828,120	865,348	1,487,254	4,469,360	467,273	441,596	527,143	1,364,936	205,211
2019									
Mar	9,977,225	836,444	1,472,072	4,561,661	478,889	439,065	536,153	1,435,033	217,909
Jun	10,132,771	847,192	1,486,668	4,664,851	479,831	438,767	558,239	1,433,261	223,962
Sep	10,219,038	831,904	1,552,418	4,698,864	479,948	435,058	541,631	1,461,126	218,088
Dic	10,054,404	838,544	1,510,004	4,699,301	474,704	345,573	546,467	1,421,551	218,261

Nota: Cifras sujetas a revisión. Los saldos pueden no coincidir con las sumas de sus componentes en virtud del redondeo de las cifras.

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 2020, las cifras de Crédito Externo se revisaron de manera retroactiva a partir de agosto 2019. 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 2020, las cifras de Emisión de deuda colocada en el exterior se revisaron de manera retroactiva a partir de agosto de 2019.

3/ Incluye cartera de crédito directo total (vigente y vencida) de la banca comercial y las sofores 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.

Cuadro A 34
Matriz de Flujo de Fondos del Sistema Financiero Institucional para Enero - Diciembre de 2019^{1/}
Flujos como porcentaje del PIB^{2/}

	Sector Privado Residente del País ^{3/}			Estados y Municipios ^{4/}			Sector Público ^{5/}			Sector Bancario	
	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)
	a	b	c=b-a	d	e	f=e-d	g	h	i=h-g	j	k
1. Variación en Instrumentos Financieros Internos (2 + 7 + 8 + 9)	6.3	4.6	-1.7	0.2	0.0	-0.2	2.1	3.5	1.5	1.1	1.6
2. Instrumentos Financieros	6.3	0.5	-5.8	0.2	0.0	-0.2	-0.2	3.9	4.1	0.0	1.9
3. Billetes y Monedas	0.2		-0.2								0.2
4. Instrumentos de Captación Bancaria	1.6		-1.6	0.2		-0.2	-0.2		0.2		1.7
4.1 Empresas y Otras Instituciones ^{7/}	1.0		-1.0	0.2		-0.2	-0.2		0.2		1.1
4.2 Personas Físicas	0.7		-0.7								0.7
5. Emisión de Valores ^{8/}	3.8	0.0	-3.9		0.0	0.0		3.8	3.8	0.0	0.0
6. Fondos de Pensión y Vivienda ^{9/}	0.6	0.5	0.0					0.0	0.0		
7. Financiamiento		1.1	1.1		0.0	0.0	-0.4	-0.2	0.1	0.9	-0.4
7.1 Empresas y Otras Instituciones ^{10/}		0.5	0.5		0.0	0.0	-0.4	-0.2	0.1	0.3	-0.4
7.2 Hogares		0.6	0.6							0.6	
8. Mercado Accionario		0.0	0.0							0.0	
9. Otros conceptos del Sistema Financiero ^{11/}		3.0	3.0				2.7	-0.1	-2.8	0.3	
10. Variación en Instrumentos Financieros Externos (11 + 12 + 13 + 14 + 15)	2.1	2.2	0.1				0.0	0.2	0.2	0.6	0.1
11. Inversión Extranjera Directa		2.3	2.3								
12. Financiamiento del Exterior		0.6	0.6					0.2	0.2		0.1
13. Activos en el Exterior	2.1		-2.1				0.0		0.0	0.1	0.5
14. Reserva Internacional del Banco de México											
15. Errores y Omisiones (Balanza de Pagos)		-0.7	-0.7								
16. Discrepancia Estadística ^{12/}		0.3	0.3								
17. Variación Total en Instrumentos Financieros (1+ 10 +16)	8.3	7.1	-1.3	0.2	0.0	-0.2	2.0	3.7	1.7	1.7	1.7

^{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
03/01/2019	294	1,500	1,500	7,580	99.93278	99.93278	99.93278	99.92082
10/01/2019	287	1,500	1,500	10,900	99.94120	99.94120	99.94120	99.92178
17/01/2019	364	1,500	1,500	9,240	99.93203	99.93212	99.93202	99.90340
24/01/2019	357	1,500	1,500	9,550	99.93822	99.93822	99.93822	99.91410
31/01/2019	350	1,500	1,500	5,500	99.94198	99.94211	99.94173	99.93555
07/02/2019	343	1,500	1,500	10,225	99.94796	99.94796	99.94796	99.94140
14/02/2019	336	1,500	1,500	8,500	99.95317	99.95317	99.95317	99.94524
21/02/2019	329	1,500	1,500	8,800	99.95753	99.95825	99.95610	99.90000
28/02/2019	322	1,500	1,500	16,929	99.96159	99.96159	99.96159	99.95608
07/03/2019	315	1,500	1,500	7,550	99.96615	99.96615	99.96615	99.93229
14/03/2019	308	1,500	1,500	12,833	99.96426	99.96770	99.96206	99.93375
21/03/2019	301	1,500	1,500	8,900	99.94266	99.95949	99.94095	99.93115
28/03/2019	294	1,500	1,500	20,350	99.96233	99.96294	99.96111	99.92000
04/04/2019	287	1,500	1,500	4,500	99.97065	99.97099	99.96998	99.94539
11/04/2019	363	1,500	1,500	8,880	99.95762	99.95855	99.95502	99.95150
17/04/2019	357	1,500	1,500	4,704	99.95860	99.95952	99.95480	99.90000
25/04/2019	349	1,500	1,500	9,799	99.96000	99.96076	99.95940	99.93460
02/05/2019	342	1,500	1,500	11,150	99.95504	99.95531	99.95450	99.92674
09/05/2019	335	1,500	1,500	18,400	99.95703	99.95800	99.95550	99.91896
16/05/2019	328	1,500	1,500	8,297	99.96270	99.96330	99.96230	99.95950
23/05/2019	321	1,500	1,500	12,697	99.96591	99.96650	99.96552	99.93981
30/05/2019	314	1,500	1,500	27,172	99.96793	99.96793	99.96700	99.10111
06/06/2019	307	1,500	1,500	7,998	99.96676	99.96780	99.96467	99.96137
13/06/2019	300	1,500	1,500	7,999	99.96876	99.96910	99.96809	99.96366
20/06/2019	293	1,500	1,500	3,799	99.96876	99.96909	99.96809	99.94460
27/06/2019	364	1,500	1,500	4,364	99.96123	99.96207	99.96109	99.95934
04/07/2019	357	1,500	1,500	4,000	99.95914	99.95914	99.95914	99.94030
11/07/2019	350	1,500	1,500	11,800	99.96253	99.96253	99.96253	99.94380
18/07/2019	343	1,500	1,500	4,498	99.96371	99.96371	99.96233	99.96187
25/07/2019	336	1,500	1,500	7,997	99.96441	99.96441	99.96406	99.96217
01/08/2019	329	1,500	1,500	8,054	99.96664	99.96664	99.96664	99.96311
08/08/2019	322	1,500	1,500	15,500	99.96765	99.96765	99.96765	99.94380
15/08/2019	315	1,500	1,500	8,500	99.97132	99.97150	99.97123	99.96811
22/08/2019	308	1,500	1,500	25,500	99.97477	99.97490	99.97471	99.96518
29/08/2019	301	1,500	1,500	4,000	99.97660	99.97660	99.97660	99.97015
05/09/2019	294	1,500	1,500	5,380	99.96334	99.97797	99.94857	99.92868
12/09/2019	287	1,500	1,500	9,800	99.97296	99.97444	99.97000	99.93111
19/09/2019	364	1,500	1,500	17,499	99.95907	99.96000	99.95860	99.89350
26/09/2019	357	1,500	1,500	8,790	99.93080	99.95604	99.92366	99.85670
03/10/2019	350	1,500	1,500	15,150	99.96270	99.96340	99.96245	99.83420
10/10/2019	343	1,500	1,500	11,600	99.96309	99.96309	99.96309	99.93555
17/10/2019	336	1,500	1,500	12,790	99.96198	99.96300	99.96173	99.93990
24/10/2019	329	1,500	1,500	14,700	99.96745	99.96745	99.96745	99.96214
31/10/2019	322	1,500	1,500	25,000	99.96118	99.96119	99.96111	99.92111
07/11/2019	315	1,500	1,500	15,210	99.95641	99.95641	99.95607	99.92370
14/11/2019	308	1,500	1,500	14,800	99.96364	99.96601	99.96200	99.90880
21/11/2019	301	1,500	1,500	12,000	99.96444	99.96444	99.96444	99.32110
28/11/2019	294	1,500	1,500	14,943	99.94953	99.95000	99.94930	99.93330
05/12/2019	364	1,500	1,500	32,582	99.95465	99.95627	99.95140	99.90000
11/12/2019	358	1,500	1,500	14,609	99.95697	99.95697	99.95697	99.90400
19/12/2019	350	1,500	1,500	25,877	99.96007	99.96007	99.96007	99.50001
26/12/2019	343	1,500	1,500	13,750	99.96780	99.96913	99.96515	99.90770

A tres 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
03/01/2019	1,050	1,500	1,500	31,945	99.58087	99.58298	99.58014	99.50773
10/01/2019	1,043	1,500	1,500	19,900	99.60800	99.60800	99.60800	99.57505
17/01/2019	1,036	1,500	1,500	19,600	99.64760	99.64760	99.64760	99.62583
24/01/2019	1,029	1,500	1,500	17,854	99.66266	99.66274	99.66264	99.61761
31/01/2019	1,022	1,500	1,500	20,390	99.67517	99.67524	99.67514	99.63215
07/02/2019	1,092	1,500	1,500	21,500	99.65700	99.65700	99.65700	99.62217
14/02/2019	1,085	1,500	1,500	20,975	99.67253	99.67255	99.67155	99.62000
21/02/2019	1,078	1,500	1,500	17,200	99.68571	99.68792	99.68480	99.66856
28/02/2019	1,071	1,500	1,500	11,674	99.70684	99.70684	99.70684	99.67837
07/03/2019	1,064	1,500	1,500	11,900	99.72562	99.72562	99.72562	99.68498
14/03/2019	1,057	1,500	1,500	18,820	99.74484	99.75297	99.74450	99.70032
21/03/2019	1,050	1,500	1,500	275,525	99.75986	99.75986	99.75986	99.64970
28/03/2019	1,043	1,500	1,500	27,998	99.77678	99.77678	99.77678	99.69544
04/04/2019	1,036	1,500	1,500	7,100	99.78966	99.78966	99.78966	99.71795
11/04/2019	1,029	1,500	1,500	3,250	99.78714	99.78714	99.78714	99.78455
17/04/2019	1,023	1,500	1,500	1,500	99.79321	99.79321	99.79321	99.79321
25/04/2019	1,015	1,500	1,500	12,500	99.79462	99.79462	99.79462	99.72795
02/05/2019	1,092	1,500	1,500	13,000	99.75859	99.75895	99.75841	99.67803
09/05/2019	1,085	1,500	1,500	4,700	99.76279	99.76328	99.76220	99.67951
16/05/2019	1,078	1,500	1,500	5,450	99.77173	99.77287	99.76946	99.76017
23/05/2019	1,071	1,500	1,500	36,100	99.77259	99.77274	99.77229	99.75607
30/05/2019	1,064	1,500	1,500	32,100	99.77424	99.77424	99.77424	99.76105
06/06/2019	1,057	1,500	1,500	59,972	99.77384	99.77572	99.77195	99.60845
13/06/2019	1,050	1,500	1,500	16,696	99.77795	99.77795	99.77795	99.68982
20/06/2019	1,043	1,500	1,500	13,300	99.78322	99.78322	99.78322	99.75000
27/06/2019	1,036	1,500	1,500	12,098	99.78900	99.78900	99.78900	99.74290
04/07/2019	1,029	1,500	1,500	3,500	99.78962	99.78962	99.78962	99.77357
11/07/2019	1,022	1,500	1,500	4,000	99.79727	99.79727	99.79727	99.77500
18/07/2019	1,015	1,500	1,500	13,300	99.79238	99.79369	99.79088	99.78584
25/07/2019	1,092	1,500	1,500	9,100	99.75866	99.75866	99.75866	99.75166
01/08/2019	1,085	1,500	1,500	5,000	99.76038	99.76284	99.75884	99.73181
08/08/2019	1,078	1,500	1,500	6,500	99.75660	99.75695	99.75642	99.73759
15/08/2019	1,071	1,500	1,500	8,500	99.75741	99.76000	99.75611	99.74414
22/08/2019	1,064	1,500	1,500	13,650	99.75871	99.75897	99.75819	99.73662
29/08/2019	1,057	1,500	1,500	15,100	99.75904	99.76016	99.75810	99.73111
05/09/2019	1,050	1,500	1,500	11,437	99.74516	99.74557	99.74477	99.72087
12/09/2019	1,043	1,500	1,500	21,100	99.74683	99.74942	99.74511	99.71528
19/09/2019	1,036	1,500	1,500	15,500	99.74607	99.74700	99.74509	99.71039
26/09/2019	1,029	1,500	1,500	4,000	99.67787	99.67787	99.67787	99.65465
03/10/2019	1,022	1,500	1,500	8,800	99.73956	99.74885	99.73724	99.67234
10/10/2019	1,015	1,500	1,500	11,750	99.73017	99.74266	99.72367	99.39270
17/10/2019	1,092	1,500	1,500	22,249	99.72411	99.72411	99.71911	99.65154
24/10/2019	1,085	1,500	1,500	30,297	99.73000	99.73000	99.72511	99.62362
31/10/2019	1,078	1,500	1,500	11,200	99.72189	99.72189	99.72189	99.71655
07/11/2019	1,071	1,500	1,500	11,800	99.72343	99.72349	99.72342	99.69475
14/11/2019	1,064	1,500	1,500	37,264	99.73267	99.73267	99.73267	99.64066
21/11/2019	1,057	1,500	1,500	15,699	99.73859	99.73859	99.73250	99.70847
28/11/2019	1,050	1,500	1,500	17,799	99.73462	99.73500	99.73385	99.50000
05/12/2019	1,043	1,500	1,500	31,493	99.74137	99.74137	99.73942	99.71132
11/12/2019	1,037	1,500	1,500	22,814	99.74460	99.74460	99.74460	99.71971
19/12/2019	1,029	1,500	1,500	37,480	99.75426	99.75426	99.75426	99.67870
26/12/2019	1,022	1,500	1,500	12,784	99.75990	99.75990	99.75990	99.69196

