



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral
Abril – Junio 2018



JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

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

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



El Banco de México difunde todos sus informes y publicaciones periódicas a través de la red de Internet en la dirección <http://www.banxico.org.mx>

INFORME TRIMESTRAL

En este informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre abril – junio de 2018 y diversas actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 27 de agosto de 2018. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2018	4
2.1.	Condiciones Externas	4
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	4
2.1.2.	Precios de las Materias Primas	8
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior	8
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	10
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana	16
2.2.1.	Actividad Económica	16
2.2.2.	Mercado Laboral	26
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	28
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	28
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	31
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F)	35
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	36
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	38
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	38
2.2.5.2.	Riesgo de Crédito	38
2.2.5.2.1.	Riesgo de Crédito de la Banca	38
2.2.5.2.2.	Empresas Privadas no Financieras Listadas en la Bolsa Mexicana de Valores	40
2.2.5.3.	Riesgo de Mercado	41
2.2.5.4.	Otros Riesgos: Ataques Cibernéticos	41
2.2.5.5.	Instituciones de Banca Múltiple	42
3.	Evolución Reciente de la Inflación	44
3.1.	La Inflación en el Segundo Trimestre de 2018	44
3.1.1.	La Inflación Subyacente	47
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	52
3.2.	Índice Nacional de Precios al Productor	54
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	57
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	67
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica	67
5.2.	Previsiones para la Inflación	69
Anexo 1.	Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Abril – Junio 2018	73

RECUADROS

Recuadro 1. Desarrollo de la Volatilidad Financiera en Turquía	14
Recuadro 2. Análisis de los Determinantes de la Inversión	20
Recuadro 3. Análisis de la Dinámica de la Inflación mediante “Wavelets”	49
Recuadro 4. Principales Elementos del Cambio de Base del INPC	55
Recuadro 5. Régimen de Objetivos de Inflación con Base en Pronósticos	59

1. Introducción

Durante 2018, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre cuyo origen se encuentra tanto en factores externos, como internos. En el ámbito internacional, se observó un recrudecimiento de las tensiones comerciales entre diversas economías, así como incrementos de las tasas de interés en Estados Unidos y un fortalecimiento generalizado del dólar, asociados a una mayor divergencia en el desempeño observado y esperado entre las principales economías avanzadas. Ello ha generado la expectativa de que la Reserva Federal continúe normalizando su postura monetaria a un ritmo mayor al de los bancos centrales de otras economías desarrolladas. En este entorno, en los mercados financieros internacionales se observaron episodios de volatilidad y de menor apetito por riesgo y, en consecuencia, un comportamiento negativo de los precios de activos de economías emergentes. En el ámbito relacionado más directamente con la economía nacional, durante el periodo que se reporta destacaron la incertidumbre y volatilidad asociadas a la falta de acuerdos en el proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) y al proceso electoral.

En este contexto, en los primeros cinco meses del año la inflación general anual mostró una disminución. No obstante, a partir de junio se materializaron algunos de los riesgos al alza que se habían señalado en el Informe anterior, lo cual condujo a aumentos importantes en la inflación no subyacente, la cual se mantiene en niveles elevados. Ello ha afectado la velocidad de convergencia de la inflación general hacia el objetivo. De esta forma, luego de que la inflación anual promedio registrara 5.31% en el primer trimestre de 2018, 4.55 y 4.51% en abril y mayo, respectivamente, en junio repuntó a 4.65% y alcanzó 4.81% en julio y en la primera quincena de agosto. En cuanto a la inflación no subyacente, se observaron incrementos mayores a los anticipados en los precios de algunos energéticos, principalmente de la gasolina y del gas L.P., mismos que aumentaron su tendencia de crecimiento desde junio. Otro de los riesgos que se materializó durante la mayor parte del segundo trimestre del año fue la depreciación de la moneda nacional, la cual obedeció a los factores externos e internos referidos. No obstante, esta

evolución se revirtió desde mediados de junio debido, entre otros factores, a las acciones de política monetaria adoptadas por el Banco de México; a la percepción de una mejoría en el ambiente de negociaciones del TLCAN; y a la menor incertidumbre después de las elecciones federales. Por su parte, la inflación subyacente continuó exhibiendo un comportamiento descendente acorde a lo previsto durante el periodo que cubre este Informe. El desempeño de este subíndice ha sido consecuencia de un relajamiento de las condiciones cíclicas de la economía derivado de la contracción que presentó la actividad económica en el segundo trimestre, de la apreciación del tipo de cambio referida y de las acciones de política monetaria llevadas a cabo por este Instituto Central, que han evitado que los distintos choques a los que ha estado expuesta la inflación generen efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. Así, la inflación subyacente anual promedio en el primer trimestre de 2018 fue de 4.29%, de 3.67% en el segundo y de 3.60% en la primera quincena de agosto.

Durante el periodo que cubre este Informe el Banco de México condujo su política monetaria con el objeto de preservar el anclaje de las expectativas de inflación y reforzar la tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta. En particular, en sus reuniones de abril y mayo de 2018, la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.50%. Ello considerando que, con la información disponible en ese momento, la postura de política monetaria era congruente con la tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta, si bien, como se mencionó, la inflación no subyacente aún muestra niveles elevados. No obstante, como ya se destacó, a partir de junio se materializaron algunos riesgos para la inflación. Así, ante el deterioro en el balance de riesgos para la inflación y la materialización de algunos riesgos que pudieran retrasar el proceso de convergencia de la inflación a su meta, en su reunión de junio la Junta de Gobierno decidió ajustar la postura monetaria, elevando en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 7.75%. Posteriormente, los mercados financieros nacionales

mostraron una evolución más favorable y se revirtió la depreciación que había experimentado la moneda nacional en los meses previos. Los choques que han afectado recientemente a la inflación son de naturaleza transitoria; las condiciones cíclicas de la economía se han relajado y la perspectiva es que lo sigan haciendo inclusive a un ritmo mayor al previamente anticipado –lo cual implicaría menores presiones de demanda sobre la inflación–; y la tendencia esperada de la inflación subyacente continúa siendo a la baja. Considerando lo anterior, en su reunión de agosto la Junta decidió mantener la tasa objetivo sin cambio.

Profundizando en las condiciones externas que se enfrentaron durante el periodo que cubre este Informe, la economía mundial continuó expandiéndose, si bien se ha incrementado la divergencia en el desempeño de las principales economías avanzadas. En particular, destaca el mayor crecimiento de la economía de Estados Unidos en un contexto de reducida holgura. Ello podría conducir a mayores presiones inflacionarias, lo cual contrasta con condiciones de menor crecimiento y presiones inflacionarias moderadas en otras economías avanzadas. Si bien para lo que resta de 2018 y 2019 las perspectivas de crecimiento para la economía mundial sugieren una expansión favorable, los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía global tanto en el corto, como en el mediano plazo se han acrecentado. Lo anterior debido al escalamiento de las disputas comerciales, al posible apretamiento en las condiciones financieras y a la persistencia de riesgos geopolíticos e idiosincrásicos. Estos factores han contribuido a generar incertidumbre y volatilidad y, por lo tanto, a una disminución del apetito por riesgo a nivel global y a menores flujos de capital hacia las economías emergentes y depreciaciones de sus monedas.

En el ámbito interno, en el segundo trimestre de 2018 la actividad económica presentó una contracción respecto del primero. Este comportamiento contrasta con la expansión observada en los dos trimestres previos y es resultado de la reversión del dinamismo que había mostrado la inversión en el periodo de diciembre de 2017 a marzo de 2018, especialmente el rubro de gasto en construcción, y de un debilitamiento de las exportaciones, mientras que el consumo mantuvo un comportamiento positivo.

En consecuencia, se estima que las condiciones de holgura mostraron un relajamiento en el periodo que se reporta, aunque en un entorno de condiciones estrechas en el mercado laboral. Se considera que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía continúa sesgado a la baja, debido, en gran medida, a la incertidumbre derivada del complejo entorno, tanto externo, como interno, que enfrenta la economía mexicana. En particular, ante las crecientes tensiones comerciales a nivel mundial y un posible apretamiento en las condiciones financieras, así como por la incertidumbre asociada al cambio de administración en el país y los retos de implementación de la agenda de política pública, se estima que las condiciones de estrechez en la economía en los próximos trimestres podrían continuar relajándose a un ritmo más rápido al previamente anticipado.

Las previsiones para la inflación que se presentan en este Informe consideran que los incrementos mayores a los anticipados que se han observado en los precios de los energéticos, principalmente de la gasolina y del gas L.P., en un entorno en el que la inflación no subyacente ya se encontraba en niveles elevados, afectarán la trayectoria de la inflación general anual prevista durante 2019, si bien se estima que su efecto sea transitorio. Por ello, se prevé que la trayectoria de convergencia de la inflación general hacia su meta se vea retrasada, fundamentalmente, por el comportamiento de la inflación no subyacente. En un entorno como el actual, en el que la inflación no subyacente anual se ha ubicado persistentemente por encima de 3% y, además, ha sufrido choques adicionales de magnitud considerable y una elevada volatilidad, se ha visto afectado el proceso de reducción de la inflación general anual hacia el objetivo de 3% que el Banco de México tiene para dicho indicador. La inflación subyacente refleja de mejor manera la postura monetaria. Es por ello que en la presente coyuntura, la Junta de Gobierno le dará un seguimiento especialmente cercano a este indicador. Se estima que la inflación subyacente anual continúe descendiendo, reflejando tanto la postura monetaria, como el relajamiento previsto de las condiciones cíclicas de la economía, y que alcance un nivel de 3% en el tercer trimestre de 2019. Por su parte, se prevé que la inflación general anual se aproxime durante el resto del año y en 2019 hacia el objetivo de 3%, y que se ubique durante el primer

semestre de 2020 alrededor de dicho objetivo. Las previsiones anteriores se encuentran sujetas a riesgos en el horizonte de pronósticos. En particular, que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por distintos elementos tanto internos como externos. Al respecto, los anuncios recientes referentes al entendimiento sobre la modernización del acuerdo comercial con Estados Unidos contribuyen a reducir la incertidumbre que ha venido enfrentado la economía mexicana. Por su parte, continúa el riesgo de que se presenten incrementos adicionales en los precios de algunos energéticos o aumentos en los precios de los productos agropecuarios, lo cual conduciría a que el comportamiento de la inflación no subyacente obstaculice en mayor medida la convergencia de la inflación general a la meta. Asimismo, existe el riesgo de que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global que afecten adversamente el comportamiento de la inflación.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto de 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 la inflación. Asimismo, la Junta mantendrá una postura

monetaria prudente y continuará dando un seguimiento especial al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución de las condiciones de holgura 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 estas alcancen dicha meta.

Es importante subrayar que la política monetaria adoptada por este Instituto Central para mantener ancladas las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, aunada a la menor absorción de recursos financieros por parte del sector público y a la resiliencia que ha mantenido el sistema financiero, han contribuido a que la economía mexicana esté en mejor posición para enfrentar escenarios adversos. No obstante, se prevé que la economía seguirá transitando por un panorama complejo, tanto en el ámbito externo como en el interno, lo que hace particularmente relevante no solo seguir una política monetaria prudente y firme, sino adoptar medidas que propicien una mayor productividad, incluyendo el mantener la apertura de la economía, y consolidar de manera sostenible las finanzas públicas del país.