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
03/01/2019	1,813	1,500	1,500	30,758	99.30125	99.30125	99.29388	99.22473
10/01/2019	1,806	1,500	1,500	36,199	99.31130	99.31300	99.31017	99.22075
17/01/2019	1,799	1,500	1,500	34,240	99.34582	99.34660	99.33972	99.00000
24/01/2019	1,792	1,500	1,500	64,093	99.37994	99.38048	99.37845	99.26590
31/01/2019	1,785	1,500	1,500	55,574	99.53586	99.79115	99.40821	99.31910
07/02/2019	1,778	1,500	1,500	30,201	99.42382	99.42382	99.42382	99.31210
14/02/2019	1,771	1,500	1,500	16,048	99.42743	99.42800	99.42715	99.20001
21/02/2019	1,764	1,500	1,500	42,794	99.42606	99.42606	99.42486	99.30770
28/02/2019	1,757	1,500	1,500	95,346	99.43655	99.44589	99.43588	99.27790
07/03/2019	1,820	1,500	1,500	33,185	99.46323	99.58268	99.40350	99.25861
14/03/2019	1,813	1,500	1,500	29,330	99.41899	99.42473	99.41530	99.37959
21/03/2019	1,806	1,500	1,500	53,996	99.42599	99.42628	99.42528	99.38437
28/03/2019	1,799	1,500	1,500	60,243	99.40359	99.40455	99.40335	99.33506
04/04/2019	1,792	1,500	1,500	17,339	99.40568	99.40595	99.40475	99.22620
11/04/2019	1,785	1,500	1,500	6,088	99.43295	99.43295	99.43295	99.40660
17/04/2019	1,779	1,500	1,500	14,275	99.45250	99.45250	99.45250	99.33120
25/04/2019	1,771	1,500	1,500	12,399	99.44605	99.44620	99.44575	99.35362
02/05/2019	1,820	1,500	1,500	20,700	99.40202	99.40240	99.40120	99.29959
09/05/2019	1,813	1,500	1,500	34,011	99.41549	99.41549	99.41549	99.32086
16/05/2019	1,806	1,500	1,500	143,259	99.44394	99.44529	99.44239	99.34329
23/05/2019	1,799	1,500	1,500	26,295	99.45516	99.46000	99.45274	99.42488
30/05/2019	1,792	1,500	1,500	85,082	99.44764	99.44764	99.44764	99.42914
06/06/2019	1,785	1,500	1,500	32,495	99.46884	99.61656	99.44611	99.10000
13/06/2019	1,778	1,500	1,500	22,086	99.46100	99.46265	99.46055	99.38180
20/06/2019	1,771	1,500	1,500	41,589	99.45312	99.45617	99.45176	99.29759
27/06/2019	1,764	1,500	1,500	13,066	99.45179	99.45430	99.45025	99.39608
04/07/2019	1,820	1,500	1,500	39,511	99.40059	99.40662	99.39890	99.25740
11/07/2019	1,813	1,500	1,500	4,100	99.44030	99.44030	99.44030	99.30748
18/07/2019	1,806	1,500	1,500	47,743	99.43228	99.43550	99.43147	99.25000
25/07/2019	1,799	1,500	1,500	11,400	99.43588	99.43796	99.43341	99.30000
01/08/2019	1,792	1,500	1,500	7,799	99.43985	99.44752	99.43752	99.42400
08/08/2019	1,785	1,500	1,500	8,100	99.43999	99.44105	99.43903	99.43093
15/08/2019	1,778	1,500	1,500	54,900	99.43428	99.43689	99.43286	99.39000
22/08/2019	1,771	1,500	1,500	20,596	99.43765	99.43766	99.43762	99.41862
29/08/2019	1,820	1,500	1,500	14,439	99.39157	99.40809	99.38438	99.33499
05/09/2019	1,813	1,500	1,500	9,590	99.37159	99.37960	99.36971	98.92740
12/09/2019	1,806	1,500	1,500	19,358	99.37088	99.37309	99.36937	99.31287
19/09/2019	1,799	1,500	1,500	15,410	99.38079	99.38276	99.37824	98.97300
26/09/2019	1,792	1,500	1,500	13,622	99.36515	99.36515	99.35781	98.65390
03/10/2019	1,785	1,500	1,500	17,892	99.37204	99.38591	99.35858	98.65010
10/10/2019	1,778	1,500	1,500	35,888	99.35028	99.35470	99.34486	98.65320
17/10/2019	1,771	1,500	1,500	20,165	99.34659	99.39174	99.34375	98.65840
24/10/2019	1,764	1,500	1,500	38,783	99.35550	99.35590	99.35535	99.26780
31/10/2019	1,820	1,500	1,500	51,744	99.32224	99.32224	99.32224	99.00000
07/11/2019	1,813	1,500	1,500	18,618	99.33684	99.33684	99.33684	99.28917
14/11/2019	1,806	1,500	1,500	53,629	99.33236	99.33245	99.33225	99.28077
21/11/2019	1,799	1,500	1,500	15,661	99.31706	99.31757	99.31673	99.04840
28/11/2019	1,792	1,500	1,500	34,122	99.32125	99.32241	99.32038	99.00000
05/12/2019	1,785	1,500	1,500	59,827	99.33100	99.33110	99.33037	99.25000
11/12/2019	1,779	1,500	1,500	51,257	99.34453	99.34453	99.34453	99.29934
19/12/2019	1,771	1,500	1,500	66,836	99.37536	99.37536	99.37536	99.22120
26/12/2019	1,820	1,500	1,500	39,431	99.36758	99.36886	99.36629	99.31368

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 36
Tasas de Interés Representativas
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)
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
2018	7.62	7.83	7.97	8.10	7.84	7.83		7.93	8.14	8.11
2019	7.84	7.93	7.95	7.85	7.47	7.49		7.75	7.90	8.02
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
2018										
Ene	7.25	7.36	7.56	7.80	7.54	7.46			7.71	7.86
Feb	7.40	7.56	7.74	7.70	7.47	7.65		7.64	7.90	
Mar	7.47	7.65	7.79	7.84	7.47	7.44		7.52	7.72	7.92
Abr	7.46	7.64	7.64	7.73	7.19	7.21		7.54		7.53
May	7.51	7.74	7.80	7.94	7.53	7.73			7.89	7.90
Jun	7.64	7.88	7.99	8.12	7.79	7.92		7.88	7.94	
Jul	7.73	7.90	8.06	8.19	7.83	7.65		7.75		7.72
Ago	7.73	7.89	8.02	8.18	7.83	7.59		7.83	7.87	7.96
Sep	7.69	7.92	8.09	8.26	7.96	8.00			8.15	8.18
Oct	7.69	7.89	8.05	8.23	7.91	7.76		8.17	8.50	
Nov	7.83	8.23	8.30	8.49	8.68	8.80		9.11		8.81
Dic	8.02	8.29	8.55	8.70	8.87	8.79			9.59	9.12
2019										
Ene	7.95	8.23	8.45	8.54	8.56	8.44		8.71	8.93	8.69
Feb	7.93	8.12	8.23	8.20	8.17	8.10		8.49	8.60	
Mar	8.02	8.09	8.18	8.07	8.01	7.92		8.01		8.47
Abr	7.78	8.06	8.14	8.15	7.87	7.89			8.37	8.57
May	8.07	8.22	8.25	8.31	7.90	7.94		8.24	8.46	
Jun	8.25	8.26	8.25	8.16	7.57	7.57		7.68		8.36
Jul	8.14	8.16	8.18	8.06	7.37	7.37			7.69	8.09
Ago	8.01	7.99	7.92	7.78	7.12	7.33		7.53	7.51	7.52
Sep	7.72	7.70	7.59	7.41	7.01	6.84		7.08	7.30	
Oct	7.66	7.58	7.48	7.18	6.68	6.70		6.87		7.17
Nov	7.47	7.47	7.38	7.14	6.62	6.99			7.17	7.32
Dic	7.12	7.31	7.30	7.18	6.76	6.80		7.14	7.11	

^{1/} P promedio simple.

Continúa

^{2/} Tasa de colocación en subasta primaria en curva de 28, 91, 182 y 364 días, respectivamente.

Fuente: Banco de México.

Tasas anuales en por ciento ^{1/}

	UDIBONOS ^{2/}				Sobretasa		
	3 Años	10 Años	20 Años	30 Años	BPA's ^{3/4/}	BPAT's ^{3/5/}	BPA 182 ^{3/6/}
	(1092 Días)	(3640 Días)	(7280 Días)	(10800 Días)	(1092 Días)	(1820 Días)	(2548 Días)
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
2018	3.80	3.78		3.93			0.10
2019	3.75	3.64		3.78			0.14
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
2018							
Ene	3.50	3.62		3.74			0.13
Feb	3.58	3.78		3.78			0.07
Mar	3.79	3.77		3.94			0.08
Abr	3.72	3.72		3.88			0.09
May	3.67	3.75		3.86			0.09
Jun	3.77	3.75		3.80			0.09
Jul	3.50	3.51		3.82			0.09
Ago	3.64	3.55		3.75			0.09
Sep	3.78	3.72		3.85			0.10
Oct	3.67	3.72		3.92			0.09
Nov	4.23	4.27		4.17			0.11
Dic	4.71	4.14		4.60			0.12
2019							
Ene	4.30	4.29		4.27			0.10
Feb	4.18	4.11		4.38			0.10
Mar	4.16	4.00		4.10			0.12
Abr	4.04	3.79		4.04			0.11
May	3.92	3.84		4.01			0.11
Jun	3.50	3.50		3.62			0.12
Jul	3.46	3.41		3.75			0.13
Ago	3.49	3.46		3.58			0.13
Sep	3.63	3.21		3.53			0.15
Oct	3.40	3.23		3.29			0.18
Nov	3.40	3.38		3.36			0.19
Dic	3.54	3.40		3.42			0.18

^{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, Fondo y Valores Privados de Corto Plazo
Tasas anuales en por ciento ^{1/}

	Tasa Objetivo ^{2/}	Fondo 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	
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	7.08
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	4.86
2012	4.50	4.49	4.50	4.79	4.81		4.20	2.79	4.37	3.25	4.79	4.66
2013	3.97	3.98	4.00	4.28	4.29		3.86	3.57	4.30	2.97	4.52	4.26
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	3.43
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
2018	7.65	7.70	7.70	8.00	8.06		6.67	4.20	4.53	5.18	7.56	8.08
2019	8.05	8.10	8.10	8.32	8.27		7.19	4.25	4.23	6.01	7.99	8.48
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
2018												
Ene	7.25	7.29	7.30	7.64	7.70		6.27	4.24	4.57	4.69	7.17	7.65
Feb	7.44	7.49	7.49	7.78	7.84		6.36	4.50	4.57	4.86	7.30	7.76
Mar	7.50	7.56	7.57	7.83	7.86		6.48	4.22	4.57	5.01	7.38	7.92
Abr	7.50	7.53	7.54	7.84	7.86		6.48	4.22	4.57	5.04	7.37	7.88
May	7.50	7.56	7.58	7.85	7.89		6.51	4.15	4.57	5.06	7.40	7.89
Jun	7.58	7.63	7.64	7.93	8.02		6.61	4.27	4.57	5.10	7.47	8.02
Jul	7.75	7.79	7.81	8.10	8.15		6.74	4.20	4.57	5.21	7.66	8.08
Ago	7.75	7.79	7.80	8.11	8.14		6.85	4.10	4.57	5.36	7.71	8.10
Sep	7.75	7.79	7.80	8.11	8.17		6.90	4.16	4.57	5.46	7.73	8.15
Oct	7.75	7.81	7.81	8.12	8.17		6.91	4.09	4.41	5.41	7.74	8.18
Nov	7.88	7.93	7.93	8.25	8.37		6.90	4.18	4.41	5.43	7.83	8.38
Dic	8.10	8.18	8.18	8.41	8.50		7.05	4.08	4.41	5.55	8.01	8.96
2019												
Ene	8.25	8.28	8.26	8.59	8.62		7.15	4.12	4.41	5.55	8.13	8.74
Feb	8.25	8.29	8.26	8.56	8.57		7.24	4.41	4.42	5.69	8.16	8.64
Mar	8.25	8.28	8.27	8.52	8.52		7.27	4.19	4.42	5.73	8.16	8.67
Abr	8.25	8.29	8.28	8.50	8.50		7.29	4.26	4.42	5.76	8.14	8.70
May	8.25	8.30	8.29	8.51	8.51		7.27	4.25	4.11	5.78	8.14	8.64
Jun	8.25	8.28	8.27	8.51	8.52		7.34	4.22	4.11	5.81	8.15	8.66
Jul	8.25	8.28	8.28	8.48	8.45		7.37	4.30	4.11	6.46	8.15	8.59
Ago	8.12	8.16	8.16	8.37	8.33		7.32	4.27	4.11	6.58	8.08	8.53
Sep	7.96	8.06	8.07	8.20	8.11		7.23	4.28	4.11	6.46	7.92	8.33
Oct	7.75	7.78	7.78	8.00	7.89		7.08	4.28	4.11	6.25	7.70	8.17
Nov	7.61	7.77	7.76	7.87	7.70		6.92	4.26	4.11	6.11	7.64	7.94
Dic	7.39	7.48	7.46	7.70	7.56		6.77	4.19	4.33	5.95	7.50	8.09

^{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 día

	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
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
2018	19.6829	19.2443	19.6570	19.2353	19.6650	19.2425
2019	18.8452	19.2636	18.8810	19.2532	18.8860	19.2589
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
2018						
Ene	18.6196	19.0025	18.6445	18.9017	18.6515	18.9085
Feb	18.6456	18.6282	18.8145	18.6358	18.8205	18.6427
Mar	18.3268	18.6839	18.2970	18.6305	18.3030	18.6367
Abr	18.8644	18.3464	18.7475	18.3941	18.7540	18.4003
May	19.7499	19.4894	19.9155	19.5603	19.9240	19.5677
Jun	20.0553	20.3105	19.8660	20.3005	19.8730	20.3083
Jul	18.5515	19.1171	18.6230	19.0003	18.6305	19.0082
Ago	19.0659	18.8089	19.1025	18.8483	19.1105	18.8560
Sep	18.8986	19.0539	18.7105	19.0008	18.7175	19.0079
Oct	19.8022	19.0638	20.2925	19.2000	20.3000	19.2069
Nov	20.4108	20.2500	20.4455	20.2548	20.4530	20.2625
Dic	19.6829	20.1775	19.6570	20.0964	19.6650	20.1046
2019						
Ene	18.9972	19.2154	19.1230	19.1526	19.1290	19.1593
Feb	19.1630	19.1902	19.2725	19.1971	19.2790	19.2034
Mar	19.3201	19.2339	19.4060	19.2429	19.4120	19.2488
Abr	18.9414	19.0231	18.9330	18.9745	18.9390	18.9802
May	19.2395	19.0883	19.6485	19.1058	19.6555	19.1115
Jun	19.1442	19.2912	19.1910	19.2716	19.1970	19.2772
Jul	19.0900	19.0669	18.9955	19.0500	19.0000	19.0552
Ago	20.0314	19.5896	20.0490	19.6962	20.0550	19.7023
Sep	19.6363	19.6242	19.7155	19.5855	19.7205	19.5911
Oct	19.1167	19.3701	19.2295	19.3271	19.2350	19.3322
Nov	19.5607	19.2931	19.5480	19.3324	19.5530	19.3376
Dic	18.8452	19.1776	18.8810	19.1024	18.8860	19.1077