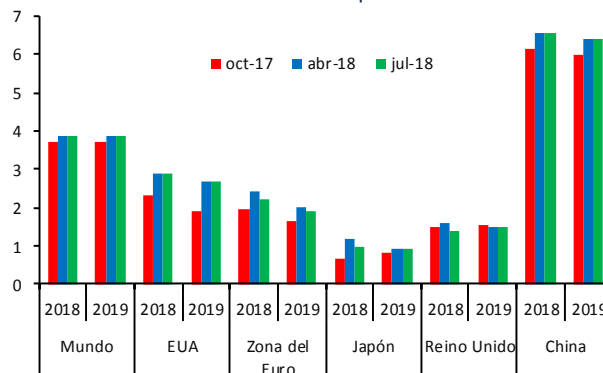
2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Segundo Trimestre de 2018

2.1. Condiciones Externas

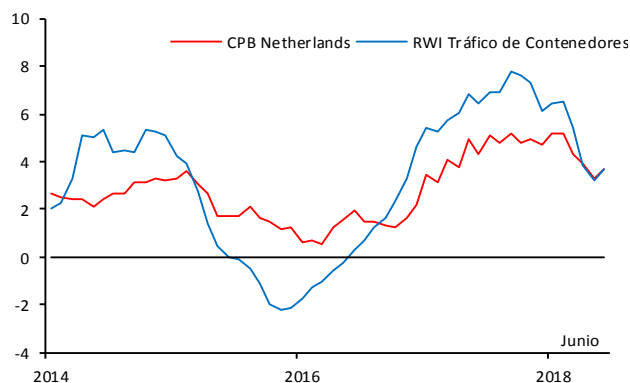
Durante el segundo trimestre del año, la economía mundial continuó expandiéndose, si bien se ha incrementado la divergencia en el desempeño entre las principales economías avanzadas. En particular, en contraste con la zona del euro y Japón, que han crecido por debajo de lo previsto, en Estados Unidos la actividad económica aceleró su ritmo de crecimiento, en parte, debido al estímulo fiscal adoptado. Para el resto de 2018 y 2019 se sigue anticipando una expansión de la economía global, impulsada principalmente por el dinamismo de la demanda interna en la mayoría de los países. No obstante, se han incrementado los riesgos para este escenario tanto en el corto como, en mayor medida, en el mediano plazo (Gráfica 1a). Lo anterior refleja los riesgos asociados al escalamiento de las disputas comerciales, a un posible apretamiento en las condiciones financieras y a factores geopolíticos e idiosincrásicos. En respuesta al deterioro de algunos de estos factores, los mercados financieros mostraron episodios de volatilidad, en especial en las economías emergentes. En el caso de las economías asiáticas, los precios de los activos financieros se vieron afectados por el agravamiento de las disputas comerciales entre China y Estados Unidos. En otros casos, tales como los de Argentina, Indonesia y Turquía, los mercados financieros experimentaron fuertes caídas, motivadas por factores idiosincrásicos relacionados con el manejo de sus políticas económicas. Por otra parte, el crecimiento del comercio internacional se ha moderado y la confianza de los negocios ha empezado a reflejar los efectos de la incertidumbre asociada a la imposición de medidas arancelarias (Gráfica 1b).

Gráfica 1
Actividad Económica Mundial

a) Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2018 y 2019
Variación anual en por ciento



b) Volumen de Comercio Mundial
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: FMI, World Economic Outlook, octubre 2017, abril y julio 2018; CPB Netherlands y Haver Analytics.

2.1.1. Actividad Económica Mundial

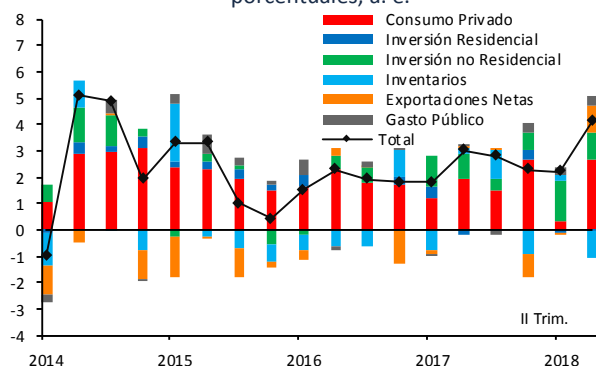
La economía de Estados Unidos siguió creciendo a un ritmo elevado durante la primera mitad del año y el consenso de los analistas prevé que esta seguirá expandiéndose vigorosamente en lo que resta de 2018 y en 2019. No obstante, se anticipa una desaceleración significativa de la actividad a partir de 2020, conforme los efectos del impulso fiscal se desvanecan.

Durante el periodo que se reporta, la actividad económica en ese país aceleró su ritmo de crecimiento, después de la debilidad mostrada en el primer trimestre principalmente como consecuencia de factores temporales. Así, el PIB se expandió 4.1% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad y anualizada en el segundo trimestre, después de

haber registrado un crecimiento de 2.2% en el primero (Gráfica 2). En efecto, el gasto en consumo privado presentó un alza considerable, apoyado por el incremento del ingreso disponible y la elevada confianza de los consumidores. Las exportaciones netas también contribuyeron significativamente al crecimiento, en parte, en respuesta al aumento temporal de las exportaciones agrícolas en anticipación a la imposición de aranceles por parte de China. Mientras tanto, la inversión no residencial continuó presentando un elevado dinamismo, reflejando principalmente la expansión del gasto en estructuras asociado a la actividad de extracción de petróleo. En contraste, la inversión residencial siguió mostrando debilidad después del aumento registrado durante el cuarto trimestre de 2017.

Gráfica 2
Actividad Económica en Estados Unidos
PIB Real y Componentes

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



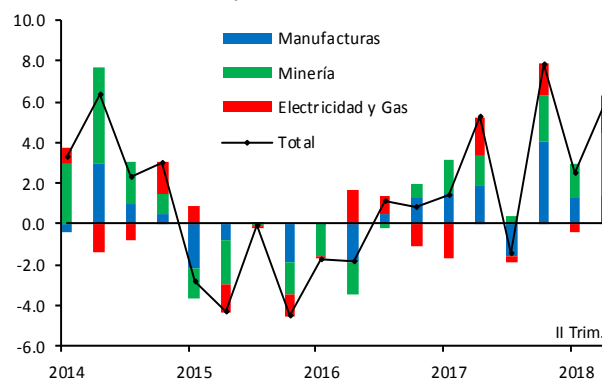
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

En este contexto, la producción industrial en Estados Unidos repuntó en el segundo trimestre del año, al crecer 6% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad y anualizada, después de avanzar 2.5% en el primero (Gráfica 3). Dicha mejoría se debió, en gran medida, a la recuperación del sector de electricidad y gas, al restablecerse la demanda luego de las temperaturas inusualmente cálidas registradas al inicio del año en ese país, y a la continua expansión de la actividad minera en respuesta al incremento en los precios del petróleo. Finalmente, la producción manufacturera avanzó a un ritmo moderado ante el debilitamiento del sector automotriz, a causa de una interrupción temporal en la producción de autopartes, mientras que el resto de las manufacturas registró un crecimiento más elevado.

Por su parte, los indicadores disponibles al tercer trimestre, tales como el índice de gerentes de compras (ISM) y la producción industrial de julio, sugieren que la actividad manufacturera continuará expandiéndose en los próximos meses, a pesar de las mayores tensiones comerciales.

Gráfica 3
Actividad Industrial en Estados Unidos
Producción Industrial y Componentes

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

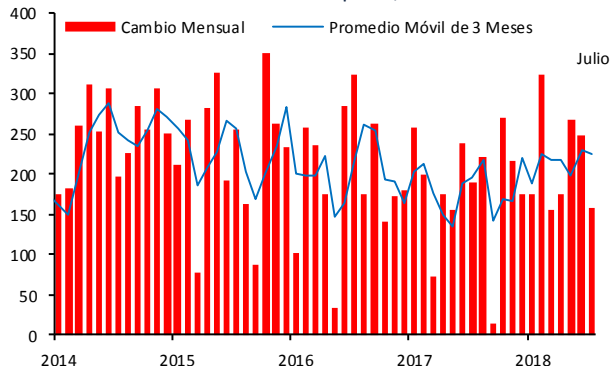


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

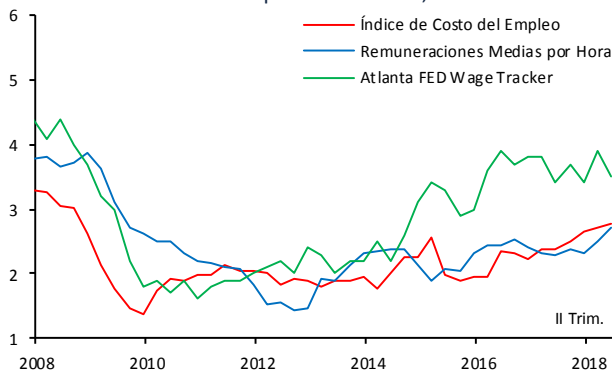
En este entorno, el dinamismo de la actividad económica se tradujo en un apretamiento adicional del mercado laboral. La tasa de desempleo disminuyó de 4.1% en marzo a 3.9% en julio, ubicándose por debajo de la tasa de largo plazo estimada por la Reserva Federal de 4.5%. Además, otros indicadores siguen apuntando a una mayor fortaleza del mercado laboral. En particular, entre abril y julio se generaron en promedio 212 mil nuevas plazas mensuales, ritmo superior a las 190 mil creadas mensualmente durante el mismo periodo de 2017 y a los cerca de 100 mil empleos mensuales que, de acuerdo con la Reserva Federal, se requieren para absorber el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 4a). Adicionalmente, las tasas de contrataciones y de renuncias se ubicaron cerca de los niveles máximos de este ciclo de expansión, al tiempo que se observaron mayores dificultades para cubrir plazas. En este contexto, los salarios continuaron aumentando, si bien a un ritmo moderado (Gráfica 4b). En específico, el índice del costo del empleo registró en el segundo trimestre un

aumento a tasa anual de 2.8%, después de crecer 2.7% en el primero.¹

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.



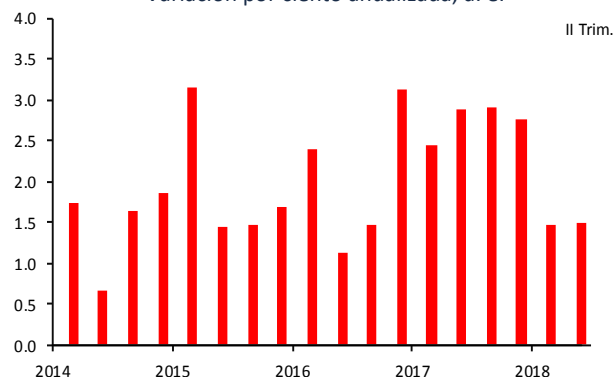
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Banco de la Reserva Federal de Atlanta y BLS.

En la zona del euro, la actividad económica continuó creciendo a un ritmo moderado durante el segundo trimestre del año, después de experimentar una fuerte expansión durante 2017 (Gráfica 5). El PIB aumentó a una tasa trimestral ajustada por estacionalidad y anualizada de 1.5% en el segundo trimestre del año, crecimiento similar a la tasa registrada en el primero y muy por debajo de la tasa de 2.6% observada durante 2017. El menor ritmo de expansión de esta región en el periodo que se reporta reflejó, en parte, la elevada incertidumbre sobre el futuro de las relaciones comerciales de la región con Estados Unidos y con el Reino Unido, lo que pudo haber afectado el crecimiento de las exportaciones.

Adicionalmente, el ritmo de expansión de esa economía siguió siendo afectado por factores transitorios, destacando entre ellos el estallido de huelgas en Francia y condiciones climáticas adversas en algunos países de la región. En contraste, el consumo privado continuó creciendo, apoyado por el dinamismo del mercado laboral, y la inversión siguió expandiéndose, respondiendo a las mayores ganancias de las empresas y a condiciones financieras acomodaticias. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 8.5% en marzo a 8.3% en junio, mientras que los salarios aumentaron gradualmente, aunque de forma desigual entre países. En efecto, mientras que en Alemania el crecimiento de los salarios se ha acelerado ante el apretamiento de su mercado laboral, en el resto de la región el avance ha sido más moderado, como respuesta a la holgura que aún existe en algunas economías de la periferia (España, Grecia e Italia). Finalmente, los índices de gerentes de compras se debilitaron a lo largo del trimestre, reflejando el deterioro en el balance de riesgos para el crecimiento en la región.

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat.

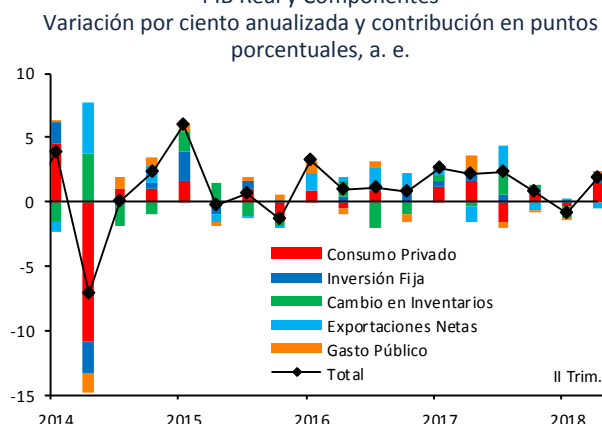
La economía de Japón continuó mostrando debilidad en la primera mitad del 2018, y las expectativas de los analistas apuntan a un crecimiento moderado en lo que resta del año. Luego de que el PIB se contrajera 0.9% a tasa trimestral ajustada por estacionalidad y anualizada en el primer trimestre del año, este aumentó 1.9% en el segundo (Gráfica 6). La

¹ En varias economías avanzadas se ha observado un aumento moderado de los salarios, a pesar de la significativa reducción en la holgura en sus mercados laborales. Debido a la importancia que este elemento tiene para la determinación de la política monetaria, existe

un debate sobre si se ha dado un aplanamiento estructural de la denominada "Curva de Phillips". Véase Recuadro 1 "La Curva de Phillips en el Centro del Debate Global" del Informe Trimestral Enero-Marzo 2018, pp.8-11.

recuperación de la actividad económica obedeció, principalmente, a un fuerte repunte en el consumo privado, reflejando el crecimiento del empleo, después de la contracción observada en el trimestre previo debido a factores transitorios. Por su parte, la inversión de negocios se recuperó moderadamente. Finalmente, las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa al crecimiento del PIB. El continuo aumento del empleo ha resultado en una baja significativa en la tasa de desempleo, la cual disminuyó de 2.5% en marzo a 2.4% en junio, alcanzando en mayo su nivel más bajo desde 1992. Al igual que en otras economías avanzadas, la fortaleza del mercado laboral en ese país contrasta con la evolución de los salarios, los cuales han continuado registrando un crecimiento moderado. En efecto, las remuneraciones monetarias promedio crecieron a una tasa anual de solo 1.1% durante el segundo trimestre del año.

Gráfica 6
Actividad Económica en Japón
PIB Real y Componentes

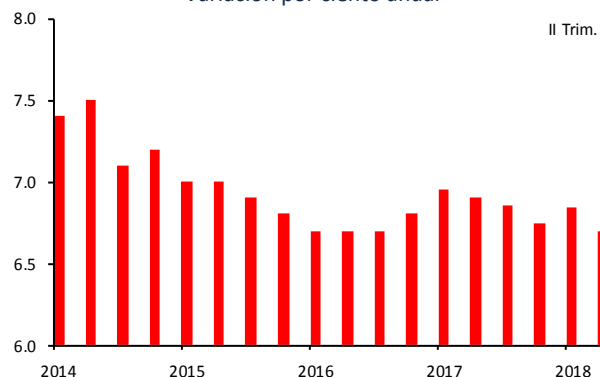


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina del Gabinete.

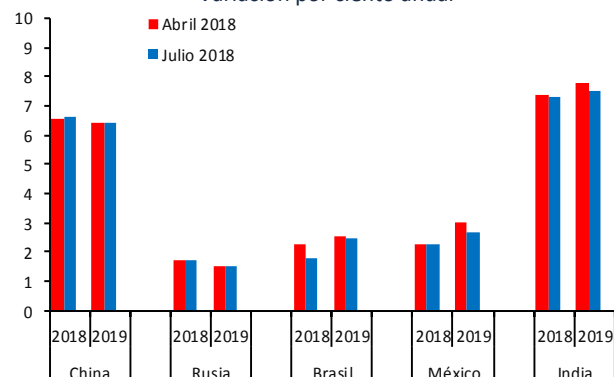
La información disponible sugiere que la mayoría de las principales economías emergentes moderaron su ritmo de expansión durante el segundo trimestre del año, situación que refleja el recrudecimiento de las tensiones comerciales, el aumento de los precios de las materias primas, el apretamiento de las condiciones financieras, y diversos factores idiosincrásicos. En particular, la economía china se desaceleró ligeramente durante el segundo trimestre. El crecimiento del PIB pasó de una tasa anual de 6.8% en el primer trimestre del año a 6.7% en el segundo (Gráfica 7a). En este contexto, y con el objetivo de apoyar la actividad económica ante la

mayor incertidumbre por las disputas comerciales entre China y Estados Unidos, a finales de julio las autoridades chinas anunciaron un paquete fiscal, que incluye recortes de impuestos y un aumento en el gasto en infraestructura, así como un relajamiento en los requerimientos de capital de los bancos, entre otras medidas. El resto de las economías emergentes en general ha seguido expandiéndose, aunque de manera diferenciada. Las de Asia emergente han perdido dinamismo ante la moderación del comercio global y los mayores riesgos para la economía china. Por su parte, las de Europa emergente han reducido su crecimiento ante la desaceleración de la zona del euro, mientras que en el caso de Turquía el menor ritmo previsto para la actividad económica está asociado a los efectos de la reciente volatilidad financiera en ese país. Finalmente, las economías latinoamericanas disminuyeron significativamente su crecimiento, destacando entre ellos la debilidad de las economías de países como Argentina y Brasil, inducida por factores idiosincrásicos (Gráfica 7b).

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



b) Pronósticos de Crecimiento del PIB de Economías Emergentes Seleccionadas
Variación por ciento anual

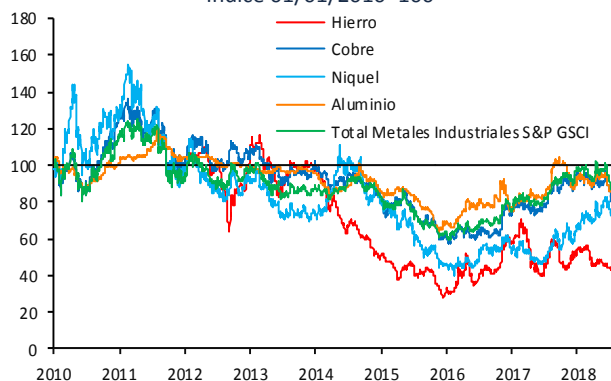


Fuente: Haver Analytics; FMI, WEO Abril y Julio 2018.

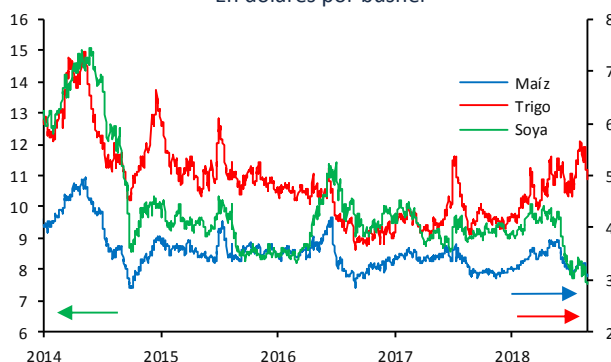
2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas presentaron un comportamiento volátil durante el periodo que cubre este Informe e interrumpieron la tendencia al alza que habían presentado desde mediados de 2017. En particular, los precios del petróleo registraron un alza durante el segundo trimestre, fenómeno que refleja la caída mayor a la anticipada en la producción en Libia y Venezuela, las sanciones por parte de Estados Unidos a las exportaciones de crudo provenientes de Irán, así como una producción de petróleo de *lutitas* en Estados Unidos menor a la anticipada (Gráfica 8a). No obstante, la posibilidad de que Arabia Saudita y Rusia incrementen significativamente sus niveles de producción y la amenaza latente de que Estados Unidos haga uso de su reserva estratégica para abastecer el mercado provocó una reducción en los precios del petróleo a partir de mediados de julio. Adicionalmente, luego de mostrar una tendencia ascendente desde principios de 2016, los precios de los metales industriales presentaron en general una caída a finales del segundo trimestre ocasionada por el temor de que las crecientes tensiones comerciales tengan un efecto negativo en los niveles de actividad económica mundial (Gráfica 8b). Por último, los precios de los granos tuvieron un comportamiento volátil durante el segundo trimestre, derivado principalmente de las cambiantes condiciones climáticas, lo que afectó las expectativas de producción y de inventarios de estos productos, así como de las medidas arancelarias impuestas por China a las importaciones de granos provenientes de Estados Unidos (Gráfica 8c).

b) Precios de Metales Seleccionados ^{1/}
Índice 01/01/2010=100



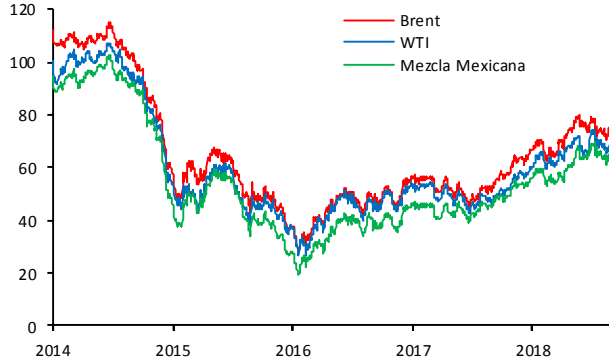
c) Precios de Granos Seleccionados
En dólares por bushel



1/ En el caso del hierro se consideró como base el 22 de diciembre de 2011.
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 8
Precios Internacionales de las Materias Primas

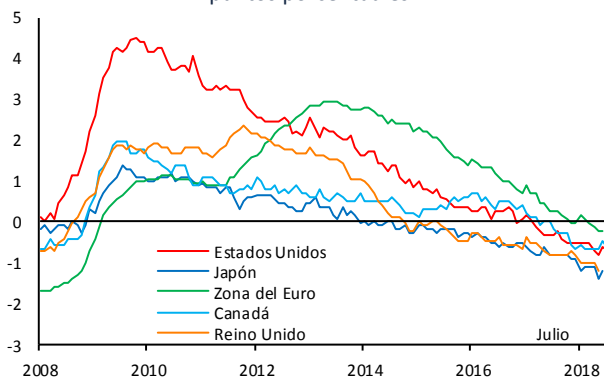
a) Petróleo Crudo
Dólares por barril



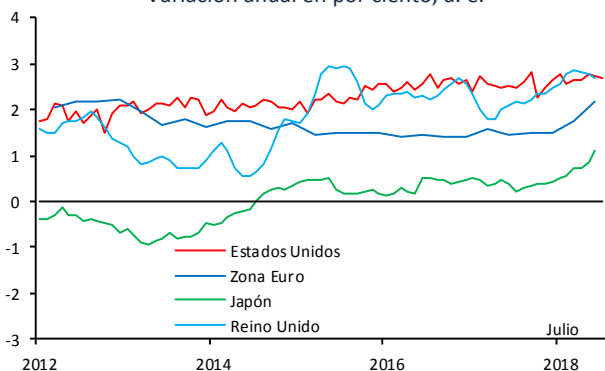
2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

En las principales economías avanzadas continuó observándose un aumento gradual de la inflación, si bien se acentuaron las diferencias entre países. En efecto, en Estados Unidos, la inflación, como se anticipaba, mantuvo su tendencia al alza debido a la menor holgura en la economía, al desvanecimiento de factores transitorios, tales como las reducciones en precios de telecomunicaciones, y al incremento en los precios de los energéticos. Mientras tanto, en la zona del euro y Japón, la inflación subyacente y sus expectativas, así como el crecimiento de los salarios, siguieron en niveles bajos e inferiores a sus metas para la inflación general, a pesar de la significativa disminución en la holgura en sus mercados laborales (Gráfica 9a y Gráfica 9b).

Gráfica 9
Mercado Laboral de Economías Avanzadas
 a) Brecha del Desempleo
 En puntos porcentuales



b) Salarios
 Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

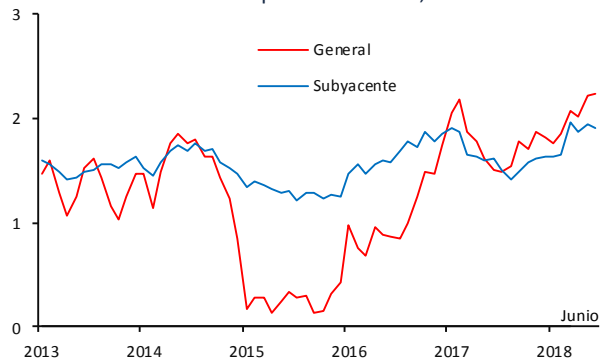
Nota: Los indicadores salariales de EUA, zona del euro, Reino Unido y Japón corresponden a las remuneraciones promedio por hora, pago negociado, remuneraciones promedio semanales y remuneraciones monetarias promedio, respectivamente.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información del CBO, OCDE, Economic Outlook, Noviembre 2017 y Oficinas de Estadísticas Nacionales; BLS, BCE, Bloomberg y ONS.