^{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 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											
	Total General	Industria Extractiva	Industria de la Transformación	Industria de la Construcción	Sector Comercio	Comunicaciones y Transportes	Sector Servicios	Otros ^{1/}			
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			
2009	2,652,792	125,187	463,339	159,527	459,557	1,058,985	262,011	124,186			
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	7,345,347	85,167	984,285	924,660	457,026	2,246,540	67,821	821,792	1,491,430	266,627	
2015	7,212,169	83,482	833,209	952,513	606,535	2,394,341	50,433	840,806	1,155,469	258,336	37,044
2016	7,518,422	138,568	1,303,284	949,523	475,892	2,243,169	56,385	863,498	1,199,855	251,156	37,092
2017	8,523,891	164,012	1,340,972	1,107,722	529,897	2,643,727	57,853	912,573	1,435,731	281,970	49,434
2018	7,880,283	125,395	976,422	1,018,898	584,933	2,649,564	48,390	907,972	1,214,097	315,870	38,742
2019	8,203,687	148,688	875,828	1,184,319	616,060	2,714,504	50,275	931,762	1,257,401	378,649	46,200
2016											
Ene	7,249,448	81,924	792,352	934,556	596,121	2,497,823	47,426	810,202	1,203,060	249,654	36,330
Feb	7,270,445	82,016	870,668	938,303	574,200	2,474,920	45,245	829,116	1,165,675	257,971	32,331
Mar	7,580,547	81,509	964,166	1,011,167	587,846	2,467,731	46,741	872,636	1,245,212	270,445	33,095
Abr	7,586,081	77,585	1,029,580	1,000,548	584,808	2,474,455	52,384	870,402	1,177,297	284,194	34,827
May	7,478,179	84,325	985,172	995,938	564,301	2,519,177	48,685	856,801	1,110,936	273,572	39,273
Jun	7,568,654	88,894	1,060,067	1,013,726	528,609	2,557,676	48,969	867,510	1,095,000	270,890	37,313
Jul	7,569,154	87,406	1,160,525	1,013,592	528,735	2,478,975	51,576	873,977	1,066,345	270,601	37,422
Ago	7,701,079	83,690	1,186,421	1,016,726	554,220	2,477,843	54,066	902,847	1,122,054	266,714	36,498
Sep	7,625,537	87,475	1,195,707	1,000,052	545,210	2,466,094	53,146	879,809	1,099,156	262,885	36,003
Oct	7,788,473	128,367	1,213,298	1,011,381	547,225	2,429,879	52,229	919,334	1,172,979	277,744	36,036
Nov	7,424,875	138,998	1,299,728	938,492	467,453	2,259,391	53,237	824,102	1,149,717	254,092	39,666
Dic	7,518,422	138,568	1,303,284	949,523	475,892	2,243,169	56,385	863,498	1,199,855	251,156	37,092
2017											
Ene	7,637,722	141,207	1,443,131	940,478	463,870	2,232,741	54,249	850,964	1,226,199	244,722	40,161
Feb	7,701,255	131,819	1,375,776	961,008	464,185	2,397,717	56,806	827,242	1,205,357	243,396	37,950
Mar	8,033,537	136,866	1,336,601	1,008,542	532,510	2,552,384	57,996	889,177	1,224,288	255,111	40,062
Abr	8,131,161	134,902	1,322,875	1,009,725	564,060	2,552,284	60,917	901,181	1,285,036	261,241	38,940
May	8,048,499	133,460	1,234,133	992,652	592,378	2,535,870	57,090	886,550	1,312,807	264,948	38,610
Jun	8,187,685	148,417	1,266,065	1,015,236	598,065	2,546,408	57,660	952,994	1,284,156	274,727	43,956
Jul	8,378,182	154,798	1,334,206	997,930	604,633	2,537,036	58,485	985,162	1,386,829	275,675	43,428
Ago	8,517,263	170,708	1,343,421	990,005	610,070	2,567,404	58,456	985,796	1,468,994	275,450	46,959
Sep	8,392,454	171,079	1,304,933	960,020	616,145	2,513,298	60,066	1,015,057	1,430,117	275,604	46,134
Oct	8,237,708	165,691	1,341,616	935,211	549,055	2,477,548	59,994	941,071	1,436,776	284,018	46,728
Nov	8,210,855	171,369	1,274,907	1,049,040	556,684	2,489,567	59,451	917,726	1,358,564	284,840	48,708
Dic	8,523,891	164,012	1,340,972	1,107,722	529,897	2,643,727	57,853	912,573	1,435,731	281,970	49,434
2018											
Ene	8,723,692	164,138	1,395,934	1,145,600	540,044	2,636,577	58,362	967,303	1,482,827	286,806	46,101
Feb	8,358,423	152,351	1,316,327	1,101,080	503,273	2,522,557	58,001	928,519	1,435,132	292,145	49,038
Mar	8,273,128	150,912	1,255,857	1,078,331	502,022	2,504,687	56,471	918,533	1,431,781	327,443	47,091
Abr	8,677,404	140,966	1,291,940	1,092,923	513,146	2,737,309	54,596	961,495	1,491,118	346,325	47,586
May	8,103,755	143,402	1,153,053	1,007,469	488,119	2,576,703	52,051	940,366	1,368,624	327,439	46,530
Jun	8,625,268	151,185	1,249,770	1,056,628	510,485	2,721,278	54,428	1,022,946	1,462,780	348,216	47,553
Jul	8,940,961	154,897	1,284,405	1,124,269	560,296	2,839,540	51,436	1,106,823	1,426,431	347,390	45,474
Ago	8,912,842	150,970	1,243,058	1,131,024	615,807	2,797,405	53,112	1,099,917	1,415,335	357,076	49,137
Sep	8,879,369	157,423	1,222,667	1,126,822	593,011	2,873,191	52,711	1,103,686	1,346,525	354,591	48,741
Oct	8,117,968	135,973	1,061,017	1,028,707	582,541	2,639,849	48,881	959,325	1,293,170	327,155	41,349
Nov	7,875,281	132,296	1,000,384	962,616	589,012	2,664,704	48,845	904,201	1,219,436	311,875	41,910
Dic	7,880,283	125,395	976,422	1,018,898	584,933	2,649,564	48,390	907,972	1,214,097	315,870	38,742
2019											
Ene	8,222,365	124,696	1,041,599	1,071,347	599,967	2,674,324	48,666	974,300	1,294,243	353,623	39,600
Feb	8,029,543	124,231	1,033,528	1,044,861	574,794	2,642,308	47,973	965,650	1,193,348	363,383	39,468
Mar	8,102,501	133,484	1,055,526	1,042,288	582,000	2,727,676	48,432	955,502	1,184,404	331,674	41,514
Abr	8,259,617	140,561	1,049,385	1,034,678	568,778	2,797,429	48,704	1,051,217	1,181,313	345,050	42,504
May	7,973,829	136,117	956,656	1,010,010	579,652	2,764,206	50,381	963,776	1,149,333	321,491	42,207
Jun	7,980,933	129,162	982,781	1,002,128	594,580	2,715,583	50,526	991,412	1,149,787	325,968	39,006
Jul	7,697,194	130,813	877,737	930,892	596,275	2,725,525	48,903	898,775	1,130,142	320,447	37,686
Ago	7,942,850	136,365	916,783	928,570	631,543	2,765,825	45,980	926,748	1,202,264	347,457	41,316
Sep	8,079,597	129,100	863,809	1,024,374	640,671	2,833,212	49,374	922,077	1,210,612	363,336	43,032
Oct	8,120,987	138,616	878,298	1,068,827	629,180	2,752,773	50,433	927,376	1,262,261	371,709	41,514
Nov	8,089,994	133,108	873,430	1,141,999	615,674	2,704,436	47,177	909,107	1,238,445	380,089	46,530
Dic	8,203,687	148,688	875,828	1,184,319	616,060	2,714,504	50,275	931,762	1,257,401	378,649	46,200

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 periodo 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/}
2008	22,380	30,885	5,894	16,985	36,242	117,947	3,340	4,395
2009	32,120	76,943	9,381	25,393	58,209	143,392	5,334	6,989
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
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
2018	41,640	621	217	906	799	426	85	767
2019	43,541	612	233	1,040	822	454	88	793
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
2018								
Ene	50,456	895	245	808	855	491	100	981
Feb	47,438	844	237	730	819	488	95	944
Mar	46,125	805	230	716	812	482	94	924
Abr	48,358	828	233	721	865	466	98	950
May	44,663	739	215	700	816	452	91	873
Jun	47,663	802	225	735	847	473	95	937
Jul	49,698	823	240	819	865	453	104	911
Ago	49,548	797	241	927	854	467	103	901
Sep	49,504	784	239	889	884	464	104	856
Oct	43,943	680	219	865	798	430	90	820
Nov	41,733	636	205	880	801	430	85	772
Dic	41,640	621	217	906	799	426	85	767
2019								
Ene	43,988	663	229	948	805	429	91	816
Feb	42,824	657	222	911	798	423	91	751
Mar	43,281	672	222	902	825	439	90	745
Abr	44,597	668	220	874	854	441	98	743
May	42,749	608	214	945	841	452	90	722
Jun	43,161	623	214	971	830	450	93	723
Jul	40,863	558	197	985	829	439	84	709
Ago	42,623	583	196	1,044	843	414	88	754
Sep	43,011	601	199	1,054	863	443	87	761
Oct	43,337	614	207	1,055	846	456	88	795
Nov	42,820	613	223	1,041	825	428	86	783
Dic	43,541	612	233	1,040	822	454	88	793

^{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
2014-2019

Concepto	Por ciento del PIB					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Ingresos Presupuestarios	22.8	23.0	24.1	22.6	21.8	22.2
Gasto Neto Pagado	25.9	26.4	26.6	23.7	23.8	23.9
Balance Presupuestario	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1	-2.0	-1.7
Balance de EBCPI ^{1/}	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
Balance Público ^{2/}	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1	-2.1	-1.6
Balance Primario ^{3/}	-1.1	-1.2	-0.1	1.4	0.6	1.1
RFSP	-4.5	-4.0	-2.8	-1.1	-2.2	-2.3
Balance Operacional Devengado ^{4/}	-3.3	-2.0	-1.1	0.2	-2.5	-2.6
Deuda Económica Amplia Neta ^{5/}	37.5	40.5	43.1	40.8	39.5	42.2
Costo Financiero Presupuestario ^{6/}	2.0	2.2	2.4	2.4	2.6	2.7

^{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). Saldo 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 2018 y 2019

Concepto	2018		2019		2019		Crecimiento % Real 2019-2018
	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	5,115.1	21.8	5,298.2	21.2	5,384.3	22.2	1.6
Gobierno Federal	3,871.6	16.5	3,952.4	15.8	4,006.1	16.5	-0.2
Tributarios	3,062.3	13.0	3,311.4	13.3	3,202.7	13.2	0.9
ISR-IETU-IDE	1,664.2	7.1	1,751.8	7.0	1,686.6	7.0	-2.2
ISR	1,664.6	7.1	1,752.5	7.0	1,687.2	7.0	-2.2
ISR	1,664.6	7.1	1,752.5	7.0	1,687.2	7.0	-2.2
ISR Contratistas y Asignatarios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.
IETU	0.3	0.0	n.d.	n.a.	-0.2	0.0	n.a.
IDE	-0.6	0.0	n.d.	n.a.	-0.4	0.0	n.a.
IVA	922.2	3.9	995.2	4.0	933.3	3.9	-2.3
IEPS	347.4	1.5	437.9	1.8	460.5	1.9	27.9
Importación	65.5	0.3	70.3	0.3	64.7	0.3	-4.7
Otros	62.9	0.3	56.2	0.2	57.4	0.2	-11.8
No Tributarios	809.3	3.4	641.0	2.6	803.4	3.3	-4.2
Organismos y Empresas	1,243.5	5.3	1,345.8	5.4	1,378.2	5.7	6.9
Pemex	436.6	1.9	524.3	2.1	523.1	2.2	15.6
Resto	806.9	3.4	821.5	3.3	855.1	3.5	2.3
Gasto Neto Pagado	5,589.4	23.8	5,802.0	23.3	5,786.4	23.9	-0.1
Programable Pagado	4,064.7	17.3	4,111.4	16.5	4,226.5	17.4	0.3
Diferimiento de Pagos	n.d.	n.a.	-36.0	-0.1	n.d.	n.a.	n.a.
Programable Devengado	n.d.	n.a.	4,147.4	16.6	n.d.	n.a.	n.a.
Gasto Corriente	3,341.4	14.2	3,431.8	13.8	3,495.4	14.4	0.9
Servicios Personales	1,212.9	5.2	1,248.4	5.0	1,216.1	5.0	-3.3
Otros de Operación	2,128.6	9.1	2,183.4	8.8	2,279.3	9.4	3.3
Gasto de Capital	723.2	3.1	715.6	2.9	731.1	3.0	-2.5
Inversión Física	617.7	2.6	669.7	2.7	564.5	2.3	-11.8
Inversión Financiera y Otros ^{2/}	105.6	0.4	45.9	0.2	166.6	0.7	52.3
No Programable	1,524.7	6.5	1,690.6	6.8	1,559.9	6.4	-1.3
Costo Financiero	615.0	2.6	749.1	3.0	666.5	2.7	4.6
Gobierno Federal	467.1	2.0	594.3	2.4	525.6	2.2	8.6
Intereses	428.9	1.8	543.0	2.2	474.3	2.0	6.7
Saneamiento Financiero	38.2	0.2	51.3	0.2	51.3	0.2	29.8
Organismos y Empresas	147.9	0.6	154.8	0.6	140.9	0.6	-8.1
Participaciones a Edos. y Munic.	844.0	3.6	919.8	3.7	878.9	3.6	0.5
Adefas y Otros ^{3/}	65.6	0.3	21.7	0.1	14.5	0.1	-78.6
Balance Presupuestario	-474.2	-2.0	-503.8	-2.0	-402.1	-1.7	n.a.
Balance de EBCPI	-20.7	-0.1	0.0	0.0	3.8	0.0	n.a.
Balance No Presupuestario	0.3	0.0	n.d.	n.a.	11.3	0.0	n.a.
Diferencia con Ftes. de Financiamiento ^{4/}	-21.1	-0.1	n.d.	n.a.	-7.5	0.0	n.a.
Balance Público	-495.0	-2.1	-503.8	-2.0	-398.4	-1.6	n.a.
Balance Primario ^{5/}	141.4	0.6	245.7	1.0	275.7	1.1	n.a.
RFSP ^{6/}	-517.0	-2.2	-629.2	-2.5	-564.7	-2.3	n.a.

1/ Se utilizó el PIB nominal presentado en los Criterios Generales de Política Económica 2019.

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.

6/ Los RFSP programados para 2019 en m.m.p. y como porcentaje del PIB fueron publicados en los Criterios Generales de Política Económica 2019.

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
2014-2019

Por ciento del PIB

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018	2019 p/
Ingresos Presupuestarios	22.8	23.0	24.1	22.6	21.8	22.2
Gobierno Federal	16.5	17.1	17.8	17.5	16.5	16.5
Tributarios	10.3	12.8	13.5	13.0	13.0	13.2
No Tributarios	6.2	4.4	4.3	4.5	3.4	3.3
Organismos y Empresas	6.3	5.9	6.3	5.1	5.3	5.7
Pemex	2.5	2.3	2.4	1.8	1.9	2.2
Resto	3.7	3.5	3.9	3.3	3.4	3.5
Gasto Neto Pagado	25.9	26.4	26.6	23.7	23.8	23.9
Programable	20.5	20.6	20.7	17.6	17.3	17.4
Gasto Corriente	15.3	15.6	14.8	14.0	14.2	14.4
Gasto de Capital	5.1	5.0	5.9	3.6	3.1	3.0
No Programable	5.4	5.7	5.9	6.0	6.5	6.4
Costo Financiero	2.0	2.2	2.4	2.4	2.6	2.7
Participaciones a Edos. y Munic.	3.3	3.4	3.4	3.5	3.6	3.6
Adefas y Otros ^{1/}	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1
Balance Presupuestario	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1	-2.0	-1.7
Balance de EBCPI ^{2/}	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0
Balance Público	-3.1	-3.4	-2.5	-1.1	-2.1	-1.6
Balance Primario ^{3/}	-1.1	-1.2	-0.1	1.4	0.6	1.1
RFSP	-4.5	-4.0	-2.8	-1.1	-2.2	-2.3