En Estados Unidos, como se anticipaba, el deflactor del gasto en consumo personal se mantuvo ligeramente por encima de la meta de 2% de la Reserva Federal durante el periodo que cubre este Informe. En particular, este pasó de una variación anual de 2.1% en marzo a 2.2% en junio, reflejando principalmente los mayores precios de los energéticos (Gráfica 10). Mientras tanto, el índice subyacente tuvo una variación anual cercana a 1.9% durante el periodo referido, después de haber alcanzado un nivel de 2% en marzo por primera vez desde principios de 2012. Por su parte, el índice de precios al consumidor pasó de una variación anual de 2.4% en marzo a 2.9% en julio, mientras que la medición subyacente lo hizo de 2.1% a 2.3% en el mismo periodo. Otros indicadores relevantes como el índice de precios al productor y el de las

importaciones tuvieron un aumento moderado. En particular, los aranceles impuestos por parte de Estados Unidos al acero y aluminio ya se han empezado a reflejar en un alza en los precios al productor de los bienes intermedios procesados. En este sentido, la implementación de medidas adicionales pudiera tener un efecto mayor en la inflación. Por su parte, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros, así como las que provienen de encuestas, se han mantenido relativamente estables y cercanas a la meta de la Reserva Federal, si bien las de largo plazo continúan ubicándose por debajo de lo observado hasta mediados de 2014 (Gráfica 11).

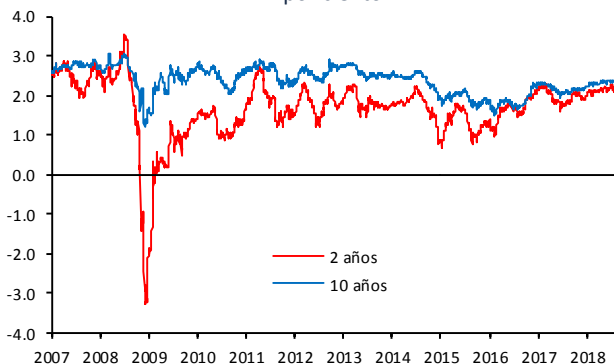
Gráfica 10
Inflación en EUA
 Deflactor del Gasto en Consumo Personal
 Variación por ciento anual, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BEA.

Gráfica 11
Expectativas de Inflación en Estados Unidos derivadas de Instrumentos Financieros 1/
 En por ciento



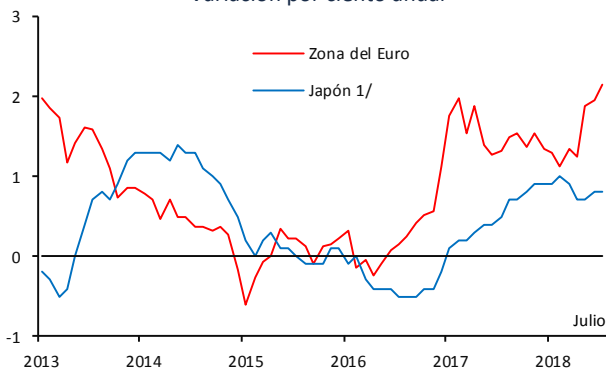
1/ Inflación que se espera para los próximos 2 y 10 años, respectivamente. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en el que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado.

Fuente: JP Morgan.

En la zona del euro, la inflación general aumentó durante el periodo que cubre este Informe, al pasar de 1.3% a tasa anual en marzo a 2.1% en julio, como

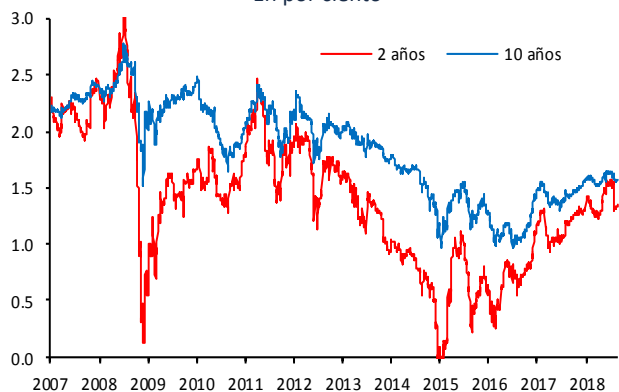
resultado principalmente de las mayores contribuciones de la energía y los alimentos (Gráfica 12). Mientras tanto, la inflación subyacente aumentó moderadamente, de 1% en marzo a 1.1% en julio, reflejando el gradual incremento en las presiones de demanda ante la mayor utilización de la capacidad instalada y el apretamiento del mercado laboral. En cuanto a las expectativas de inflación en la zona del euro, tanto de corto como de largo plazo, se ubican por debajo de la meta del banco central de esa región (Gráfica 13). En Japón, la inflación anual disminuyó de 0.9% a 0.8%, mientras que la subyacente disminuyó de 0.5% a 0.3% en el periodo mencionado debido, en parte, al debilitamiento de los precios de los bienes duraderos ante el efecto rezagado de la apreciación del yen, lo que contrarrestó el gradual incremento en los precios de algunos servicios.

Gráfica 12
Inflación General en la Zona del Euro y Japón
Variación por ciento anual



1/ Excluye el efecto del cambio en el impuesto al consumo.
Fuente: Eurostat y Oficina de Estadísticas de Japón.

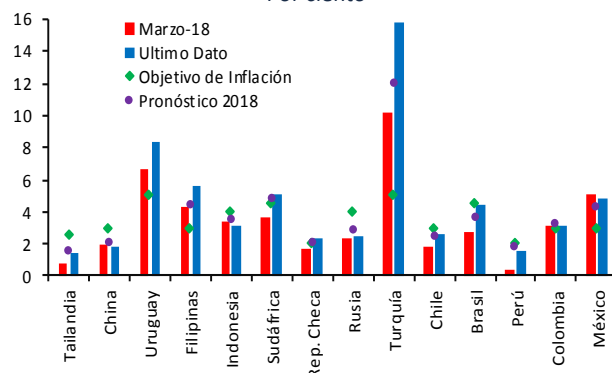
Gráfica 13
Expectativas de Inflación en la Zona del Euro Derivadas de Instrumentos Financieros 1/
En por ciento



1/ Inflación que se espera para los próximos 2 y 10 años, respectivamente. 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.

A su vez, en la mayoría de las economías emergentes la inflación general mostró un repunte debido a la combinación de diversos factores, entre los que destacan los mayores precios de los energéticos, la depreciación de sus monedas, en particular en los casos de Argentina y Turquía, y la menor holgura en sus economías (Gráfica 14). En particular, en diversas economías de Europa y Asia emergente, la inflación ha mostrado una gradual tendencia al alza como reflejo del apretamiento de sus mercados laborales. Mientras tanto, en América Latina las presiones inflacionarias han estado asociadas principalmente a los mayores precios de los alimentos y de los energéticos y, en algunos casos, a la depreciación de sus monedas, en un escenario en el que aún existe holgura en la utilización de recursos en varias de estas economías.

Gráfica 14
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 el entorno descrito, ha aumentado la divergencia en la velocidad a la que los principales bancos centrales han ajustado su postura monetaria y en el ritmo en que se espera continúen avanzando hacia una postura de política monetaria más neutral. En efecto, se prevé que la Reserva Federal, el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra sigan elevando sus tasas de referencia, si bien de manera gradual, mientras que se anticipa que el Banco Central Europeo y el Banco de Japón tarden aún más en el proceso de normalización de su postura monetaria.

Durante el periodo que cubre este Informe, la Reserva Federal aumentó su rango de la tasa de fondos federales en 25 puntos base, ubicándolo entre 1.75% y 2%, siendo esta su segunda alza en lo que va del año. Esa Institución mantuvo su guía futura de tasas de interés, reafirmando que el proceso de alza de tasas se dará de forma gradual, congruente con la expectativa de una expansión sostenida de la economía, un mayor apretamiento del mercado laboral y una inflación cercana a la meta simétrica de 2% en el mediano plazo. Si bien la Reserva Federal continuó calificando las condiciones monetarias como acomodaticias, en el comunicado de su reunión de junio eliminó la referencia en torno a que la tasa de fondos federales se ubicará por debajo de su nivel neutral por algún tiempo, congruente con la revisión al alza de la mediana de sus proyecciones. En la minuta de la reunión del 31 de julio y 1º de agosto, se destacó que los efectos negativos de un posible escalamiento en las disputas comerciales sobre el crecimiento y la inflación representarían un reto en la determinación del rumbo apropiado de la política monetaria. En congruencia con dicha minuta, en la que la Reserva Federal destaca la elevada probabilidad de aumentar nuevamente sus tasas de referencia pronto, los indicadores de mercado anticipan que dicho banco central eleve en 25 puntos base el rango para su tasa objetivo en su reunión de septiembre y que se dé un incremento adicional por la misma magnitud antes de que finalice el año.

El Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio su tasa de referencia y su guía futura, al reiterar que las tasas de interés se mantendrían en sus niveles actuales cuando menos hasta el verano de 2019, o hasta que sea necesario para asegurar que la inflación converja de manera sostenida hacia su meta. Adicionalmente, el BCE destacó que continuará comprando activos por un monto mensual de 30 mil millones de euros hasta finales de septiembre y que, sujeto a la evolución de las cifras económicas, anticipa reducir dichas compras a 15 mil millones de euros a partir de esa fecha y hasta diciembre de este año, cuando estima finalizaría dicho programa. Adicionalmente, en su comunicado de julio esa Institución enfatizó que, a pesar de la elevada incertidumbre sobre el comercio global, la información disponible muestra que el crecimiento de la región siguió siendo elevado y generalizado, y reflejó su confianza de que la inflación continúe

convergiendo hacia su meta ante el aumento en las presiones en costos, derivado del apretamiento del mercado laboral y los elevados niveles de utilización de la capacidad instalada. De esta forma, las expectativas de política monetaria implícitas en instrumentos de mercado anticipan que el primer aumento en la tasa de referencia del BCE ocurra en el tercer trimestre de 2019.

En sus últimas reuniones, el Banco de Japón mantuvo su tasa de depósito de corto plazo en -0.1% y su objetivo de la tasa de bonos gubernamentales de largo plazo en 0%. No obstante, en su reunión de julio anunció que permitiría un mayor rango de fluctuación del rendimiento del bono de 10 años, enfatizando que sus tasas de interés se mantendrán bajas por el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de inflación. Si bien esa Institución mantuvo su programa de compra de valores en 80 billones de yenes por año, anunció que incrementará la adquisición de activos referenciados al índice Topix con el objetivo de dar mayor flexibilidad a dicho programa. Por otra parte, ese banco central redujo su pronóstico de inflación para el periodo 2018-2020, señalando que probablemente le tomará más tiempo de lo que anticipaba alcanzar su meta de 2%.

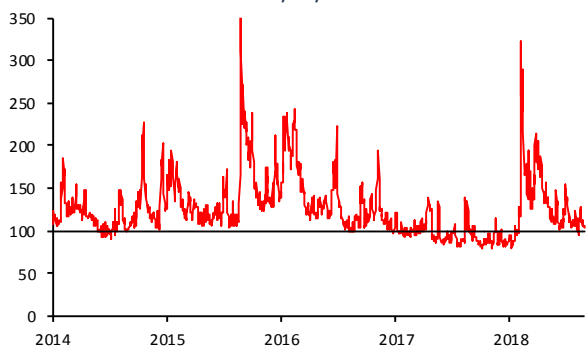
En su reunión de agosto, el Banco de Inglaterra elevó su tasa de interés de referencia en 0.25 puntos porcentuales, para situarla en 0.75%, después de haberla mantenido sin cambio en junio. El Comité de Política Monetaria destacó en su comunicado la necesidad de un mayor apretamiento de su postura monetaria en los próximos años para asegurar que la inflación regrese hacia su meta de 2%, si bien se estima que esta se mantendrá por arriba de dicho nivel hasta 2020. No obstante, reiteró que el proceso de alza de tasas seguirá siendo gradual, sujeto a que la evolución de la economía sea congruente con sus proyecciones. En particular, destacó que el desempeño de la economía pudiera verse afectado por el desarrollo de las negociaciones sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea.

En las economías emergentes, cada vez más bancos centrales han elevado sus tasas de referencia, si bien a partir de niveles bajos, como es el caso de Filipinas, India, República Checa y Rumania, anticipando mayores riesgos de un repunte en la inflación. Por

otra parte, en respuesta a la reciente depreciación de sus divisas, a su vez provocada por factores idiosincrásicos, otros bancos centrales, tales como los de Argentina, Indonesia y Turquía, han ajustado sus tasas de interés de referencia, si bien en algunos casos a un ritmo menor a lo anticipado por los mercados.

Los mercados financieros internacionales mostraron episodios de volatilidad durante el periodo que cubre este Informe, lo que reflejó, en parte, la intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, el riesgo de un apretamiento de las condiciones monetarias mayor al esperado, y factores geopolíticos (Gráfica 15).

Gráfica 15
Volatilidad en Mercados Financieros Internacionales
Índice VIX ^{1/}
Índice 01/01/2007=100

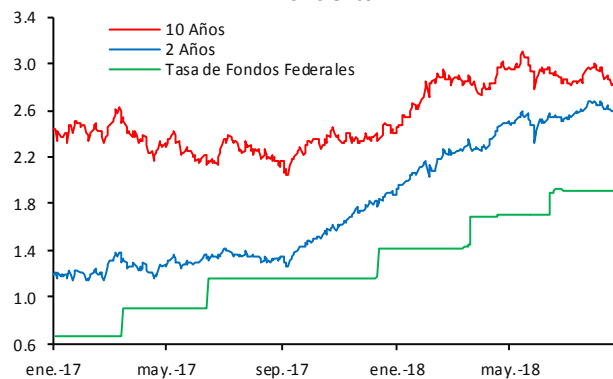


1/ El índice VIX es un indicador ponderado que mide la volatilidad implícita en el mercado de opciones para el S&P 500.
Fuente: Bloomberg.

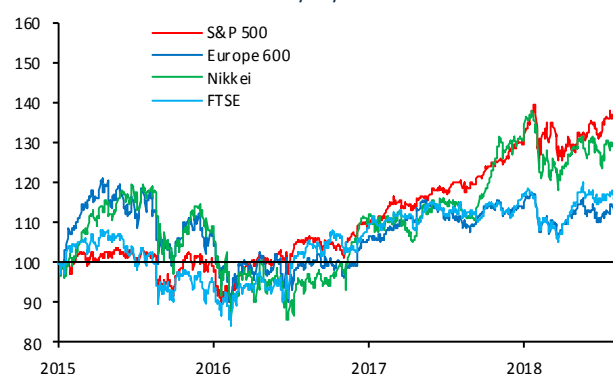
En el caso de Estados Unidos, el dólar se fortaleció frente a la mayoría de las divisas, ante las diferencias que se esperan en la velocidad en la que la Reserva Federal pudiera ajustar su política monetaria con respecto a la del resto de las economías avanzadas, así como por un menor apetito por activos y divisas con mayor riesgo. Asimismo, las tasas de interés en ese país siguieron aumentando, en mayor medida las de corto plazo, acrecentando el aplanamiento en la curva de rendimiento (Gráfica 16a). Este aplanamiento se ha dado en un contexto en que la Reserva Federal ha reiterado que continuará con el alza gradual de su tasa de referencia, y en el que persiste la previsión de una baja tasa de interés natural, expectativas de inflación de largo plazo en niveles bajos y una compresión de las primas por plazo a niveles históricamente reducidos, reflejando,

entre otros factores, las compras de valores de los principales bancos centrales como parte de sus posturas monetarias acomodaticias.

Gráfica 16
Mercados Financieros en Economías Avanzadas
a) EUA: Rendimiento de los Fondos Federales y Bonos del Tesoro
Por ciento



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



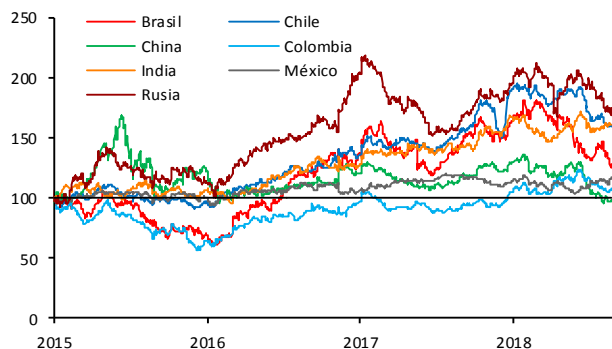
Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis (FRED); Bloomberg.

Así, mientras que en las principales economías avanzadas los instrumentos de renta fija presentaron cambios moderados y los índices accionarios mostraron pocas variaciones, en las emergentes los precios de los activos financieros presentaron un comportamiento predominantemente negativo por los factores antes señalados (Gráficas 16b y 17a). En este contexto de menor apetito al riesgo, se continuó observando una disminución en los flujos de capital hacia las economías emergentes y, en ciertos casos, una fuerte depreciación de sus monedas con respecto al dólar durante el segundo trimestre del año (Gráficas 17b y 17c). En particular, Turquía enfrenta una pérdida de confianza en sus instituciones que ha dado lugar a una fuerte depreciación de la lira turca. Si bien las salidas de flujos de capital se intensificaron luego del

agravamiento de las tensiones políticas que tiene ese país con Estados Unidos, que dieron lugar a sanciones económicas y comerciales adicionales, la severa reacción de los mercados financieros reflejó principalmente la insuficiente respuesta de política económica ante el deterioro prolongado en su posición fiscal y externa y en la calidad de sus activos bancarios (ver Recuadro 1).

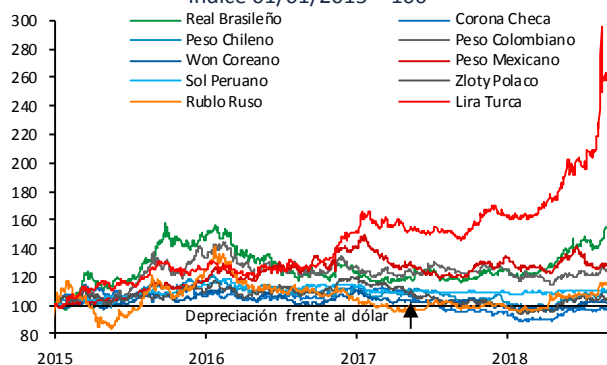
Gráfica 17
Mercados Financieros en Economías Emergentes

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

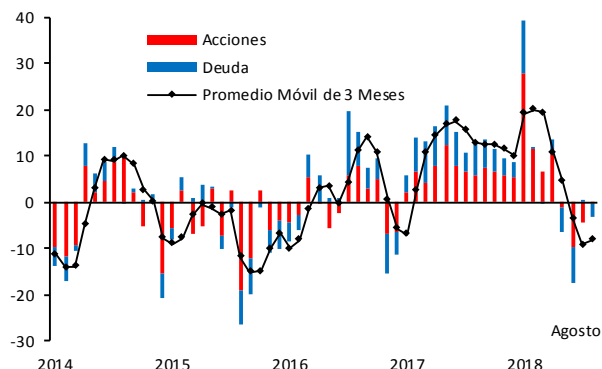


b) Tipo de Cambio

Índice 01/01/2015 = 100



c) Flujos Mensuales de Fondos Dirigidos a Economías Emergentes^{1/}
En miles de millones de dólares



1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.
Fuente: Bloomberg; Emerging Portfolio Fund Research. Riesgos para el Panorama Económico Mundial.

Recuadro 1. Desarrollo de la Volatilidad Financiera en Turquía

Uno de los acontecimientos que contribuyó a la volatilidad recientemente observada en los mercados financieros internacionales fue el asociado con los recientes eventos registrados en Turquía, provocados por una combinación de factores externos e internos. En efecto, si bien a lo largo del año las divisas de las economías emergentes en general se depreciaron a causa de la reducción progresiva del acomodamiento monetario en algunas de las principales economías avanzadas, el significativo empeoramiento de las condiciones financieras en Turquía es atribuible en buena parte a factores idiosincrásicos, los cuales han contribuido a una percepción por parte de los inversionistas de un deterioro en el marco institucional para la implementación de las políticas macroeconómicas.

Así, los mercados financieros turcos han mostrado una alta volatilidad. La lira turca se ha depreciado alrededor de 60% de enero a agosto de 2018, mostrando un desempeño más negativo que otras economías emergentes y que el experimentado durante la crisis financiera global (Gráfica 1).¹ Por su parte, las tasas de interés de largo plazo aumentaron en el año cerca de 10 puntos porcentuales, para ubicarse en niveles de 21%, reflejando tanto el incremento en las expectativas de inflación, como un deterioro en el riesgo soberano. Asimismo, los mercados accionarios de ese país han caído cerca de 25% en lo que va del año.

Gráfica 1
Tipo de Cambio y Tasa de Bonos Soberanos a 10 años
Liras turcas por dólar y en por ciento



Nota: Datos al 27 de agosto de 2018.

Fuente: Bloomberg

A la rápida pérdida de confianza observada por parte de los mercados en los activos financieros de Turquía ha contribuido la combinación de: 1) desbalances macroeconómicos y financieros; 2) elevada incertidumbre sobre el rumbo y eficacia de las políticas macroeconómicas; y, 3) crecientes tensiones geopolíticas y comerciales.

¹ Si bien la lira alcanzó una depreciación máxima a mediados de agosto cercana al 80%, recientemente Turquía se comprometió a efectuar un ajuste fiscal y anunció un paquete de apoyo financiero por parte de Qatar, lo cual se vio reflejado en cierto fortalecimiento temporal de la lira turca.

En cuanto al primer punto, sobre los desbalances macroeconómicos y financieros, si bien la economía turca ha estado creciendo a un ritmo vigoroso en el último año, esto se ha dado en el contexto de una política fiscal expansionista y de un aumento del crédito apoyado por el gobierno y financiado de manera importante con flujos de inversión extranjera de corto plazo. En consecuencia, de acuerdo con cifras del FMI, la posición deudora de los activos de Turquía con el exterior se deterioró significativamente, al pasar de 42.4% del PIB en 2016 a 53.4% en 2017.² Así, el déficit de cuenta corriente se amplió hasta representar alrededor del 7.2% del PIB al primer trimestre de 2018, lo que se compara con un déficit de 3.8% en 2016 y 5.5% en 2017, tendencia que aleja a Turquía de una posición externa sostenible.

Estos desbalances se han reflejado en altos niveles de endeudamiento y descalces cambiarios significativos en los balances de instituciones financieras y de los corporativos de ese país. Así, el crédito al sector privado no financiero representa actualmente alrededor de 85% del PIB, al tiempo que se estima que la deuda externa de este sector ascendió a 37% del PIB. De esta manera, la reciente depreciación de la lira condujo a un rápido deterioro en la capacidad del sector privado para servir su deuda externa. Asimismo, a pesar de que los indicadores de capitalización de la banca turca hasta hace poco se consideraban adecuados, desde el año pasado empezaron a presentarse señales de deterioro en la calidad de su cartera de crédito, al mismo tiempo que se ha incrementado la exposición cambiaria del sistema financiero.

Respecto al segundo punto, sobre la incertidumbre alrededor de las políticas macroeconómicas, existen elementos que pudieran erosionar de forma importante la sostenibilidad fiscal en el corto plazo. En particular, destaca la presencia de importantes pasivos contingentes asociados a los programas de garantías al crédito bancario y a los proyectos de inversión conjunta pública y privada, así como un perfil de vencimientos de la deuda pública concentrado en el corto plazo. Ello a pesar de que actualmente el déficit fiscal y el nivel de deuda pública parecieran aún estar en niveles manejables. Asimismo, en cuanto a la política macroeconómica, la persistente expansión de la economía turca por encima de su potencial, inducida por una postura fiscal expansionista, en combinación con una postura monetaria laxa por parte del banco central, ha llevado a la inflación a ubicarse por encima de su objetivo por varios años consecutivos (Gráfica 2). Ello ha contribuido a una pérdida de credibilidad y a un desanclaje de las expectativas de inflación. Si bien el Banco Central de Turquía ha llevado a cabo distintas acciones para restringir las condiciones de liquidez en el mercado de dinero, mantuvo sin cambio su tasa de política

² Reporte de 2018 de las Consultas a Turquía bajo el Artículo IV (Fondo Monetario Internacional), marzo 2018.

en su reunión de julio, aun cuando los participantes del mercado esperaban un alza debido a las crecientes presiones inflacionarias. Los mercados percibieron que dicha decisión posiblemente respondió a la opinión expresada por el gobierno turco en el sentido de mantener tasas de interés bajas, generando dudas adicionales sobre la independencia y credibilidad de la política monetaria, lo cual se reflejó en un debilitamiento adicional de la lira.³ Además de la potencial vulnerabilidad de la posición fiscal de Turquía, el principal factor que motivó la reciente reducción en su calificación crediticia por parte de las principales agencias calificadoras (Fitch, Moody's y Standard & Poor's) fue el continuo debilitamiento de las instituciones y la consecuente incertidumbre sobre el rumbo de la política económica, lo cual se ejemplifica por la creciente preocupación sobre la independencia del banco central.^{4,5}

Gráfica 2
Inflación al Consumidor y Meta de Inflación
Variación anual en por ciento



³ Durante la reciente campaña presidencial, existieron declaraciones del partido ganador a favor de mantener bajas las tasas de interés. Recientemente se han hecho modificaciones al proceso de elección de los miembros del comité de política monetaria, recayendo ahora los nombramientos directamente sobre el poder ejecutivo. Esto llevó a diversos analistas a cuestionar la independencia del banco central.