^{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 2014-2019

Por ciento del PIB

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018	2019 p/
Ingresos Presupuestarios	22.8	23.0	24.1	22.6	21.8	22.2
Clasificación I						
Gobierno Federal	16.5	17.1	17.8	17.5	16.5	16.5
Tributarios	10.3	12.8	13.5	13.0	13.0	13.2
ISR-IETU-IDE	5.5	6.6	7.1	7.1	7.1	7.0
ISR	5.6	6.7	7.1	7.2	7.1	7.0
ISR	5.6	6.6	7.1	7.2	7.1	7.0
ISR Contratistas y Asignatarios	n.a.	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IETU	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
IDE	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IVA	3.8	3.8	3.9	3.7	3.9	3.9
IEPS	0.6	1.9	2.0	1.7	1.5	1.9
Importación	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
Otros	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
No Tributarios	6.2	4.4	4.3	4.5	3.4	3.3
Derechos	4.7	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Productos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aprovechamientos	1.4	1.9	2.4	2.2	0.8	1.1
Transferencias del FMPED ^{1/}	n.a.	2.1	1.5	2.0	2.3	1.8
Organismos y Empresas	6.3	5.9	6.3	5.1	5.3	5.7
Pemex	2.5	2.3	2.4	1.8	1.9	2.2
Resto	3.7	3.5	3.9	3.3	3.4	3.5
Clasificación II						
Petroleros	7.0	4.5	3.9	3.8	4.2	3.9
Pemex	2.5	2.3	2.4	1.8	1.9	2.2
Ventas Externas	1.1	0.1	-0.3	-0.4	-0.4	-0.1
Ventas Internas	5.5	4.1	3.2	4.0	4.3	3.5
Otros	0.5	0.5	1.1	0.2	0.2	0.6
(-) Impuestos ^{2/}	4.5	2.3	1.6	2.0	2.3	1.8
Gobierno Federal ^{3/}	4.5	2.2	1.5	2.0	2.3	1.8
No Petroleros	15.8	18.5	20.2	18.8	17.6	18.3
Gobierno Federal	12.1	14.9	16.2	15.5	14.2	14.7
Tributarios	10.3	12.7	13.5	13.0	13.0	13.2
ISR	5.6	6.6	7.1	7.2	7.1	7.0
IETU	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
IDE	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IVA	3.8	3.8	3.9	3.7	3.9	3.9
IEPS	0.6	1.9	2.0	1.7	1.5	1.9
Otros	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
No Tributarios	1.7	2.2	2.7	2.5	1.1	1.5
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	1.4	1.9	2.4	2.2	0.8	1.1
Organismos y Empresas	3.7	3.5	3.9	3.3	3.4	3.5

^{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
2014-2019

Concepto	Por ciento del PIB					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019 p/
Gasto Neto Pagado	25.9	26.4	26.6	23.7	23.8	23.9
Programable	20.5	20.6	20.7	17.6	17.3	17.4
Gasto Corriente	15.3	15.6	14.8	14.0	14.2	14.4
Servicios Personales	5.8	5.8	5.5	5.2	5.2	5.0
Directos	3.4	3.3	3.1	3.0	3.0	2.9
Indirectos ^{1/}	2.5	2.5	2.4	2.2	2.2	2.1
Materiales y Suministros	1.4	1.2	1.2	1.4	1.6	1.5
Otras Erogaciones ^{2/}	4.4	4.7	4.5	4.3	4.6	4.7
Subsidios, Ayudas y Transferencias ^{3/}	3.8	3.8	3.6	3.1	2.9	3.2
Gasto de Capital	5.1	5.0	5.9	3.6	3.1	3.0
Inversión Física	4.7	4.2	3.6	2.6	2.6	2.3
Directa	3.0	2.5	2.3	1.5	1.5	1.4
Indirecta ^{4/}	1.7	1.7	1.4	1.1	1.2	1.0
Inversión Financiera y Otros ^{5/}	0.4	0.9	2.3	1.0	0.4	0.7
No Programable	5.4	5.7	5.9	6.0	6.5	6.4
Costo Financiero	2.0	2.2	2.4	2.4	2.6	2.7
Gobierno Federal	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2
Intereses	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8	2.0
Saneamiento Financiero	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Organismos y Empresas	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Participaciones a Edos. y Munic.	3.3	3.4	3.4	3.5	3.6	3.6
Adefas y Otros ^{6/}	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	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 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	
2014	4,008.8	130,380.0	1,922.0	5,930.8	33.9	6,665.9	-39,741.5	-585.8	6,080.1	34.8	
2015	4,553.4	147,642.5	2,546.6	7,100.0	38.3	7,261.9	-24,546.5	-423.4	6,838.5	36.9	
2016	4,815.8	159,386.3	3,286.5	8,102.3	40.3	7,565.6	196.8	4.1	7,569.7	37.6	
2017	5,003.2	178,988.4	3,519.4	8,522.6	38.9	8,095.4	12,844.8	252.6	8,348.0	38.1	
2018	Enero	5,252.8	197,347.5	3,672.0	8,924.8		8,460.3	21,224.8	394.9	8,855.2	
	Febrero	5,226.9	196,812.9	3,706.6	8,933.5		8,437.2	22,585.4	425.4	8,862.6	
	Marzo	5,262.1	201,748.1	3,686.1	8,948.2	40.2	8,472.9	23,899.0	436.7	8,909.6	40.0
	Abril	5,273.7	197,151.7	3,704.0	8,977.7		8,490.0	23,928.1	449.6	8,939.6	
	Mayo	5,268.1	187,917.8	3,753.8	9,021.9		8,497.3	22,528.2	450.0	8,947.3	
	Junio	5,278.7	191,874.9	3,778.2	9,056.9	39.9	8,516.4	22,910.8	451.1	8,967.5	39.5
	Julio	5,272.6	202,028.3	3,767.0	9,039.6		8,514.5	24,297.5	453.0	8,967.5	
	Agosto	5,276.4	196,569.3	3,770.0	9,046.4		8,522.2	23,709.8	454.7	8,976.9	
	Septiembre	5,281.4	201,122.7	3,765.6	9,047.0	39.1	8,532.1	24,403.7	456.9	8,989.0	38.9
	Octubre	5,263.4	186,731.3	3,794.0	9,057.4		8,520.1	22,798.4	463.2	8,983.3	
	Noviembre	5,250.0	187,577.0	3,816.3	9,066.3		8,511.3	22,963.1	467.2	8,978.5	
	Diciembre	5,258.1	194,657.6	3,825.3	9,083.4	38.7	8,521.5	23,981.1	471.3	8,992.8	38.3
2019 ^{p/}	Enero	5,322.6	201,265.1	3,910.9	9,233.5		8,685.2	25,009.5	534.9	9,220.1	
	Febrero	5,360.9	199,407.8	3,933.6	9,294.5		8,735.5	24,914.4	531.5	9,267.0	
	Marzo	5,392.7	198,614.0	3,942.6	9,335.3	39.2	8,778.6	24,800.6	517.9	9,296.5	39.1
	Abril	5,387.1	202,709.5	3,938.2	9,325.3		8,792.5	25,251.7	506.4	9,298.9	
	Mayo	5,394.8	196,722.5	3,957.5	9,352.3		8,814.2	24,352.9	495.4	9,309.6	
	Junio	5,428.5	201,482.4	3,960.1	9,388.6	39.2	8,857.8	24,836.1	488.7	9,346.5	39.0
	Julio	5,453.3	204,039.8	3,961.1	9,414.4		8,895.5	25,055.4	483.8	9,379.3	
	Agosto	5,489.6	193,860.1	3,988.9	9,478.5		8,944.6	23,628.1	478.6	9,423.2	
	Septiembre	5,535.8	197,415.5	3,990.1	9,525.9	39.5	8,987.8	23,968.2	475.3	9,463.1	39.2
	Octubre	5,583.9	202,994.1	3,981.8	9,565.7		9,035.1	24,562.3	471.7	9,506.8	
	Noviembre	5,637.7	199,639.9	3,981.6	9,619.3		9,092.3	24,015.0	466.8	9,559.1	
	Diciembre	5,702.2	206,554.5	3,967.7	9,669.9	39.9	9,156.0	24,759.9	462.9	9,618.9	39.7

p/ Cifras preliminares.

^{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.

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	
2014	4,389.9	146,503.1	2,159.7	6,549.6	37.5	7,142.0	-45,765.3	-674.6	6,467.4	37.0	
2015	4,717.4	161,700.5	2,789.1	7,506.5	40.5	7,273.1	-12,665.7	-218.5	7,054.6	38.0	
2016	4,966.3	179,324.4	3,697.6	8,663.9	43.1	7,814.1	4,398.9	90.7	7,904.8	39.3	
2017	5,183.3	191,058.3	3,756.8	8,940.1	40.8	8,324.6	18,706.8	367.8	8,692.4	39.7	
2018	Enero	5,252.8	197,347.5	3,672.0	8,924.8		8,460.3	21,224.8	394.9	8,855.2	
	Febrero	5,200.9	198,648.5	3,741.2	8,942.1		8,414.1	24,200.9	455.8	8,869.9	
	Marzo	5,332.6	199,506.7	3,645.2	8,977.8	40.3	8,544.2	25,136.3	459.3	9,003.5	40.4
	Abril	5,308.3	200,014.1	3,757.8	9,066.1		8,541.2	25,988.2	488.3	9,029.5	
	Mayo	5,246.0	197,886.2	3,953.0	9,199.0		8,526.9	22,620.9	451.9	8,978.8	
	Junio	5,331.2	198,075.7	3,900.3	9,231.5	40.6	8,611.8	23,195.2	456.7	9,068.5	39.9
	Julio	5,236.3	198,395.5	3,699.2	8,935.5		8,503.1	24,910.1	464.5	8,967.6	
	Agosto	5,303.3	197,695.0	3,791.6	9,094.9		8,575.7	24,326.9	466.6	9,042.3	
	Septiembre	5,320.7	199,241.5	3,730.4	9,051.1	39.1	8,611.8	25,334.5	474.3	9,086.1	39.3
	Octubre	5,101.9	199,272.0	4,048.7	9,150.6		8,411.8	25,588.1	519.9	8,931.7	
	Noviembre	5,116.0	198,585.0	4,040.3	9,156.3		8,423.3	24,921.1	507.0	8,930.3	
	Diciembre	5,347.1	199,643.9	3,923.2	9,270.3	39.5	8,634.3	26,255.0	515.9	9,150.2	39.0
2019 ^{p/}	Enero	5,322.6	205,419.6	3,910.9	9,233.5		8,685.2	28,093.5	534.9	9,220.1	
	Febrero	5,399.2	205,406.5	3,956.3	9,355.5		8,785.8	27,424.3	528.2	9,314.0	
	Marzo	5,456.2	204,384.9	3,960.6	9,416.8	39.6	8,864.9	25,316.7	490.6	9,355.5	39.3
	Abril	5,370.5	206,470.4	3,925.0	9,295.5		8,834.3	24,816.5	471.8	9,306.1	
	Mayo	5,425.5	205,400.9	4,034.6	9,460.1		8,901.0	22,987.2	451.5	9,352.5	
	Junio	5,597.0	206,856.7	3,973.4	9,570.4	39.9	9,075.7	23,698.8	455.2	9,530.9	39.8
	Julio	5,602.4	208,866.8	3,967.0	9,569.4		9,121.5	23,922.8	454.4	9,575.9	
	Agosto	5,743.5	208,427.0	4,183.0	9,926.5		9,288.5	22,049.6	442.5	9,731.0	
	Septiembre	5,905.1	202,686.9	3,999.9	9,905.0	41.0	9,333.4	22,744.5	448.9	9,782.3	40.5
	Octubre	6,016.8	203,580.1	3,907.7	9,924.5		9,460.4	22,886.1	439.3	9,899.7	
	Noviembre	6,175.8	203,665.3	3,978.6	10,154.4		9,664.6	21,391.1	417.9	10,082.5	
	Diciembre	6,411.3	202,261.9	3,815.5	10,226.8	42.2	9,856.5	22,246.5	419.7	10,276.2	42.4

p/ Cifras preliminares.

^{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.

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	
2014	4,740.5	137,981.6	2,034.0	6,774.5	38.8	
2015	5,084.3	152,836.3	2,636.2	7,720.6	41.6	
2016	5,411.6	170,257.0	3,510.6	8,922.2	44.3	
2017	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	41.0
	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	40.6
	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	40.7
	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	5,585.6	182,938.0	3,597.1	9,182.7	41.9
2018	Enero	5,536.2	188,273.0	3,503.2	9,039.4	
	Febrero	5,504.4	189,239.3	3,564.0	9,068.4	
	Marzo	5,639.9	190,355.4	3,478.0	9,117.8	41.0
	Abril	5,654.7	190,302.9	3,575.4	9,230.1	
	Mayo	5,552.5	189,745.9	3,790.3	9,342.9	
	Junio	5,672.2	189,224.4	3,726.1	9,398.2	41.4
	Julio	5,563.2	189,300.1	3,529.6	9,092.8	
	Agosto	5,635.1	189,018.2	3,625.2	9,260.3	
	Septiembre	5,652.5	190,614.1	3,568.9	9,221.3	39.9
	Octubre	5,445.6	189,997.3	3,860.3	9,305.9	
	Noviembre	5,458.8	189,617.5	3,857.9	9,316.7	
	Diciembre	5,699.5	190,085.4	3,735.4	9,434.9	40.2
2019 ^{p/}	Enero	5,706.8	194,324.2	3,699.7	9,406.5	
	Febrero	5,778.2	194,815.5	3,752.3	9,530.5	
	Marzo	5,840.4	194,339.0	3,765.9	9,606.3	40.4
	Abril	5,760.1	196,442.4	3,734.4	9,494.5	
	Mayo	5,818.7	196,169.8	3,853.3	9,672.0	
	Junio	5,978.0	197,398.1	3,791.8	9,769.7	40.7
	Julio	6,003.7	199,334.1	3,785.9	9,789.6	
	Agosto	6,144.5	199,614.2	4,006.2	10,150.7	
	Septiembre	6,269.5	194,070.1	3,829.9	10,099.4	41.8
	Octubre	6,385.0	194,813.0	3,739.4	10,124.4	
	Noviembre	6,528.8	194,542.8	3,800.4	10,329.2	
	Diciembre	6,739.7	192,935.9	3,639.6	10,379.2	42.8

^{1/} La deuda neta del sector público no financiero corresponde a la deuda del sector público económica amplia sin considerar la deuda de la banca de desarrollo y los fondos de fomento. Se calcula en términos devengados con la información del sistema bancario; los valores públicos se reportan a valor de mercado y la deuda externa se asigna a la entidad deudora del crédito y no al usuario final.

p/ Cifras preliminares.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 49
Deuda Total del Sector Público

Saldos a fin de periodo

	Miles de Millones de Pesos		Por ciento del PIB ^{1/}			Variación Real Anual	Estructura Porcentual	
	2018	2019 ^{p/}	2018	2019 ^{p/}	Diferencia	2019 - 2018	2018	2019 ^{p/}
	Deuda Total del Sector Público (a+b) ^{2/}	10,626.7	11,574.4	45.2	47.8	2.5	5.9	100.0
a. Deuda Económica Amplia Neta	9,270.3	10,226.8	39.5	42.2	2.7	7.3	87.2	88.4
1. Externa	3,923.2	3,815.5	16.7	15.7	-1.0	-5.4	36.9	33.0
2. Interna	5,347.1	6,411.3	22.8	26.5	3.7	16.6	50.3	55.4
b. Pasivos Adicionales	1,356.4	1,347.6	5.8	5.6	-0.2	-3.4	12.8	11.6
1. IPAB ^{3/}	901.1	911.4	3.8	3.8	-0.1	-1.6	8.5	7.9
2. FARAC ^{4/}	256.1	247.7	1.1	1.0	-0.1	-5.9	2.4	2.1
3. Programas de Reestructuras en UDIs ^{5/}	38.9	42.1	0.2	0.2	0.0	5.2	0.4	0.4
4. Pidiregas Directos ^{6/}	160.3	146.4	0.7	0.6	-0.1	-11.2	1.5	1.3
5. Programas de Apoyo a Deudores ^{7/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.s.	0.0	0.0

p/ Cifras preliminares.

n.s./ No significativo.

^{1/} Las cifras expresadas en proporciones al producto utilizan el PIB promedio 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 2019.

^{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.

Fuente: SHCP y Banco de México.