Finalmente, con relación al tercer punto, como ya se mencionó, a los recientes acontecimientos en Turquía también han contribuido factores geopolíticos. En particular, destacan los efectos transfronterizos de la guerra civil en Siria y el anuncio por parte de Estados Unidos sobre la aplicación de medidas arancelarias a importaciones provenientes de Turquía, ante el escalamiento en los desacuerdos diplomáticos entre ambos países.

En conclusión, la rápida pérdida de confianza observada por parte de los inversionistas en los activos financieros de Turquía se atribuye principalmente al deterioro en sus desbalances macroeconómicos y financieros, a la elevada incertidumbre sobre el rumbo y eficacia de las políticas macroeconómicas, y a tensiones geopolíticas. Si bien la volatilidad financiera en Turquía se exacerbó en los últimos meses, afectando a otras economías emergentes y detonando un nuevo episodio de volatilidad en los mercados financieros internacionales, los efectos globales han sido hasta ahora limitados. Sin embargo, existe el riesgo latente de que estos se magnifiquen y contagien a otras economías con fundamentos macroeconómicos percibidos como débiles y tengan un efecto negativo sobre los bancos extranjeros que tienen una mayor exposición a los activos de Turquía.

⁴ El 17 de agosto, Moody's y Standard & Poor's redujeron la calificación crediticia de Turquía de Ba2 a Ba3 y de BB- a B+, respectivamente. Por su parte, el 13 de julio, Fitch había disminuido su calificación de BB+ a BB. Desde finales de 2016 Turquía había perdido su calificación de grado de inversión.

⁵ Ver "Rating Action: Moody's downgrades Turkey's ratings to Ba3 and assigns negative Outlook", Moody's 17 de agosto de 2018.

Durante el periodo que cubre este Informe, los riesgos para la economía mundial han aumentado tanto para el corto como para el mediano plazo.

En particular, entre los riesgos para el panorama global, destacan:

- i. Un cambio en el modelo de integración económico y comercial, lo que se ha visto reflejado en el entorno de disputas comerciales y, en particular, en la imposición de aranceles, así como en la intensificación de estas medidas entre Estados Unidos y China. Esto pudiera tener un impacto directo en la actividad económica y en la inflación de las economías involucradas y, en menor medida, en las de otros países. Un mayor

escalamiento en las políticas proteccionistas podría tener un efecto adicional sobre las perspectivas de crecimiento: por el lado de la demanda, al deteriorarse la confianza de los agentes económicos o de las condiciones financieras, afectando con ello la inversión y el consumo. Por el lado de la oferta, al disminuir la eficiencia en la asignación de recursos a nivel global como consecuencia de sus efectos sobre la formación de cadenas globales de valor, así como al reducir la productividad, si es que este entorno se ve acompañado por menores flujos de inversión extranjera directa y, con ello, se reduce la difusión de nuevas tecnologías.

- ii. Una desaceleración de la economía de China mayor a la anticipada, que pudiera afectar a otras economías, principalmente de la región asiática. Esta podría darse, entre otras razones, por las disrupciones que podría generar un ajuste repentino y brusco en el sistema financiero de ese país, o bien a consecuencia de la implementación de nuevas medidas proteccionistas a dicha economía por parte de Estados Unidos.

Adicionalmente, existen otros riesgos que pudieran generar un apretamiento de las condiciones financieras globales, lo que podría limitar aún más las fuentes de financiamiento para las economías emergentes. Entre estos sobresalen:

- i. En un contexto de reducida holgura en Estados Unidos, un incremento en la inflación mayor a lo anticipado podría conducir a un ajuste de la política monetaria más rápido de lo actualmente previsto, lo que se reflejaría en un mayor apretamiento en las condiciones financieras internacionales. Lo anterior afectaría tanto a los mercados de deuda soberana, como a las hojas de balance de algunos intermediarios financieros.
- ii. Un deterioro adicional de las condiciones macroeconómicas de algunas economías emergentes, en particular en aquellas con altos niveles de endeudamiento, público o privado, y desequilibrios macroeconómicos.
- iii. Un escalamiento de conflictos geopolíticos, lo que pudiera afectar las perspectivas de algunas economías a través de la confianza de los agentes económicos, lo que a su vez podría tener repercusiones en los mercados financieros, en el consumo y en la inversión. En particular, destaca la preocupación sobre las relaciones de algunas de las principales economías con Irán y Corea del Norte, así como entre los miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP).

Finalmente, en un entorno en el que se prevé que la economía global continúe expandiéndose, uno de los principales riesgos sigue siendo el que, con una actitud complaciente o con acciones que minen los fundamentales de sus economías, las autoridades de

las principales economías no lleven a cabo las acciones necesarias para promover un crecimiento sostenido y garantizar la estabilidad de los mercados financieros internacionales.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

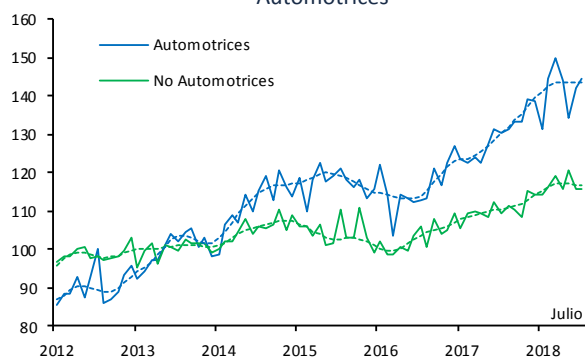
2.2.1. Actividad Económica

En el segundo trimestre de 2018, la actividad económica presentó una contracción, derivada de retrocesos en las actividades primarias y secundarias, así como de una pérdida de dinamismo de los servicios. Este comportamiento contrasta con la reactivación observada en los dos trimestres previos y fue resultado, en parte, de la reversión del dinamismo que había mostrado la inversión a finales de 2017 y principios de 2018, especialmente el rubro de gasto en construcción, así como de un debilitamiento de las exportaciones. En contraste, el consumo privado mantuvo una trayectoria positiva.

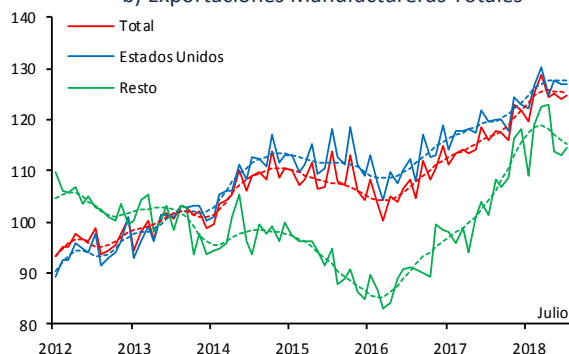
Profundizando en el comportamiento de la demanda externa, en el periodo abril – junio de 2018 las exportaciones manufactureras exhibieron cierta desaceleración con relación al trimestre previo. Esto como resultado de la contracción que en el trimestre en su conjunto registraron las exportaciones automotrices, toda vez que en ese periodo las no automotrices mantuvieron una trayectoria creciente (Gráfica 18a). Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos siguieron expandiéndose, si bien a un menor ritmo, al tiempo que las canalizadas al resto del mundo presentaron un incipiente cambio de tendencia negativo (Gráfica 18b). Por su parte, en el trimestre de referencia las exportaciones petroleras tuvieron una reducción y continuaron ubicándose en niveles bajos. Dicha caída se originó de una menor plataforma de crudo de exportación, toda vez que el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo exportado aumentó con relación al nivel del trimestre previo (Gráfica 18c).

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

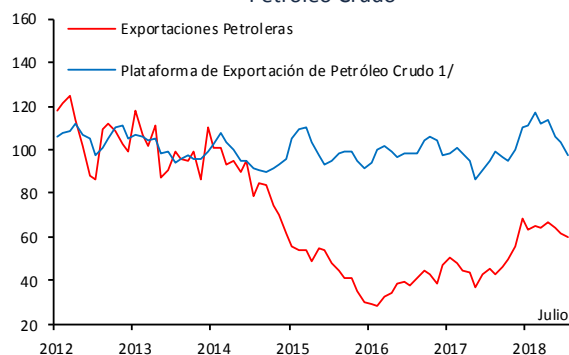
a) Exportaciones Manufactureras Automotrices y No Automotrices



b) Exportaciones Manufactureras Totales



c) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

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

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

En cuanto a la evolución de la demanda interna, en el periodo abril – mayo de 2018 el consumo privado siguió mostrando una tendencia positiva, la cual se considera se mantuvo en junio. A su interior, el consumo de bienes y servicios de origen nacional continuó exhibiendo una trayectoria creciente, en

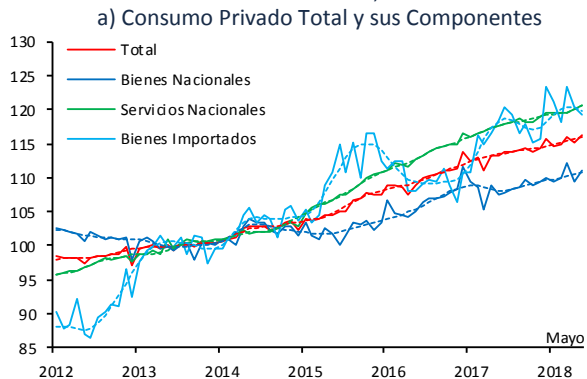
tanto que el consumo de bienes importados registró cierta desaceleración, en congruencia con un tipo de cambio real en promedio más depreciado (Gráfica 19a).

i. Respecto de los determinantes del consumo privado, en el segundo trimestre de 2018 la masa salarial real siguió recuperándose, después de haberse deteriorado durante la mayor parte de 2017. Este comportamiento reflejó tanto el continuo crecimiento de la población ocupada remunerada, como la mejoría que presentaron las remuneraciones medias reales en el periodo de referencia (Gráfica 20a). Asimismo, los ingresos por remesas presentaron un elevado dinamismo, destacando el importante incremento que mostraron en junio (Gráfica 20b). Por su parte, la confianza de los consumidores siguió creciendo en el periodo que se reporta y, además, exhibió una importante expansión en julio, que la llevó a su nivel más alto en los últimos 10 años (Gráfica 20c). Finalmente, si bien el crédito al consumo registró una desaceleración con respecto al trimestre previo, este continuó presentando una trayectoria positiva (Sección 2.2.3).

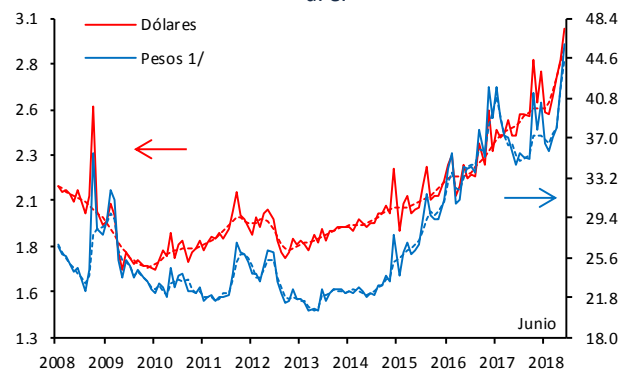
ii. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, como los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, continuaron mostrando un importante dinamismo, lo que sugiere que el consumo siguió avanzando en junio. En contraste, las ventas de vehículos ligeros siguieron exhibiendo un débil desempeño durante el segundo trimestre de 2018, luego del elevado crecimiento que registraron entre 2014 y 2016, en un contexto en el que se ha observado una menor colocación de crédito automotriz, si bien esta cartera se ubica en niveles históricamente altos (Gráfica 19b).