Cuadro A 50
Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México

Saldos a fin de periodo

	Miles de Millones de Pesos		Por ciento del PIB ^{1/}			Variación Real Anual	Estructura Porcentual	
	2018	2019 ^{p/}	2018	2019 ^{p/}	Diferencia	2019 - 2018	2018	2019 ^{p/}
	Deuda Total del Sector Público Consolidada con Banco de México (a+b) ^{2/}	10,506.6	11,623.8	44.7	48.0	3.2	7.6	100.0
a. Deuda Neta Consolidada con Banco de México	9,150.2	10,276.2	39.0	42.4	3.4	9.2	87.1	88.4
1. Externa	515.9	419.7	2.2	1.7	-0.5	-20.9	4.9	3.6
2. Interna	8,634.3	9,856.5	36.8	40.7	3.9	11.0	82.2	84.8
b. Pasivos Adicionales	1,356.4	1,347.6	5.8	5.6	-0.2	-3.4	12.9	11.6
1. IPAB ^{3/}	901.1	911.4	3.8	3.8	-0.1	-1.6	8.6	7.8
2. FARAC ^{4/}	256.1	247.7	1.1	1.0	-0.1	-5.9	2.4	2.1
3. Programas de Reestructuras en UDIs ^{5/}	38.9	42.1	0.2	0.2	0.0	5.2	0.4	0.4
4. Pidiregas Directos ^{6/}	160.3	146.4	0.7	0.6	-0.1	-11.2	1.5	1.3
5. Programas de Apoyo a Deudores ^{7/}	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.s.	0.0	0.0

p/ Cifras preliminares.

n.s./ No significativo.

^{1/} Las cifras expresadas en proporciones al producto utilizan el PIB promedio 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 2019.

^{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.

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
2014		5,935.7	1,010.6	0.0	1,128.0	2,638.7	1,158.3
2015		6,199.0	865.3	0.0	1,229.6	2,870.4	1,233.7
2016		5,977.9	762.4	0.0	1,290.9	2,766.8	1,157.9
2017	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
2018	Enero	6,521.9	889.6	0.0	1,476.8	2,878.3	1,277.3
	Febrero	6,553.4	881.1	0.0	1,490.7	2,914.6	1,267.0
	Marzo	6,685.8	847.7	0.0	1,516.5	3,046.0	1,275.6
	Abril	6,744.9	821.3	0.0	1,537.4	3,129.4	1,256.8
	Mayo	6,824.2	851.5	0.0	1,557.4	3,126.9	1,288.4
	Junio	6,647.4	851.2	0.0	1,559.1	2,984.4	1,252.7
	Julio	6,750.1	971.9	0.0	1,595.9	2,921.5	1,260.8
	Agosto	6,766.1	948.6	0.0	1,614.6	2,932.2	1,270.7
	Septiembre	6,861.1	977.1	0.0	1,635.3	2,986.3	1,262.3
	Octubre	6,695.7	945.2	0.0	1,596.7	2,903.5	1,250.3
	Noviembre	6,747.3	972.2	0.0	1,586.9	2,907.0	1,281.3
	Diciembre	6,674.5	943.9	0.0	1,652.5	2,823.8	1,254.2
2019 ^{p/}	Enero	6,749.1	882.7	0.0	1,653.8	2,920.3	1,292.3
	Febrero	6,834.2	868.5	0.0	1,679.1	2,997.8	1,288.8
	Marzo	6,927.9	805.1	0.0	1,726.9	3,091.2	1,304.7
	Abril	7,097.2	844.9	0.0	1,772.1	3,131.7	1,348.4
	Mayo	7,232.3	829.6	0.0	1,804.9	3,207.8	1,390.0
	Junio	7,197.1	926.7	0.0	1,658.7	3,246.0	1,365.7
	Julio	7,323.1	913.8	0.0	1,694.0	3,317.6	1,397.7
	Agosto	7,547.3	926.7	0.0	1,761.1	3,464.9	1,394.6
	Septiembre	7,664.6	908.9	0.0	1,778.4	3,551.4	1,426.0
	Octubre	7,913.6	992.2	0.0	1,829.0	3,672.4	1,420.0
	Noviembre	8,065.6	1,053.2	0.0	1,845.0	3,701.0	1,466.5
	Diciembre	7,831.5	1,115.9	0.0	1,839.3	3,457.6	1,418.8

p/ Cifras preliminares.

^{1/} La circulación total incluye los títulos a cargo del Gobierno Federal y los valores colocados con propósitos de regulación monetaria.

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
2014	5,935.7	4,518.8	128.1	365.2	923.6
2015	6,199.0	4,690.6	123.6	342.4	1,042.5
2016	5,977.9	4,577.9	143.7	428.2	828.1
2017	6,083.9	4,636.7	153.5	424.8	868.9
Enero	6,147.9	4,696.9	157.4	402.3	891.2
Febrero	6,327.3	4,875.1	156.3	388.4	907.5
Marzo	6,440.8	4,907.5	159.6	388.3	985.5
Abril	6,453.8	4,870.4	163.1	400.1	1,020.2
Mayo	6,476.6	4,956.0	148.8	393.7	978.1
Junio	6,529.1	5,044.1	159.1	430.7	895.3
Julio	6,644.9	5,073.6	167.6	440.1	963.5
Agosto	6,728.8	5,161.9	158.9	444.9	963.1
Septiembre	6,684.5	5,080.7	171.4	441.0	991.6
Octubre	6,726.4	5,141.1	165.0	444.4	976.0
Noviembre	6,443.8	4,941.2	142.2	439.5	920.9
Diciembre	6,521.9	4,925.9	147.7	442.1	1,006.2
2018	6,553.4	4,901.5	152.6	430.0	1,069.4
Enero	6,685.8	5,059.7	157.4	424.1	1,044.7
Febrero	6,744.9	5,013.0	155.0	424.4	1,152.5
Marzo	6,824.2	5,025.5	176.6	443.0	1,179.1
Abril	6,647.4	4,976.0	159.2	438.6	1,073.7
Mayo	6,750.1	5,139.1	159.3	438.4	1,013.2
Junio	6,766.1	5,174.1	164.3	453.5	974.3
Julio	6,861.1	5,264.0	165.2	449.9	982.0
Agosto	6,695.7	5,085.3	164.4	449.0	997.0
Septiembre	6,747.3	5,065.8	157.6	450.8	1,073.2
Octubre	6,674.5	5,037.6	160.3	451.1	1,025.4
Noviembre	6,749.1	5,197.3	160.9	443.6	947.5
Diciembre	6,834.2	5,234.5	160.7	446.5	992.5
2019 ^{p/}	6,927.9	5,343.5	167.4	453.1	963.8
Enero	7,097.2	5,408.3	173.5	461.7	1,053.7
Febrero	7,232.3	5,486.5	179.0	473.4	1,093.5
Marzo	7,197.1	5,506.8	170.2	467.0	1,053.0
Abril	7,323.1	5,557.0	176.6	482.2	1,107.3
Mayo	7,547.3	5,723.9	181.4	486.6	1,155.3
Junio	7,664.6	5,850.5	187.7	485.0	1,141.5
Julio	7,913.6	5,982.7	191.8	492.6	1,246.4
Agosto	8,065.6	6,041.6	204.2	494.5	1,325.3
Septiembre	7,831.5	5,960.5	204.3	494.8	1,171.9
Octubre					
Noviembre					
Diciembre					

p/ Cifras preliminares.

^{1/} La circulación total incluye los títulos a cargo del Gobierno Federal y los valores colocados con propósitos de regulación monetaria.

Fuente: Banco de México.

Sector Externo

Cuadro A 53
Principales Indicadores del Sector Externo

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balanza de Pagos	Miles de millones de dólares							
Cuenta Corriente	-18.7	-31.5	-25.4	-31.0	-24.3	-20.5	-23.0	-2.4
Balanza Comercial	0.0	-1.2	-3.1	-14.7	-13.1	-11.0	-13.6	5.8
Cuenta de Capital	-0.2	1.9	0.0	-0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.1
Cuenta Financiera	-25.5	-42.4	-37.4	-36.9	-32.8	-34.2	-33.0	-11.3
Inversión Directa	1.1	-32.7	-23.5	-24.7	-30.5	-30.2	-27.0	-22.7
Cuenta Financiera sin Activos de Reserva	-43.1	-60.2	-53.8	-21.2	-32.6	-29.4	-33.5	-14.0
	Porcentajes del PIB							
Cuenta Corriente	-1.6	-2.5	-1.9	-2.6	-2.3	-1.8	-1.9	-0.2
Cuenta Financiera	-2.1	-3.3	-2.9	-3.2	-3.0	-2.9	-2.7	-0.9
Comercio Exterior	Variaciones porcentuales anuales							
Exportaciones	6.1	2.5	4.4	-4.1	-1.7	9.5	10.1	2.3
Petroleras	-6.2	-6.6	-14.4	-45.5	-18.5	26.0	29.0	-15.1
No Petroleras	8.5	4.0	7.3	0.8	-0.7	8.6	8.9	3.6
Manufacturas	8.4	4.1	7.2	0.8	-1.2	8.4	9.1	3.4
Resto	10.1	1.2	8.6	1.3	9.0	11.5	6.1	6.8
Importaciones	5.7	2.8	4.9	-1.2	-2.1	8.6	10.4	-1.9
Bienes de Consumo	4.8	5.6	1.7	-3.5	-7.7	10.4	10.1	-3.1
Bienes Intermedios	5.3	2.5	6.0	-1.4	-0.8	9.0	10.3	-0.8
Bienes de Capital	10.1	1.3	1.5	4.0	-3.7	3.3	11.9	-8.9
Pasivos de Deuda y Débito por Intereses	Porcentajes de los créditos en Cuenta Corriente							
Posición de Pasivos de Deuda Totales ^{1/}	121.9	131.7	136.0	140.4	136.3	128.8	121.4	123.1
Sector Público ^{2/}	62.3	66.1	67.5	69.6	66.3	63.9	59.1	60.8
Sector Privado	59.5	65.6	68.4	70.8	70.0	64.9	62.4	62.3
Débito por Intereses ^{3/}	4.0	4.4	4.5	4.6	4.6	4.5	4.4	4.9
	Porcentajes del PIB							
Posición de Pasivos de Deuda Totales ^{1/}	42.6	44.7	47.0	52.4	55.0	53.2	52.4	52.9
Sector Público ^{2/}	21.8	22.4	23.3	26.0	26.8	26.4	25.5	26.1
Sector Privado	20.8	22.3	23.7	26.4	28.3	26.8	26.9	26.8
Débito por Intereses ^{3/}	1.4	1.5	1.6	1.7	1.9	1.9	1.9	2.1

^{1/} No incluye pasivos de derivados financieros.

^{2/} Incluye al Banco de México.

^{3/} 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.

Cuadro A 54
Balanza de Pagos
Millones de dólares

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Cuenta corriente (I - II)	-4,872	-11,898	-18,652	-31,522	-25,419	-31,011	-24,311	-20,495	-23,004	-2,444
I. Crédito (A + B + C + D)	345,959	400,049	420,577	432,706	453,970	436,590	434,646	479,341	526,731	541,362
A. Bienes	298,860	350,004	371,442	380,729	397,651	380,977	374,305	409,806	451,054	461,451
Exportaciones de mercancías	298,473	349,433	370,770	380,015	396,914	380,550	373,948	409,433	450,685	461,116
Bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	387	571	672	714	738	426	357	374	370	336
B. Servicios	15,489	15,823	16,393	18,094	21,182	22,903	24,213	27,643	28,767	30,223
Transporte	1,040	1,037	961	801	867	1,428	1,598	1,904	2,186	2,148
Viajes	11,992	11,869	12,739	13,949	16,208	17,734	19,650	21,336	22,526	24,563
Servicios de seguros y pensiones	1,831	2,262	2,015	2,793	3,554	3,171	2,502	3,742	3,285	2,854
Servicios financieros	153	145	135	125	127	138	154	352	453	368
Otros	474	510	542	425	426	432	309	308	316	291
C. Ingreso primario	9,620	10,209	9,695	10,800	10,439	7,353	8,061	10,579	12,945	13,327
Utilidades y dividendos	6,567	6,904	6,779	8,076	7,332	3,430	3,015	4,765	5,228	5,069
Utilidades	3,918	2,831	4,161	5,030	4,585	1,979	1,857	3,191	4,499	4,430
Dividendos	2,648	4,074	2,618	3,046	2,747	1,452	1,158	1,574	730	640
Intereses	2,272	2,658	2,142	1,836	1,950	2,471	3,345	3,829	5,618	5,669
Otros	781	646	774	888	1,157	1,452	1,702	1,984	2,098	2,589
D. Ingreso secundario	21,990	24,013	23,047	23,083	24,697	25,357	28,066	31,313	33,966	36,360
Remesas	21,304	22,803	22,438	22,303	23,647	24,785	26,993	30,291	33,677	36,046
Otros	686	1,210	609	780	1,050	572	1,073	1,023	289	315
II. Débito (A + B + C + D)	350,831	411,947	439,229	464,228	479,389	467,601	458,956	499,836	549,735	543,805
A. Bienes	301,803	351,209	371,151	381,638	400,447	395,575	387,375	420,790	464,850	455,828
Importaciones de mercancías	301,482	350,843	370,752	381,210	399,984	395,234	387,070	420,395	464,302	455,295
Bienes adquiridos en puertos por medios de transporte	321	366	399	428	462	341	304	395	547	532
B. Servicios	26,905	31,414	31,298	32,152	34,474	32,680	33,179	37,511	37,691	36,394
Transporte	10,569	12,139	12,084	12,704	14,677	12,814	13,204	14,835	15,410	14,735
Viajes	7,255	7,832	8,449	9,122	9,606	10,098	10,303	10,840	11,230	9,848
Servicios de seguros y pensiones	2,626	4,086	3,848	4,835	4,220	4,339	3,912	4,952	4,846	6,132
Servicios financieros	1,834	1,790	1,565	1,352	1,430	1,348	1,809	2,171	2,249	1,749
Otros	4,622	5,566	5,353	4,139	4,542	4,082	3,951	4,712	3,957	3,931
C. Ingreso primario	22,037	28,901	36,371	49,297	43,116	38,278	37,415	40,337	46,113	50,502
Utilidades y dividendos	10,043	14,426	19,358	30,443	22,619	18,392	17,254	18,796	22,977	24,014
Utilidades	5,305	10,731	10,629	18,388	17,980	11,918	10,575	11,961	13,100	17,482
Dividendos	4,738	3,695	8,729	12,054	4,639	6,474	6,679	6,835	9,876	6,532
Intereses	11,993	14,472	17,012	18,853	20,495	19,884	20,156	21,530	23,125	26,474
Sector público	7,032	8,980	11,177	12,731	13,345	13,008	12,843	13,151	13,168	14,254
Sector privado	4,960	5,493	5,835	6,122	7,151	6,876	7,313	8,379	9,957	12,220
Otros	2	3	1	1	1	3	5	11	12	14
D. Ingreso secundario	86	423	409	1,141	1,352	1,067	987	1,198	1,081	1,081
Remesas	0	0	0	867	1,002	811	654	806	1,000	981
Otros	86	423	409	274	350	257	333	391	81	100
Cuenta de capital (I - II)	-167	-308	-177	1,926	10	-102	35	150	-65	-56
I. Crédito	48	52	71	2,512	264	207	323	450	237	299
II. Débito	216	360	248	586	253	309	288	300	301	355
Cuenta financiera (I + II + III + IV + V) [Préstamo neto (+) / Endeudamiento neto (-)]	-27,650	-24,007	-25,538	-42,432	-37,441	-36,915	-32,779	-34,163	-32,992	-11,314
I. Inversión directa (A - B)	-12,759	-12,277	1,142	-32,717	-23,523	-24,689	-30,508	-30,246	-27,034	-22,693
A. Adquisición neta de activos financieros	8,038	12,407	18,693	14,359	6,874	10,964	7,177	2,732	11,611	6,188
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	12,783	8,227	9,934	10,414	8,363	7,759	7,398	5,954	9,887	8,145
Instrumentos de deuda	-4,745	4,180	8,759	3,944	-1,489	3,205	-221	-3,222	1,724	-1,957
B. Pasivos netos incurridos	20,796	24,683	17,551	47,076	30,397	35,653	37,685	32,978	38,644	28,882
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	20,935	20,380	14,953	40,412	24,022	25,269	21,554	23,855	25,548	30,309
Instrumentos de deuda	-139	4,304	2,598	6,663	6,376	10,384	16,131	9,123	13,096	-1,427
II. Inversión de cartera (A - B)	-29,939	-43,336	-59,159	-44,091	-45,991	-18,620	-28,148	-10,190	-8,273	-5,572
A. Adquisición neta de activos financieros	8,455	-2,912	15,556	5,475	3,269	1,073	1,548	13,820	1,225	4,015
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	2,425	3,970	8,010	4,222	3,200	1,345	689	11,394	3,324	1,625
Títulos de deuda	6,031	-6,882	7,547	1,253	69	-273	858	2,427	-2,098	2,391
B. Pasivos netos incurridos	38,394	40,424	74,716	49,566	49,260	19,692	29,696	24,010	9,499	9,588
Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión	373	-6,566	5,770	-2,431	4,834	3,601	9,477	10,320	2,421	-10
Títulos de deuda	38,021	46,990	68,945	51,997	44,426	16,091	20,218	13,690	7,077	9,598
Banco de México	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca comercial	208	-134	1,138	1,095	998	4	14	-29	711	918
Banca de desarrollo	0	0	0	0	0	1,500	700	222	0	0
Sector público no financiero	28,096	36,975	56,869	33,156	36,019	15,423	20,724	5,537	10,683	3,235
Valores emitidos en el exterior	4,970	5,326	10,226	11,184	12,956	14,163	22,202	5,846	10,570	1,913
Valores gubernamentales emitidos en México	23,126	31,650	46,643	21,973	23,063	1,260	-1,477	-310	113	1,322
Sector privado no bancario	9,717	10,149	10,938	17,745	7,410	-836	-1,220	7,961	-4,316	5,445
Pidiregas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III. Derivados financieros (transacciones netas)	696	725	-117	772	3,408	-4,585	-2,247	3,074	409	1,312
IV. Otra inversión (A - B)	-6,361	2,582	15,071	15,816	12,336	26,645	28,259	7,964	1,423	13,001
A. Adquisición neta de activos financieros	9,648	6,452	5,366	17,600	16,613	26,370	24,758	5,540	8,131	16,010
B. Pasivos netos incurridos	16,009	3,869	-9,706	1,784	4,277	-275	-3,501	-2,423	6,708	3,008
Depósitos	-411	712	-1,360	1,079	-809	-1,592	751	-381	175	154
Banco de México	-3,316	61	-13	-33	-14	-11	-1	-13	-9	-35
Banca comercial	2,905	651	-1,346	1,112	-795	-1,581	752	-368	184	189
Resto	16,420	3,157	-8,346	705	5,085	1,317	-4,252	-2,042	6,534	2,854
Banco de México	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Banca comercial	9,378	3,475	-1,678	2,598	-2,732	7	-2,815	-3,609	7,246	2,649
Banca de desarrollo	648	-283	398	426	870	-651	-155	617	614	-572
Sector público no financiero	8,051	585	-1,830	-2,980	2,263	971	-2,435	1,602	-1,349	783
Sector privado no bancario	-1,657	-619	-5,236	661	4,684	990	1,154	-652	24	-5
Pidiregas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
V. Activos de reserva	20,712	28,298	17,524	17,789	16,329	-15,667	-136	-4,765	483	2,638
Variación total de la reserva internacional bruta	20,695	28,621	17,841	13,150	15,482	-18,085	428	-2,575	934	6,644
Ajustes por valoración	-17	324	317	-4,639	-847	-2,418	564	2,190	451	4,005
Errores y omisiones	-22,611	-11,801	-6,709	-12,835	-12,033	-5,803	-8,503	-13,818	-9,923	-8,814

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 55
Balanza de Pagos

Millones de dólares

	2018		2019			
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual
Cuenta corriente	-23,004	-10,134	4,385	820	2,486	-2,444
Cuenta de capital	-65	-35	-2	-9	-10	-56
Cuenta financiera	-32,992	-10,321	-148	1,044	-1,888	-11,314
Inversión directa	-27,034	-10,905	-4,653	-3,907	-3,228	-22,693
Adquisición neta de activos financieros	11,611	2,243	794	2,334	817	6,188
Pasivos netos incurridos	38,644	13,149	5,447	6,242	4,044	28,882
Inversión de cartera	-8,273	-8,322	3,663	-2,593	1,680	-5,572
Adquisición neta de activos financieros	1,225	-48	2,687	-888	2,264	4,015
Pasivos netos incurridos	9,499	8,274	-975	1,705	583	9,588
Derivados financieros	409	-495	141	888	778	1,312
Otra inversión	1,423	4,977	-1,849	10,757	-883	13,001
Adquisición neta de activos financieros	8,131	4,643	4,187	4,665	2,514	16,010
Pasivos netos incurridos	6,708	-334	6,037	-6,092	3,397	3,008
Activos de reserva	483	4,424	2,550	-4,102	-235	2,638
Variación total de la reserva internacional bruta	934	5,687	4,138	-3,294	112	6,644
Ajustes por valoración	451	1,263	1,588	808	347	4,005
Errores y omisiones	-9,923	-152	-4,531	233	-4,364	-8,814
Memo: Cuenta financiera sin activos de reserva	-33,475	-14,746	-2,699	5,145	-1,653	-13,952

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México.

Cuadro A 56
Cuenta Corriente

Millones de dólares

	2018		2019			
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual
Cuenta corriente	-23,004	-10,134	4,385	820	2,486	-2,444
Balanza de bienes y servicios	-22,720	-2,355	3,250	-3,407	1,965	-548
Balanza de bienes	-13,796	-1,859	4,916	-518	3,085	5,624
Balanza de mercancías petroleras	-23,160	-4,737	-5,849	-5,294	-5,342	-21,222
Balanza de mercancías no petroleras	9,543	2,920	10,811	4,836	8,475	27,042
Balanza de bienes adquiridos en puertos	-178	-42	-46	-60	-48	-197
Balanza de servicios	-8,924	-497	-1,665	-2,889	-1,120	-6,172
Balanza de viajes	11,297	4,746	3,692	2,872	3,405	14,715
Balanza de otros servicios	-20,221	-5,242	-5,357	-5,762	-4,525	-20,886
Balanza de ingreso primario	-33,169	-15,459	-8,080	-5,253	-8,383	-37,175
Balanza de intereses	-17,507	-3,802	-5,047	-5,249	-6,708	-20,806
Balanza de utilidades y dividendos	-17,748	-12,245	-3,738	-631	-2,331	-18,944
Balanza de otros rubros	2,087	587	705	627	656	2,575
Balanza de ingreso secundario	32,885	7,680	9,214	9,480	8,905	35,279
Balanza de remesas	32,677	7,624	9,156	9,439	8,845	35,064
Balanza de otros rubros	207	56	58	41	60	215

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Exportaciones	229,703.6	298,473.1	349,433.4	370,769.9	380,015.1	396,913.6	380,550.2	373,948.3	409,432.6	450,684.5	461,115.6
Petroleras	30,831.3	41,693.3	56,443.4	52,955.5	49,481.5	42,369.3	23,099.6	18,824.8	23,725.2	30,601.2	25,984.9
Petróleo Crudo ^{1/}	25,614.0	35,918.5	49,380.6	46,852.4	42,711.7	35,638.4	18,451.1	15,582.0	20,047.2	26,512.1	22,552.2
Otras	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	4,089.1	3,432.7
No Petroleras	198,872.3	256,779.9	292,990.0	317,814.3	330,533.6	354,544.4	357,450.6	355,123.5	385,707.4	420,083.4	435,130.7
Agropecuarias	7,725.9	8,610.4	10,309.5	10,914.2	11,302.1	12,331.8	13,125.5	14,844.6	16,000.0	16,507.6	18,105.6
Extractivas	1,447.9	2,424.0	4,063.5	4,906.5	4,714.4	5,064.0	4,504.5	4,368.3	5,427.1	6,232.0	6,188.8
Manufacturas	189,698.5	245,745.4	278,617.1	301,993.6	314,517.1	337,148.6	339,820.6	335,910.6	364,280.4	397,343.8	410,836.2
Importaciones	234,385.0	301,481.8	350,842.9	370,751.6	381,210.2	399,984.3	395,234.2	387,070.5	420,394.6	464,302.4	455,295.3
Petroleras	20,462.5	30,211.2	42,704.1	41,138.5	40,867.8	41,489.7	33,287.7	31,565.7	42,010.3	53,761.6	47,206.9
No Petroleras	213,922.5	271,270.7	308,138.8	329,613.1	340,342.3	358,494.6	361,946.5	355,504.7	378,384.3	410,540.8	408,088.4
Bienes de Consumo	32,828.1	41,422.7	51,790.2	54,272.4	57,329.4	58,300.4	56,279.6	51,951.4	57,338.4	63,117.6	61,167.8
Petroleras	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	19,501.2	17,315.4
No Petroleras	23,898.4	28,602.4	32,825.7	35,603.6	40,397.5	42,543.7	43,220.8	40,374.7	42,312.1	43,616.5	43,852.4
Bienes Intermedios	170,911.7	229,812.4	264,020.2	277,911.1	284,823.4	302,036.3	297,714.4	295,399.7	322,039.4	355,297.3	352,340.4
Petroleras	11,532.8	17,390.8	23,739.5	22,469.7	23,935.9	25,733.0	20,228.8	19,989.1	26,984.0	34,260.4	29,891.5
No Petroleras	159,378.9	212,421.6	240,280.7	255,441.4	260,887.5	276,303.3	277,485.6	275,410.6	295,055.5	321,036.9	322,448.9
Bienes de Capital	30,645.2	30,246.7	35,032.4	38,568.1	39,057.4	39,647.6	41,240.1	39,719.4	41,016.8	45,887.4	41,787.2
Balanza Comercial	-4,681.4	-3,008.7	-1,409.5	18.3	-1,195.1	-3,070.7	-14,683.9	-13,122.2	-10,962.0	-13,617.8	5,820.3
Balanza Comercial Petrolera	10,368.8	11,482.1	13,739.3	11,817.0	8,613.6	879.6	-10,188.1	-12,741.0	-18,285.1	-23,160.4	-21,221.9
Balanza Comercial No Petrolera	-15,050.2	-14,490.8	-15,148.8	-11,798.7	-9,808.8	-3,950.3	-4,495.9	-381.2	7,323.1	9,542.6	27,042.3

p/ Cifras preliminares.

^{1/} Información proporcionada por PMI Internacional, S.A. de C.V. misma que corresponde a sus cifras operativas.

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	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Total	370,769.9	380,015.1	396,913.6	380,550.2	373,948.3	409,432.6	450,684.5	461,115.6
I. Agricultura y Silvicultura	9,225.7	9,821.2	10,496.0	11,201.1	13,222.0	14,202.5	14,502.0	16,121.3
II. Ganadería, Apicultura y Pesca	1,688.5	1,480.9	1,835.8	1,924.4	1,622.6	1,797.5	2,005.6	1,984.3
III. Industrias Extractivas	57,862.0	54,195.9	47,433.3	27,604.1	23,193.1	29,152.3	36,833.2	32,173.7
Petróleo Crudo ^{1/}	46,852.4	42,711.7	35,638.4	18,451.1	15,582.0	20,047.2	26,512.1	22,552.2
Resto	11,009.6	11,484.2	11,794.9	9,153.0	7,611.1	9,105.1	10,321.1	9,621.5
IV. Industrias Manufactureras	301,993.6	314,517.1	337,148.6	339,820.6	335,910.6	364,280.4	397,343.8	410,836.2
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	11,697.3	12,909.9	13,215.6	13,534.2	14,096.0	16,453.3	18,123.7	19,541.8
B. Textiles, Artículos de Vestir e Industria del Cuero	8,036.5	8,305.3	8,468.7	8,251.6	7,718.1	7,708.2	8,232.3	8,156.5
C. Industria de la Madera	585.3	728.6	721.8	784.0	807.9	910.1	1,005.3	1,126.7
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	1,962.8	1,884.4	1,971.1	1,958.8	1,876.6	2,039.0	2,091.3	2,028.9
E. Química	10,944.7	11,102.2	10,909.7	10,299.3	9,497.4	9,688.5	10,109.7	10,209.1
F. Productos Plásticos y de Caucho	9,265.3	9,770.3	10,433.6	10,307.1	10,130.4	10,729.4	11,737.6	11,724.0
G. Fabricación de Otros Productos hechos a base de Minerales No Metálicos	3,407.7	3,657.7	3,790.3	3,819.8	3,748.6	3,718.7	4,017.7	4,221.1
H. Siderurgia	7,743.6	8,446.3	8,549.1	6,813.7	6,132.7	7,124.7	8,934.9	8,542.3
I. Minerometalurgia	17,020.4	12,982.2	11,275.8	10,084.5	11,360.4	10,887.0	11,110.6	11,396.6
J. Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo	222,030.5	234,643.7	256,326.3	261,293.4	257,836.8	281,785.0	307,434.7	318,278.2
1. Para la Agricultura y Ganadería	807.8	910.5	868.4	788.7	664.8	681.8	691.9	607.6
2. Para Otros Transportes y Comunicaciones	91,566.9	101,673.4	114,788.5	119,667.4	117,923.5	130,673.8	146,831.4	153,657.0
Industria Automotriz	88,377.2	97,780.9	109,395.4	114,493.5	113,316.2	126,671.8	142,178.3	147,756.6
3. Maquinaria y Equipos Especiales para Ind. Diversas	43,732.0	43,078.9	48,676.9	47,028.7	49,370.8	53,789.7	62,451.9	67,698.1
4. Productos Metálicos de Uso Doméstico	5,252.7	5,639.8	5,774.5	6,070.1	6,044.2	6,264.1	6,306.7	6,270.8
5. Equipo Profesional y Científico	11,459.6	12,528.4	14,102.5	14,902.7	15,915.0	17,083.9	18,612.9	19,364.7
6. Equipos y Aparatos Eléctricos y Electrónicos	68,818.0	70,415.0	71,710.5	72,429.0	67,467.8	72,788.0	71,986.0	70,048.7
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	393.4	397.6	404.9	406.9	450.7	503.7	554.0	631.4
K. Otras Industrias	9,299.4	10,086.6	11,486.7	12,674.1	12,705.8	13,236.4	14,546.0	15,611.0

p/ Cifras preliminares.