En relación con el consumo público, se estima que este haya continuado avanzando en el segundo trimestre del año. No obstante, es posible que, ante las metas fiscales establecidas, el cambio de administración próximo y los retos de implementación de la agenda de política pública, esta tendencia podría revertirse en lo que resta del año en curso y presentar una mayor incertidumbre el año entrante.

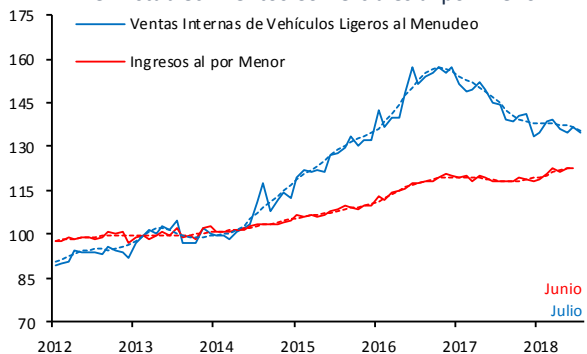
Gráfica 19
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



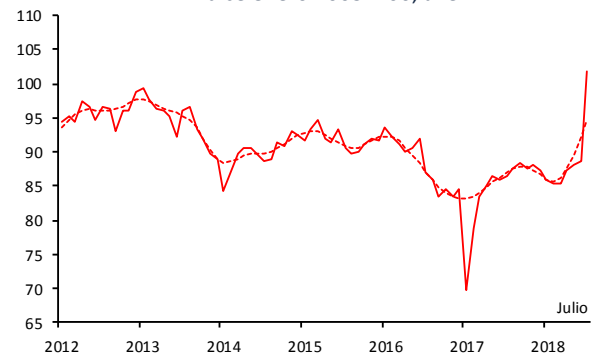
b) Remesas
Miles de millones de dólares y de pesos constantes, a. e.



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



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



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

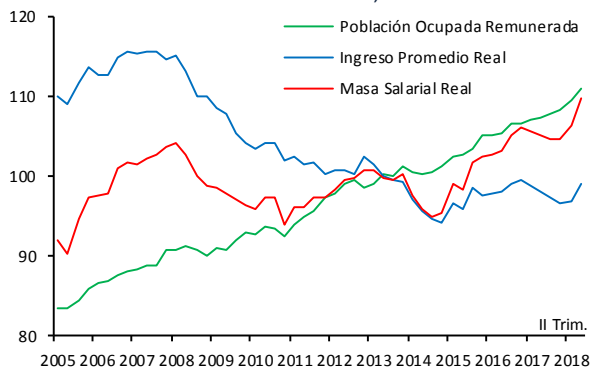
Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales (SCNM), INEGI. b) Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA) y de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI.

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

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

Fuente: 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.

Gráfica 20
Determinantes del Consumo
a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.



En cuanto al comportamiento de la inversión, en el periodo abril – mayo de 2018 este componente de la demanda agregada registró una pérdida de dinamismo respecto de la incipiente recuperación exhibida a finales de 2017 y principios de 2018. Esta evolución se explicó tanto por el desvanecimiento del repunte que la construcción había presentado en ese periodo, como por un incipiente cambio de tendencia negativo en el gasto en maquinaria y equipo, principalmente en su componente importado, en congruencia con un tipo de cambio real promedio más depreciado (Gráfica 21a). Si bien desde el Informe anterior se previó que la recuperación que este agregado mostró en los meses anteriores pudiera ser transitoria –toda vez que persistían diversos elementos de incertidumbre en torno a la economía mexicana y que el repunte del componente de construcción estaba asociado al gasto vinculado

con los esfuerzos de reconstrucción—, la desaceleración parecería haber sido más rápida a lo anticipado.

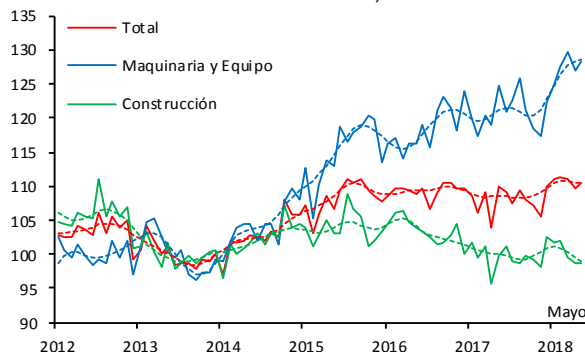
i. Al interior del gasto en construcción, el componente residencial exhibió una reversión con relación a la recuperación observada a finales de 2017 e inicios de 2018, como consecuencia, en parte, del desvanecimiento de los efectos de las actividades de reconstrucción posteriores a los sismos de septiembre. Asimismo, la construcción no residencial continuó registrando un débil desempeño y se mantuvo en niveles particularmente bajos (Gráfica 21b). Por sector contratante, la construcción privada sin vivienda siguió presentando cierto estancamiento, mientras que la de vivienda mostró un incipiente cambio de tendencia desfavorable. Por su parte, la obra contratada por el sector público se desaceleró y revirtió la mejoría que se había observado desde mediados de 2017 del impulso que recibió de ciertas obras públicas y posteriormente de la reconstrucción de edificios e infraestructura públicos dañados por los sismos de septiembre (Gráfica 21c).

ii. En cuanto al rubro de maquinaria y equipo, en el periodo abril – mayo de 2018 el componente nacional continuó exhibiendo una trayectoria positiva, al tiempo que el gasto de inversión de origen importado registró un incipiente cambio de tendencia a la baja. La evolución de este último rubro fue reflejo de disminuciones generalizadas entre sectores de actividad, con excepción del sector de generación de electricidad, cuyas importaciones de capital mantuvieron una trayectoria creciente.

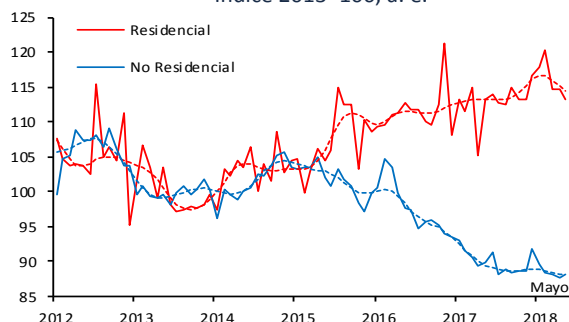
Cabe señalar que el estancamiento que la inversión ha mostrado desde mediados de 2015 se ha convertido en un riesgo para el crecimiento de mediano y largo plazo del país. Esta atonía ha respondido al complejo entorno interno y externo que el país ha venido enfrentado. Hacia adelante, es necesario que se observe una reactivación de la inversión que conduzca a un mayor acervo de capital

y contribuya a un círculo virtuoso entre productividad e inversión (ver Recuadro 2).

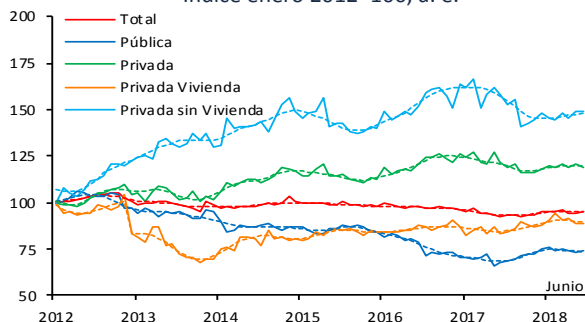
Gráfica 21
Indicadores de Inversión
a) Inversión y sus Componentes
Índice 2013=100, a. e.



b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial
Índice 2013=100, a. e.



c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índice enero 2012=100, a. e.



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

Fuente: 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 el total.

Recuadro 2. Análisis de los Determinantes de la Inversión

1. Introducción

Desde la segunda mitad de 2015, la inversión en México ha mostrado un estancamiento, afectada en parte por el contexto de elevada incertidumbre que la economía mexicana ha estado enfrentando desde entonces. En efecto, diversos factores han generado un ambiente de alta incertidumbre que podría haber incidido negativamente sobre el comportamiento de la inversión privada. Destacan el proceso electoral en Estados Unidos y la retórica expuesta alrededor de México; posteriormente la renegociación del TLCAN; y, más recientemente, el proceso electoral en nuestro país y las mayores tensiones en torno al comercio y la adopción de medidas proteccionistas a escala global. Todo ello pudo haber conducido a que los inversionistas adoptaran una posición de espera y cautela en tanto no se resolviera la incertidumbre relacionada con estos eventos. Por su parte, el programa de ajuste fiscal que inició en 2016 y el cual recayó en buena medida sobre el gasto en inversión pública también ha influido negativamente sobre la formación bruta de capital fijo. En este contexto, el presente recuadro analiza la evolución de la inversión, tanto privada, como pública, con base en algunos de sus determinantes.

2. Inversión Privada

La inversión privada ha mostrado un bajo dinamismo desde mediados de 2015. El Cuadro 1 muestra las tasas de variación de los diferentes componentes de la inversión privada para dos periodos, uno que va del segundo semestre de 2013 al primer semestre de 2015 y otro que comprende del segundo semestre de 2015 al primer trimestre de 2018. En esta comparación, se observa que la atonía de la inversión privada que inició a mediados de 2015 se dio de manera generalizada entre los distintos rubros que la componen, si bien la debilidad en la construcción no residencial y en el equipo de transporte ha sido especialmente notoria.

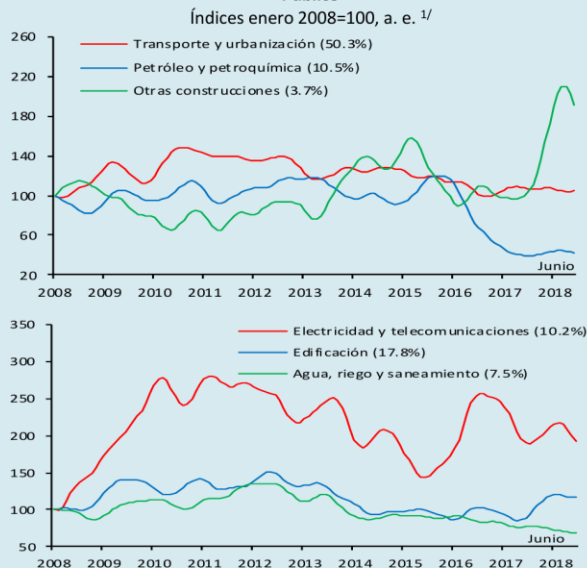
	Variación % anualizada, a.e. *		Contribución al Crecimiento de la Inversión Total	
	II Sem. 2013- I Sem. 2015	II Sem. 2015- I Trim. 2018	II Sem. 2013- I Sem. 2015	II Sem. 2015- I Trim. 2018
Inversión en Construcción Privada 1/				
Residencial	4.6	2.7	2.8	1.6
No Residencial	12.0	-9.4	4.7	-4.0
Inversión en Maquinaria y Equipo				
Total	8.9	3.6	8.9	3.6
Nacional	9.2	1.6	3.7	0.6
Equipo de Transporte	11.5	-1.2	2.6	-0.3
Resto	6.1	6.1	1.1	1.0
Importada	8.5	4.1	5.1	2.5
Equipo de Transporte	11.1	6.9	0.9	0.6
Resto	8.5	3.7	4.3	2.0

a. e. / Elaborado con series ajustadas por estacionalidad.
 * Se refiere a la tasa de variación promedio anualizada para el periodo que se indica.
 1/ Se asume que toda la inversión en construcción residencial es privada.
 Fuente: Desestacionalización de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, SCNM, (INEGI).

3. Inversión Pública

La debilidad de la inversión pública precede a la atonía de la privada, mostrando una trayectoria descendente desde 2010. No obstante, su comportamiento en años recientes puede asociarse, en gran parte, al programa de ajuste fiscal adoptado a inicios de 2016. En particular, con datos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), la inversión física pasó de representar 4.7% del PIB en 2014 a 2.6% del PIB en 2017. Destaca además que el 60% del recorte al gasto se explica por la disminución de la inversión de Pemex, si bien también contribuyeron al ajuste al gasto la menor inversión de la CFE; la disminución en obras públicas, tales como en abastecimiento de agua potable y alcantarillado, y la relacionada con comunicaciones y transportes. Por su parte, la inversión del sector salud se mantuvo constante en términos del PIB en el mismo periodo. Cabe señalar que a junio de 2018, la trayectoria descendente de los tres años previos se detuvo, con lo que la inversión al primer semestre del año incluso se ubicó cerca del 2.8% del PIB.