^{1/} Información proporcionada por PMI Internacional, S.A. de C.V. misma que corresponde a sus cifras operativas.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

Cuadro A 59
Importaciones por Sector de Origen
Millones de dólares

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
TOTAL	370,751.6	381,210.2	399,984.3	395,234.2	387,070.5	420,394.6	464,302.4	455,295.3
I. Agricultura y Silvicultura	12,695.9	11,706.9	11,582.3	10,646.8	10,838.5	11,572.6	12,486.7	12,528.0
II. Ganadería, Apicultura y Pesca	535.8	647.6	797.2	612.0	663.3	754.2	735.5	687.4
III. Industrias Extractivas	42,751.6	42,239.0	42,770.4	34,344.9	32,667.3	43,328.0	55,748.9	49,386.2
IV. Industrias Manufactureras	314,768.3	326,616.7	344,834.4	349,630.5	342,901.4	364,739.8	395,331.3	392,693.7
A. Alimentos, Bebidas y Tabaco	13,912.4	14,357.7	15,075.2	13,842.9	13,658.2	14,206.9	14,481.6	14,850.7
B. Textiles, Artículos de Vestir e Industria del Cuero	11,642.8	12,246.2	13,168.0	13,480.2	13,107.4	13,018.6	13,980.0	13,649.0
C. Industria de la Madera	1,544.2	1,623.5	1,727.6	1,847.3	1,753.4	1,776.9	1,932.2	1,870.5
D. Papel, Imprenta e Industria Editorial	6,885.4	7,048.6	7,274.1	7,194.7	6,914.0	7,304.6	7,884.8	7,546.1
E. Química	23,508.4	24,477.1	25,854.7	24,415.3	22,984.3	24,721.9	27,150.2	26,955.1
F. Productos Plásticos y de Caucho	22,072.8	22,719.3	24,298.9	24,635.6	24,162.8	25,974.3	27,592.8	27,396.2
G. Fabricación de Otros Productos hechos a Base de Minerales No Metálicos	2,686.7	2,676.2	3,034.1	3,033.6	3,009.4	3,257.5	3,510.7	3,425.4
H. Siderurgia	18,037.3	16,810.6	18,072.8	17,994.8	16,575.3	18,786.2	20,550.5	19,733.8
I. Minerometalurgia	9,513.3	8,896.0	9,539.8	9,464.4	8,982.1	10,063.6	11,840.4	11,365.9
J. Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo	191,131.1	200,774.0	209,216.2	215,115.0	212,414.7	223,095.2	241,170.8	240,199.6
1. Para la Agricultura y Ganadería	989.0	963.2	957.3	1,020.7	968.8	979.8	1,001.3	964.5
2. Para Otros Transportes y Comunicaciones	46,902.6	48,259.9	52,187.8	53,847.2	53,032.4	58,392.3	62,312.7	61,432.1
Industria Automotriz	44,143.9	45,883.7	49,136.8	50,850.0	50,418.6	55,906.8	59,298.8	58,889.6
3. Maquinaria y Equipos Especiales para Ind. Diversas	53,268.0	55,324.9	57,754.4	59,757.5	59,975.9	62,641.2	67,633.3	66,638.1
4. Productos metálicos de uso doméstico	1,221.5	1,315.2	1,368.0	1,448.5	1,435.8	1,438.5	1,447.6	1,487.2
5. Equipo Profesional y Científico	11,328.3	12,034.5	12,772.4	14,638.1	14,098.6	14,744.4	14,817.4	15,787.1
6. Equipos y Aparatos Eléctricos y Electrónicos	76,625.3	82,124.7	83,410.2	83,658.0	82,159.8	84,154.8	93,145.6	93,075.5
7. Aparatos de Fotografía, Óptica y Relojería	796.3	751.7	766.1	745.0	743.3	744.3	812.8	815.0
K. Otras Industrias	13,833.9	14,987.5	17,573.0	18,606.6	19,339.8	22,534.1	25,237.3	25,701.5

p/ Cifras preliminares.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

Cuadro A 60
Comercio Exterior por Países

Millones de dólares

	Exportaciones					Importaciones				
	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Total	380,550	373,948	409,433	450,685	461,116	395,234	387,071	420,395	464,302	455,295
América	342,031	332,953	360,151	396,202	407,282	209,668	201,817	217,992	241,825	230,558
América del Norte	319,410	313,009	338,229	372,365	385,363	196,751	189,142	204,343	226,600	215,576
Estados Unidos	308,865	302,577	326,869	358,285	371,044	186,803	179,510	194,555	215,828	205,733
Canadá	10,545	10,432	11,360	14,080	14,319	9,948	9,632	9,788	10,772	9,843
Centroamérica	6,085	5,764	6,009	6,504	6,668	2,240	2,134	1,931	2,095	2,090
Costa Rica	964	916	959	967	866	550	391	375	434	384
El Salvador	637	597	688	794	829	136	115	150	247	277
Guatemala	1,818	1,714	1,722	1,955	1,992	461	488	528	536	537
Panamá	1,042	899	916	1,162	1,257	121	51	110	106	34
Otros Países de Centroamérica	1,624	1,640	1,725	1,627	1,724	971	1,090	768	773	858
América del Sur	14,750	12,174	13,918	15,222	13,196	9,600	9,492	10,763	12,001	11,782
Argentina	1,497	1,409	1,504	1,260	780	1,057	897	823	833	782
Brasil	3,799	3,056	3,681	4,408	4,298	4,622	4,733	5,441	6,511	6,639
Colombia	3,668	3,067	3,164	3,544	3,534	923	1,098	1,674	1,771	1,663
Chile	1,861	1,745	1,804	2,074	1,623	1,480	1,336	1,537	1,668	1,563
Perú	1,651	1,404	1,511	1,651	1,434	681	556	514	479	547
Venezuela	1,222	600	1,080	995	355	131	174	118	64	28
Otros Países de América del Sur	1,052	894	1,174	1,290	1,172	706	699	657	676	560
Antillas	1,786	2,006	1,996	2,112	2,055	1,077	1,049	956	1,128	1,109
Europa	20,517	20,571	24,515	26,920	25,939	48,086	46,597	53,447	58,428	56,043
Unión Europea	18,250	19,172	23,150	25,408	24,242	43,744	42,460	49,010	53,081	51,398
Alemania	3,509	4,121	6,977	7,072	7,100	13,975	13,878	16,422	17,762	17,690
Bélgica	1,594	1,467	2,098	2,113	1,586	1,074	1,089	1,183	1,210	1,229
Dinamarca	174	183	180	177	158	483	664	602	727	728
España	3,295	3,268	4,240	5,304	4,680	4,555	4,456	5,007	5,520	4,578
Francia	2,145	1,903	1,881	1,763	1,607	3,727	3,729	4,071	4,388	4,399
Países Bajos	1,835	1,637	1,990	2,660	2,393	3,253	2,025	2,391	2,452	2,162
Italia	1,673	1,213	1,271	1,783	1,549	5,062	5,291	6,162	6,610	6,095
Portugal	166	167	167	188	93	425	422	607	665	634
Reino Unido	1,968	3,232	2,275	2,213	2,825	2,345	2,128	2,427	2,421	2,389
Otros Países de la Unión Europea	1,891	1,983	2,071	2,136	2,251	8,847	8,777	10,139	11,327	11,495
Otros Países Europeos	2,267	1,399	1,365	1,513	1,696	4,342	4,137	4,437	5,347	4,645
Asia	16,015	18,538	22,664	25,211	25,626	135,533	136,783	146,853	161,014	166,340
China	4,873	5,411	6,713	7,429	7,131	69,988	69,522	74,150	83,511	83,053
Corea del Norte	0	1	1	0	0	14	7	6	0	0
Corea del Sur	2,816	2,507	3,428	4,145	4,949	14,619	13,612	15,757	16,727	17,649
Filipinas	83	86	163	120	203	1,993	2,234	2,362	2,807	3,136
Hong Kong	767	592	724	897	1,139	254	288	332	363	378
India	1,772	2,128	3,450	4,930	4,279	4,067	4,286	5,021	5,232	5,181
Indonesia	88	65	261	149	108	1,327	1,319	1,496	1,591	1,660
Israel	147	198	230	284	247	695	707	713	672	703
Japón	3,018	3,779	4,038	3,866	4,102	17,368	17,751	18,186	18,195	17,964
Malasia	122	448	711	241	276	7,463	8,161	7,888	9,391	11,586
Singapur	523	851	905	1,146	872	1,328	1,279	1,406	1,672	1,682
Tailandia	323	497	560	373	418	4,958	5,428	5,934	6,361	6,077
Taiwán	270	246	425	414	480	6,631	6,837	7,442	8,270	9,310
Otros Países de Asia	1,213	1,729	1,057	1,218	1,423	4,828	5,353	6,161	6,222	7,959
África	747	858	657	725	907	980	955	1,347	2,324	1,579
Oceanía	1,166	936	1,311	1,423	1,155	957	912	738	703	768
Australia	1,050	836	1,190	1,238	1,007	599	527	344	329	351
Nueva Zelanda	106	94	113	176	139	349	364	358	292	400
Otros Países de Oceanía	10	6	8	8	9	9	21	36	83	16
No Identificados	75	93	135	204	208	11	6	17	9	8

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			
	2016	2017	2018	2019 ^{p/}		2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Total (Millones de dólares)	373,948	409,433	450,685	461,116		387,071	420,395	464,302	455,295
	Por ciento del Total					Por ciento del Total			
Automóviles para Personas	8.4	10.2	11.0	11.0	Partes y Accesorios de Vehículos	5.9	6.0	5.9	6.0
Computadoras	5.5	5.7	6.5	7.0	Circuitos y Microestructuras Electrónicas	3.9	3.9	4.2	4.7
Partes y Accesorios de Vehículos	7.0	6.6	6.6	6.7	Gasolina	2.9	3.5	4.1	3.8
Camiones para Transporte de Mercancías	6.3	6.0	5.4	5.8	Aparatos Eléctricos de Telefonía	3.8	3.2	3.1	3.0
Petróleo Crudo1/	4.2	4.9	5.9	4.9	Automóviles para Personas	2.6	2.7	2.3	2.3
Aparatos Eléctricos de Telefonía	4.4	4.8	3.9	2.8	Computadoras	2.6	2.2	2.3	2.2
Televisores	3.6	3.2	2.8	2.8	Partes y Accesorios para Computadoras	1.5	1.4	1.7	2.1
Conductores Aislados para Electricidad	3.0	2.8	2.8	2.7	Gasóleo	1.0	1.6	2.1	1.7
Tractores	1.5	1.6	2.2	2.2	Aparatos para Corte o Conexión de Circuitos Eléctricos	1.5	1.4	1.4	1.4
Aparatos de Medicina o Veterinaria	1.8	1.7	1.7	1.8	Motores de diésel	1.0	1.1	1.2	1.2
Asientos y Partes de Asientos	1.7	1.6	1.4	1.4	Conductores Aislados para Electricidad	1.4	1.2	1.2	1.2
Refrigeradores	1.3	1.2	1.1	1.1	Gas Natural	0.8	1.2	1.2	1.2
Cerveza de Malta	0.8	0.9	1.0	1.1	Partes de Plástico para Muebles, Autos, Vestido, etc.	1.1	1.1	1.0	1.1
Oro en Bruto, Semilabrado o en Polvo	1.3	1.1	1.0	1.0	Motores y Generadores Eléctricos	0.5	0.7	0.9	0.9
Motores a Gasolina	1.1	0.9	0.9	0.9	Partes para Aparatos de Reproducción de Sonido y Grabación	0.9	0.9	0.9	0.9
Partes de Motores	1.1	1.0	1.0	0.9	Transformadores Eléctricos	0.9	0.9	0.8	0.9
Máquinas y Aparatos para Acondicionamiento de Aire	0.8	0.8	0.9	0.9	Partes de Motores	0.9	0.9	0.9	0.9
Motores y Generadores Eléctricos	0.8	0.9	0.8	0.8	Pantallas de Cristal Líquido	1.0	0.9	0.7	0.8
Aparatos para Corte o Conexión de Circuitos Eléctricos	0.9	0.9	0.8	0.8	Partes para Grabadoras y Emisores de Televisión	1.4	1.0	0.9	0.8
Vagones para Transporte de Mercancías	0.7	0.5	0.6	0.7	Artículos de Grifería	0.8	0.8	0.8	0.8
Transformadores Eléctricos	0.7	0.7	0.7	0.7	Bombas de Aire o de Vacío	0.9	0.8	0.8	0.8
Aparatos Eléctricos de Alumbrado	0.6	0.6	0.7	0.6	Arboles de Transmisión, Cojinetes y Engranajes	0.8	0.8	0.7	0.7
Aguacate	0.6	0.7	0.6	0.6	Aparatos de Medicina o Veterinaria	0.7	0.7	0.7	0.7
Centrifugadoras, Filtros y Purificadores	0.6	0.6	0.6	0.6	Dispositivos Semiconductores	0.8	0.8	0.7	0.7
Artículos de Grifería	0.6	0.6	0.6	0.6	Motores de Gasolina	0.6	0.6	0.7	0.7
Minerales de Cobre y sus Concentrados	0.4	0.5	0.6	0.6	Turbinas de Gas	0.6	0.6	0.6	0.7
Hortalizas Frescas o Refrigeradas	0.6	0.6	0.5	0.6	Neumáticos Nuevos de Caucho	0.7	0.7	0.7	0.7
Máquinas y Aparatos Eléctricos	0.5	0.5	0.5	0.5	Maíz	0.7	0.7	0.7	0.7
Instrumentos para Regulación Automática	0.6	0.6	0.6	0.5	Tornillos y Pernos de Hierro o Acero	0.6	0.7	0.6	0.7
Bombas para Líquidos	0.5	0.5	0.5	0.5	Aparatos mecánicos con función propia	0.7	0.8	0.7	0.7
Circuitos y Microestructuras Electrónicas	0.5	0.5	0.5	0.5	Envases de Plástico	0.7	0.6	0.6	0.7
Envases de Plástico	0.5	0.5	0.5	0.5	Barras y Ganchos de Hierro o Acero	0.7	0.7	0.6	0.7
Tomate Fresco o Refrigerado	0.6	0.5	0.5	0.5	Centrifugadoras, Filtros y Purificadores	0.5	0.6	0.6	0.6
Remolques y demás vehículos no automotores	0.3	0.4	0.4	0.5	Televisores	0.7	0.6	0.6	0.6
Lámparas y Letreros Luminosos	0.6	0.6	0.5	0.5	Medicamentos para su Venta al por Menor	0.6	0.6	0.6	0.6
Bebidas alcohólicas con grado < 80	0.4	0.4	0.4	0.4	Circuitos Impresos	0.6	0.5	0.5	0.6
Partes de Plástico para Muebles, Autos, Vestido, etc.	0.5	0.5	0.4	0.4	Bombas para Líquidos	0.6	0.5	0.5	0.5
Radios	0.4	0.4	0.3	0.4	Chapas y tiras de aluminio > a 0.2 mm	0.3	0.4	0.4	0.5
Plata en Bruto, Semilabrada o en Polvo	0.5	0.5	0.4	0.4	Placas de plástico sin refuerzo	0.5	0.5	0.5	0.5
Micrófonos y sus Soportes	0.5	0.5	0.4	0.4	Camiones para Transporte de Mercancías	0.6	0.5	0.5	0.5
Otros	33.4	32.2	31.9	32.2	Otros	50.6	50.6	50.3	49.4

p/ Cifras preliminares.

y Información proporcionada por PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V. misma que corresponde a sus cifras operativas y esta sujeta a revisiones posteriores.

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 62
Viajeros Internacionales

Concepto	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Saldo (Millones de dólares)	4,203	4,068	4,457	4,802	4,305	4,737	4,037	4,291	4,827	6,603	7,636	9,347	10,496	11,297	14,715
Receptivo															
Ingresos (Millones de dólares)	11,803	12,177	12,919	13,370	11,513	11,992	11,869	12,739	13,949	16,208	17,734	19,650	21,336	22,526	24,563
Turistas	8,502	8,955	9,737	10,152	8,827	9,443	9,448	10,199	11,312	13,580	15,035	16,926	18,197	19,261	21,035
Viajeros Fronterizos	2,848	2,764	2,684	2,734	2,232	2,020	1,942	2,100	2,279	2,210	2,300	2,330	2,657	2,709	2,902
Con Pernocta	644	605	630	708	604	548	558	568	542	740	791	772	983	1,105	1,309
Sin Pernocta	2,204	2,159	2,054	2,026	1,628	1,472	1,384	1,533	1,737	1,470	1,509	1,558	1,673	1,604	1,593
Visitantes en Cruceros	453	458	498	483	454	529	479	440	358	419	399	394	482	557	626
Número de Viajeros (Miles)	103,146	97,701	93,582	92,948	88,044	81,953	75,732	76,749	78,100	81,042	87,129	94,853	99,349	96,497	97,405
Turistas	12,534	12,608	13,041	13,425	12,501	13,327	13,237	13,665	14,562	16,000	18,307	20,664	22,483	23,307	23,757
Viajeros Fronterizos	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	64,919	64,554
Con Pernocta	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	18,006	21,267
Sin Pernocta	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	46,913	43,287
Visitantes en Cruceros	6,707	6,516	6,943	6,491	5,701	6,048	5,289	5,199	4,555	5,785	6,115	6,695	7,681	8,271	9,095
Gasto Medio (Dólares)	114	125	138	144	131	146	157	166	179	200	204	207	215	233	252
Turistas	678	710	747	756	706	709	714	746	777	849	821	819	809	826	885
Viajeros Fronterizos	34	35	36	37	32	32	34	36	39	37	37	35	38	42	45
Con Pernocta	69	69	74	74	61	55	55	58	57	55	57	54	58	61	62
Sin Pernocta	30	31	32	32	27	28	29	32	35	32	31	29	32	34	37
Visitantes en Cruceros	67	70	72	74	80	87	91	85	79	72	65	59	63	67	69
Egresivo															
Egresos (Millones de dólares)	7,600	8,108	8,462	8,568	7,207	7,255	7,832	8,449	9,122	9,606	10,098	10,303	10,840	11,230	9,848
Turistas	3,314	3,805	4,373	4,566	4,058	4,187	4,693	5,223	5,777	6,153	6,470	6,589	6,960	7,556	6,325
Viajeros Fronterizos	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	3,673	3,523
Con Pernocta	340	388	421	380	339	353	321	326	248	457	556	566	543	579	582
Sin Pernocta	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	3,094	2,941
Número de Viajeros (Miles)	128,392	122,022	109,540	107,519	98,228	91,658	88,113	87,332	90,777	90,982	94,988	97,372	94,274	86,280	82,488
Turistas	8,000	8,486	9,387	9,397	9,037	9,331	10,200	11,209	11,694	11,242	11,275	11,545	11,299	11,580	11,972
Viajeros Fronterizos	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	74,700	70,516
Con Pernocta	5,305	5,516	5,870	5,129	5,067	5,003	4,599	4,372	4,217	7,018	8,328	8,268	7,768	8,169	7,575
Sin Pernocta	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	66,531	62,942
Gasto Medio (Dólares)	59	66	77	80	73	79	89	97	100	106	106	106	115	130	119
Turistas	414	448	466	486	449	449	460	466	494	547	574	571	616	653	528
Viajeros Fronterizos	36	38	41	41	35	37	40	42	42	43	43	43	47	49	50
Con Pernocta	64	70	72	74	67	70	70	74	59	65	67	65	70	71	77
Sin Pernocta	34	36	39	39	33	35	38	40	41	41	41	41	44	47	47

p/ Cifras preliminares. Los resultados de agosto de 2018 en adelante corresponden a la publicación de la estadística de viajeros internacionales por parte del INEGI, quien a partir de dicho mes es la institución responsable de generar y publicar, de manera periódica y permanente, la mencionada estadística.

Nota: La suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro A 63
Ingresos del Exterior por Remesas Familiares

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ^{p/}
Remesas Totales (Millones de dólares)	23,647	24,785	26,993	30,291	33,677	36,046
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	267	162	159	186	174	164
Por Medios Electrónicos	22,914	24,146	26,378	29,558	32,908	35,508
En Efectivo y Especie	466	477	456	547	596	374
Número de Remesas (Miles)	80,529	84,719	91,557	98,085	104,559	110,446
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	525	303	279	272	227	213
Por Medios Electrónicos	78,870	83,146	90,061	96,433	102,871	109,224
En Efectivo y Especie	1,133	1,269	1,217	1,380	1,460	1,008
Remesa Promedio (Dólares)	294	293	295	309	322	326
Por Órdenes de Pago (Money Orders)	509	534	571	683	764	767
Por Medios Electrónicos	291	290	293	307	320	325
En Efectivo y Especie	411	376	374	396	408	371

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

Entidad	Por Entidad Federativa y Comparación Internacional										Comparación Internacional: Países Selectos en 2018		
	Distribución por Entidad Federativa					Estructura Porcentual					País	Millones de Dólares	Como Porcentaje del PIB
	Lugar Ocupado												
2008	2014	2017	2018	2019 ^{p/}	2008	2014	2017	2018	2019 ^{p/}				
Michoacán	1	1	1	1	1	9.74	9.49	10.03	10.11	9.94	India	74,080	2.7
Jalisco	4	3	2	2	2	7.62	8.29	9.51	9.81	9.71	México		
Guanajuato	2	2	3	3	3	9.22	8.87	9.16	9.08	9.12	2019	36,046	2.9
Estado de México	3	5	4	4	4	8.22	6.18	5.87	5.68	5.64	2018	33,677	2.8
Oaxaca	7	7	6	5	5	6.05	5.14	5.06	5.16	5.00	2017	30,291	2.6
Puebla	6	6	5	6	6	6.43	5.66	5.33	5.06	4.89	2016	26,993	2.5
Guerrero	8	8	7	7	7	5.71	5.09	4.92	4.81	4.82			
Ciudad de México	9	4	8	8	8	4.31	6.40	4.31	4.27	4.73	Filipinas	25,521	7.7
Veracruz	5	9	9	9	9	6.44	4.43	4.25	4.11	4.15	Egipto	25,516	10.2
San Luis Potosí	12	11	10	10	10	3.03	3.26	3.72	3.68	3.69	Nigeria	24,062	6.0
Chihuahua	17	16	14	12	11	1.89	2.34	2.73	2.95	3.11	Pakistán	21,079	6.7
Zacatecas	13	13	11	11	12	2.71	2.96	3.32	3.25	3.10	Bangladesh	15,538	5.4
Chiapas	11	19	19	16	13	3.23	2.12	2.14	2.44	2.76	Indonesia	10,974	1.1
Hidalgo	10	12	13	14	14	3.82	3.05	2.76	2.69	2.64	Guatemala	9,330	11.9
Nuevo León	23	15	12	13	15	1.29	2.60	2.90	2.83	2.64	Nepal	7,886	27.2
Baja California	21	14	15	15	16	1.33	2.62	2.59	2.65	2.60	Sri Lanka	7,015	7.9
Sinaloa	16	18	17	18	17	1.94	2.19	2.38	2.40	2.53	Marruecos	6,918	5.8
Durango	18	20	18	17	18	1.76	2.08	2.36	2.40	2.41	República Dominicana	6,494	7.6
Tamaulipas	15	10	16	19	19	1.99	3.52	2.40	2.39	2.40	Líbano	6,397	11.3
Querétaro	19	21	21	21	20	1.74	1.68	1.97	1.97	1.95	Colombia	6,325	1.9
Morelos	14	17	20	20	21	2.48	2.23	2.12	2.01	1.95	Corea del Sur	6,306	0.4
Coahuila	26	22	22	22	22	1.11	1.66	1.72	1.75	1.76	China	6,196	0.0
Sonora	24	24	24	24	23	1.24	1.43	1.48	1.57	1.63	El Salvador	5,370	20.6
Nayarit	20	23	23	23	24	1.50	1.53	1.64	1.63	1.60	Tailandia	5,348	1.1
Aguas Calientes	22	25	25	25	25	1.32	1.37	1.43	1.41	1.39	Honduras	4,760	20.0
Colima	27	27	26	26	26	0.73	0.92	1.00	0.96	0.83	Uzbekistán	4,663	9.2
Tlaxcala	25	26	27	27	27	1.21	0.93	0.82	0.76	0.70	Rusia	4,582	0.3
Tabasco	28	28	29	28	28	0.62	0.55	0.54	0.62	0.69	Japón	4,196	0.1
Yucatán	29	29	28	29	29	0.54	0.55	0.60	0.61	0.61	Jordania	4,103	9.7
Quintana Roo	30	30	30	30	30	0.39	0.44	0.48	0.49	0.51	Serbia	4,042	8.0
Campeche	31	31	31	31	31	0.29	0.24	0.25	0.24	0.24			
Baja California Sur	32	32	32	32	32	0.14	0.20	0.22	0.23	0.24			
Total						100.00	100.00	100.00	100.00	100.00			

Total

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	%
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
2018	13.5	12.9	88.4	84.4	2.7	2.6	0.1	0.1	104.7	100.0
2019	12.8	10.6	104.9	87.1	2.6	2.2	0.2	0.2	120.5	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
2018 Ene	13.7	11.8	97.9	84.7	3.9	3.4	0.1	0.1	115.6	100.0
Feb	11.3	10.1	96.4	86.3	3.9	3.5	0.1	0.1	111.7	100.0
Mar	11.4	9.6	103.3	86.9	4.1	3.4	0.0	0.0	118.8	100.0
Abr	10.7	9.1	102.3	87.5	3.8	3.3	0.1	0.1	116.9	100.0
May	11.1	10.1	95.2	86.9	3.2	3.0	0.0	0.0	109.6	100.0
Jun	12.9	11.9	92.4	85.0	3.3	3.1	0.1	0.1	108.8	100.0
Jul	14.7	12.6	98.8	84.7	3.1	2.6	0.1	0.1	116.7	100.0
Ago	14.0	12.5	94.5	84.7	2.9	2.6	0.2	0.1	111.6	100.0
Sep	15.9	13.7	97.2	83.6	3.0	2.6	0.2	0.1	116.2	100.0
Oct	13.3	13.2	85.3	84.2	2.6	2.6	0.1	0.1	101.3	100.0
Nov	14.0	13.8	85.1	83.5	2.6	2.5	0.2	0.2	101.9	100.0
Dic	13.5	12.9	88.4	84.4	2.7	2.6	0.1	0.1	104.7	100.0
2019 Ene	16.2	14.1	95.7	83.4	2.6	2.3	0.3	0.3	114.8	100.0
Feb	15.3	13.4	95.4	83.6	3.4	3.0	0.1	0.0	114.1	100.0
Mar	14.4	12.4	97.7	84.3	3.5	3.0	0.3	0.3	115.9	100.0
Abr	14.3	12.3	98.5	84.6	3.6	3.1	0.1	0.1	116.5	100.0
May	12.4	10.8	97.9	85.1	3.6	3.1	1.1	1.0	115.0	100.0
Jun	11.6	10.2	99.0	87.1	3.1	2.7	0.0	0.0	113.7	100.0
Jul	9.9	8.6	102.0	89.0	2.6	2.2	0.2	0.2	114.6	100.0
Ago	8.8	8.0	98.9	89.8	2.3	2.1	0.1	0.1	110.1	100.0
Sep	8.5	7.5	102.3	90.3	2.4	2.1	0.1	0.1	113.2	100.0
Oct	9.1	7.7	105.4	89.9	2.6	2.2	0.1	0.1	117.3	100.0
Nov	8.2	7.3	101.6	90.2	2.6	2.3	0.2	0.2	112.6	100.0
Dic	12.8	10.6	104.9	87.1	2.6	2.2	0.2	0.2	120.5	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		
	2018 ^{p/}	2019 ^{p/}	Diferencia	2018	2019 ^{p/}	Diferencia
TOTAL (I + II + III + IV)	342,711.2	355,602.0	12,890.8	27.7	27.2	-0.6
TOTAL AJUSTADA (I + II + III + IV + V)	446,787.5	463,654.1	16,866.6	36.1	35.4	-0.7
SECTOR PÚBLICO (I + 3.3 + 4.2.1)	202,355.3	204,684.3	2,329.0	16.4	15.6	-0.7
I. Gobierno Federal ^{2/}	95,845.6	99,573.7	3,728.1	7.8	7.6	-0.1
II. Autoridad Monetaria	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
III. Sector Bancario	32,432.8	37,807.5	5,374.7	2.6	2.9	0.3
3.1 Banca Comercial ^{3/}	16,208.0	21,111.7	4,903.7	1.3	1.6	0.3
3.2 Otras Sociedades de Depósito ^{4/}	4,406.3	5,290.9	884.6	0.4	0.4	0.0
3.3 Banca de Desarrollo ^{2/}	11,818.5	11,404.9	-413.6	1.0	0.9	-0.1
IV. Otros Sectores	214,432.8	218,220.7	3,787.9	17.3	16.7	-0.7
4.1 Sociedades Financieras No Bancarias ^{5/}	23.6	17.4	-6.2	0.0	0.0	0.0
4.2 Sociedades No Financieras	214,409.2	218,203.3	3,794.1	17.3	16.7	-0.7
4.2.1 Organismos y Empresas Públicas ^{2/}	94,691.2	93,705.7	-985.5	7.7	7.2	-0.5
4.2.2 Sector Privado ^{6/}	119,718.0	124,497.6	4,779.6	9.7	9.5	-0.2
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)	104,076.3	108,052.2	3,975.9	8.4	8.3	-0.2
5.1 Deuda en Moneda Nacional en Poder de No Residentes ^{8/}	108,493.3	113,997.8	5,504.5	8.8	8.7	-0.1
5.2 Deuda en Moneda Extranjera en Poder de Residentes ^{9/}	4,822.5	6,255.3	1,432.8	0.4	0.5	0.1
5.3 Pasivos de Residentes Mexicanos con Agencias ^{10/}	363.7	303.6	-60.1	0.0	0.0	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/}	41.8	6.1	-35.7	0.0	0.0	0.0

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.

^{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 apearse 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, Bonos, Bonos de tasa fija, Udibonos, B.rems, B.pas y B.pat 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.

Fuente: Banco de México y SHCP.

Balance General



BALANCE GENERAL AL 31 DE DICIEMBRE DE 2019 MILLONES DE PESOS

<u>ACTIVO</u>		<u>PASIVO Y CAPITAL CONTABLE</u>	
RESERVA INTERNACIONAL	\$ <u>3,412,103</u>	BASE MONETARIA	\$ <u>1,742,475</u>
ACTIVOS INTERNACIONALES	3,452,671	BILLETES Y MONEDAS EN CIRCULACIÓN	1,740,934
PASIVOS A DEDUCIR	(40,568)	DEPÓSITOS BANCARIOS EN CUENTA CORRIENTE	1,541
		DEPÓSITOS EN CUENTA CORRIENTE DEL GOBIERNO FEDERAL	403,137
CRÉDITO AL GOBIERNO FEDERAL	0	OTROS DEPÓSITOS DEL GOBIERNO FEDERAL	144,961
		PASIVOS DE REGULACIÓN MONETARIA	<u>1,464,673</u>
VALORES GUBERNAMENTALES	0	DEPÓSITOS DE REGULACIÓN MONETARIA	<u>1,283,106</u>
		VALORES GUBERNAMENTALES	1,067,853
		INSTITUCIONES BANCARIAS	215,253
CRÉDITO A INSTITUCIONES BANCARIAS Y DEUDORES POR REPORTO	347,651	BONOS DE REGULACIÓN MONETARIA	105,127
		OTROS DEPÓSITOS DE INSTITUCIONES BANCARIAS Y ACREEDORES POR REPORTO	76,440
PARTICIPACIONES EN ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES	13,862	DEPÓSITOS DEL FONDO MEXICANO DEL PETRÓLEO PARA LA ESTABILIZACIÓN Y EL DESARROLLO	164
		FONDO MONETARIO INTERNACIONAL	0
INMUEBLES, MOBILIARIO Y EQUIPO	6,434	ASIGNACIONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO	74,376
		OTROS PASIVOS	90,091
OTROS ACTIVOS	27,291	SUMA PASIVO	<u>3,919,877</u>
		CAPITAL	8,885
SUMA ACTIVO	<u>\$ 3,807,341</u>	RESERVAS DE CAPITAL	45,079
		RESULTADO DEL EJERCICIO	(166,444)
		OTROS RESULTADOS INTEGRALES	(56)
		SUMA CAPITAL CONTABLE	<u>(112,536)</u>
		SUMA PASIVO Y CAPITAL CONTABLE	<u>\$ 3,807,341</u>

CUENTAS DE ORDEN \$32,168,846

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

LIC. GERARDO MAURICIO VÁZQUEZ DE LA ROSA
DIRECTOR GENERAL DE ADMINISTRACIÓN

L.C. VÍCTOR MOISÉS SUÁREZ PICAZO
DIRECTOR DE CONTABILIDAD, PLANEACIÓN Y PRESUPUESTO



BANCO DE MÉXICO

Abril 2020

www.banxico.org.mx