Gráfica 1
Valor de la Producción en Construcción: Obra Contratada por el Sector Público



1/ Series de tendencia estimadas por Banco de México. Las cifras entre paréntesis indican la participación de cada tipo de obra en el valor de la producción de obra contratada por el Sector Público en 2017.
 Fuente: Encuesta Nacional de Empresas Constructoras, ENEC, INEGI.

La información provista por la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC) que levanta el INEGI confirma que el rubro que más se ha visto afectado por la debilidad de la inversión pública desde 2016 ha sido el relacionado con el petróleo y petroquímica (Gráfica 1).¹ Por su parte, la obra contratada por el sector público para inversión en transporte y urbanización, así como para agua, riego y saneamiento, ha

instalación de aire acondicionado), así como montaje de estructuras, nivelación de terreno, trabajos de albañilería y acabados, y obras y trabajos auxiliares.

¹ El tipo de obra "Otras Construcciones" incluye las Instalaciones en edificaciones (instalaciones eléctricas en construcciones, instalaciones hidrosanitarias y de gas,

mostrado una tendencia negativa cuando menos desde 2014. Finalmente, los rubros de edificación y de otras construcciones contratadas por el sector público han exhibido una mayor volatilidad, destacando el reciente impulso que recibieron por los esfuerzos de reconstrucción tras los sismos de septiembre de 2017, así como por los proyectos de construcción del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (NAICM) y del Tren Interurbano México-Toluca.

4. Inversión y Productividad

La atonía de la inversión no solo ha tenido consecuencias sobre el crecimiento observado, sino que también podría incidir de manera adversa sobre la capacidad de crecimiento futuro. De manera directa, la inversión conduce a una mayor acumulación de capital, el cual es necesario para incrementar la capacidad productiva. De manera indirecta, la inversión influye sobre el comportamiento de otros determinantes del crecimiento económico, particularmente la productividad. En efecto, existen diversos canales a través de los cuales la inversión y la productividad podrían retroalimentarse entre sí. Por ejemplo, la denominada hipótesis del “cambio tecnológico incorporado” sostiene que una parte relevante de los avances tecnológicos se puede explicar por mejoras en la calidad del capital, de modo que aumentos importantes de la productividad total de los factores (PTF) –la cual mide la eficiencia en el uso de los factores productivos en su conjunto– requieren de una elevada inversión.² Además, la adopción de nueva maquinaria y equipo exige que los trabajadores y gerentes de una empresa adquieran las habilidades necesarias para manejarla y permite que se adopten mejores prácticas de negocios, lo que, de nuevo, afecta positivamente la PTF.³ En sentido inverso, una mayor PTF conduce a que el capital sea más productivo y, por tanto, al aumentar los retornos al capital, incentiva la inversión.

Gráfica 2
Variaciones Anuales de la Inversión* y de la PTF entre 1991 y 2016
Por ciento

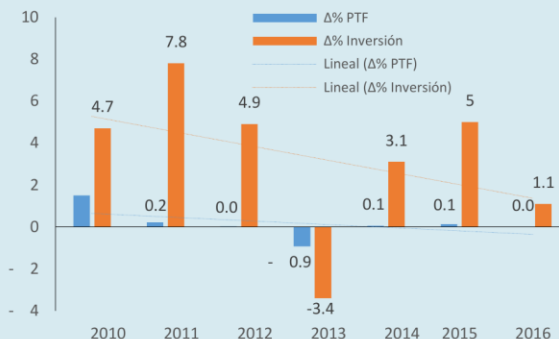


* Se refiere a la formación bruta de capital fijo.
Fuente: Banco de México e INEGI

² Véase Reserva Federal de San Francisco, Economic Letter: 2002-05 | Marzo 1, 2002.
³ Véase Greenwood, Jeremy, Zvi Hercowitz, y Per Krusell. 1997. “Long-Run Implications of Investment-Specific Technological Change.” *American Economic Review* 87(3) (June), pp. 342-362.
⁴ Desde un punto de vista teórico, el efecto de la inversión pública sobre la privada es ambiguo. En la medida que la inversión pública contribuya a una mayor y mejor infraestructura, su efecto sobre la inversión privada será complementario. Sin embargo, también es posible que la inversión pública desplace a la privada (efecto crowding out).

Para el caso de México, los datos de productividad e inversión disponibles sugieren que, en efecto, existe cierta relación positiva entre ambas variables (Gráfica 2). Además, la Gráfica 3 muestra que el menor ritmo de crecimiento de la inversión de los últimos años se ha dado en un contexto en el que la PTF ha permanecido estancada.

Gráfica 3
Variación Anual de la Inversión* y de la PTF
Por ciento



* Se refiere a la formación bruta de capital fijo.
Fuente: Banco de México e INEGI.

Con el fin entender más formalmente la interrelación entre la inversión y la PTF, se estimó un Modelo Vectorial de Corrección de Error (VEC) que permite calcular la contribución de distintos factores a la dinámica de estas variables. En particular, para explicar el componente privado de la inversión y la PTF, en el modelo se consideraron los siguientes determinantes: i) el Producto Interno Bruto (PIB); ii) la inversión pública, la cual por una parte podría afectar positivamente a la inversión privada al generar proyectos de infraestructura que la complementen, si bien, por el contrario, podría afectarla negativamente al absorber recursos financieros que dejan de estar disponibles para la iniciativa privada;⁴ iii) el costo de capital, el cual se aproxima por la tasa de interés de corto plazo real ex ante, si bien es necesario reconocer que este costo y, por tanto, las decisiones de inversión dependen del perfil de toda la curva de rendimientos;⁵ y iv) la incertidumbre en torno a temas comerciales, medida a través del Índice de Incertidumbre sobre la Política Comercial (IIPC). El IIPC ha mostrado niveles elevados desde finales de 2016 luego del desenlace de las elecciones en Estados Unidos y del anuncio de la renegociación del TLCAN. El modelo se estimó con cifras trimestrales de 2004 a 2018.⁶

⁵ Si bien mayores tasas de interés pueden, en general, afectar negativamente la inversión, un apretamiento necesario, oportuno y creíble de la postura monetaria, podría verse reflejado en un aplanamiento de la curva de rendimientos, incrementando las tasas de corto plazo y conteniendo un posible incremento en las de mayor plazo. En este contexto, un aplanamiento de la curva de rendimientos tiende a beneficiar a proyectos de inversión que requieren de un financiamiento de mayor plazo.
⁶ Se utiliza una actualización del índice de incertidumbre de la política comercial que se reportó en el Cuadro 2 del Informe Trimestral Julio – Septiembre 2017.

Respecto a los determinantes de largo plazo, las pruebas de cointegración sugieren que la tendencia de largo plazo de la inversión privada está representada por la siguiente ecuación:⁷

$$IPr_t = 1.77 Y_t + 1.01 PTF_t$$

(0.16) (0.58)

Donde:

IPr = Formación bruta de capital fijo del sector privado a precios de 2013;

Y = PIB real de México a precios de 2013;

PTF = Productividad total de los factores.⁸

Por su parte, la especificación para la dinámica de corto plazo se muestra a continuación:⁹

$$\Delta IPr_t = -0.003 - 0.31EC_{t-1} + 0.15\Delta IPr_{t-2} + 0.18\Delta IPr_{t-4} + 1.51\Delta Y_t - 0.19\Delta IPU_t - 0.09\Delta IPU_{t-2} - 0.03\Delta TPU_t - 0.98\Delta R_{t-1}$$

(0.00) (0.09) (0.07) (0.10) (0.21) (0.03) (0.03) (0.01) (0.64)

$$\Delta PTF_t = -0.002 + 0.05\Delta IPr_{t-1} + 0.09\Delta Y_t + 0.08\Delta Y_{t-3}$$

(0.00) (0.03) (0.04) (0.04)

Donde:

EC = Término de corrección del error;

TPU = Índice de incertidumbre sobre la política comercial;

R = Tasa de interés real ex-ante de corto plazo, calculada como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Expectativas de Banco de México;

IPu = Inversión pública en cuentas nacionales a precios de 2013;

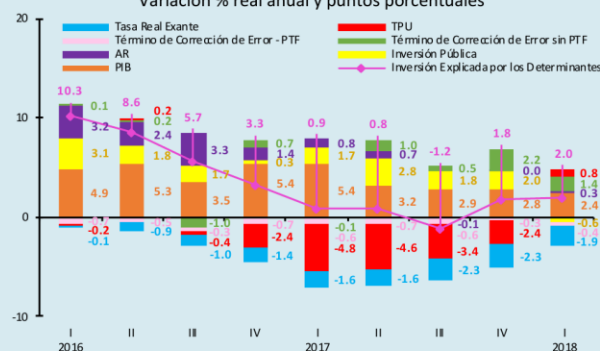
Δ Operador de diferencia.

Los resultados de este ejercicio indican que en el largo plazo la inversión privada está relacionada de manera positiva con el PIB y con la PTF. En el corto plazo, la estimación sugiere que la inversión privada responde positivamente al crecimiento del PIB y negativamente a mayores costos de capital, a mayor incertidumbre sobre política comercial y a una mayor inversión pública. A su vez, se encuentra que las fluctuaciones

transitorias de la PTF responden de manera positiva tanto a aumentos de la inversión privada, como del PIB. Es decir, en el corto plazo, una mayor inversión también se asocia a un mayor crecimiento de la PTF, lo que, a su vez, incentiva el crecimiento de la inversión. Destaca tanto la ausencia de la inversión pública en la relación de largo plazo como su impacto negativo sobre la inversión privada en la dinámica de corto plazo. Ello podría estar reflejando tanto un efecto de desplazamiento (*crowding out*), como la posibilidad de que la inversión pública no haya estado suficientemente orientada a proyectos que complementen el retorno de la inversión privada. Lo anterior podría revertirse en la medida en que se eleven los bajos niveles de inversión pública y se alcance una mejor composición de la misma.

La Gráfica 4 muestra las contribuciones de los determinantes considerados para la inversión privada. Destaca que la PTF, al presentar un notorio estancamiento, no ha contribuido al crecimiento de la inversión privada en el periodo considerado. Asimismo, a finales de 2016 y durante la mayor parte de 2017, la incertidumbre sobre política comercial, en especial en lo relacionado con el futuro del TLCAN, tuvo un marcado efecto negativo sobre el desempeño de la inversión privada. Por su parte, en los últimos trimestres el mayor costo de capital parecería haber tenido cierto efecto negativo de corto plazo sobre la acumulación de capital. En contraste, se estima que el crecimiento que ha presentado el PIB, así como el desempeño de la inversión del sector público, han sido factores que han contribuido positivamente a la evolución de la inversión privada.

Gráfica 4
Inversión Privada y Contribución de sus Determinantes a su Crecimiento
Variación % real anual y puntos porcentuales



Fuente: Banco de México con base en INEGI.

⁷ La relación de cointegración entre las variables es significativa a niveles convencionales de significancia según la prueba de la traza de Johansen. Se reportan entre paréntesis los errores estándar de los coeficientes. Las ecuaciones que describe la dinámica de corto plazo satisfacen a niveles convencionales de significancia pruebas de especificación y diagnóstico generalmente aplicadas. Todas las variables se expresan en logaritmos, excepto la tasa real que se utiliza en por ciento.

⁸ El INEGI mide la productividad total de factores (PTF) con frecuencia anual, de acuerdo con el proyecto KLEMS. Dado que la estimación econométrica tiene frecuencia trimestral, se transformó la frecuencia de esta medida de productividad. Para ello, se estimó una función de producción tipo Cobb-Douglas, la cual se modela en función de los acervos de capital y el trabajo para determinar

la PTF como un residual. Este residual (de Solow) refleja el patrón trimestral de la serie. Así, la serie utilizada de PTF es la combinación de la información anual del INEGI (KLEMS) con el patrón trimestral del residual de Solow (función de producción). De esta manera, el crecimiento anual de la PTF para un año determinado es el mismo entre la serie anual del INEGI (KLEMS) y el resultante para la serie trimestral construida de la manera antes descrita.

⁹ Respecto a la especificación de corto plazo únicamente se reportan las referentes a la inversión privada y la TFP. Si bien el sistema se completa con una ecuación para el PIB, esto no se reporta debido a que no es parte del objeto de análisis de este recuadro. Al sistema completo se le aplicó la metodología "general a específico", iniciando con una estructura rica en rezagos para luego descartar aquellos que no sean significativos.

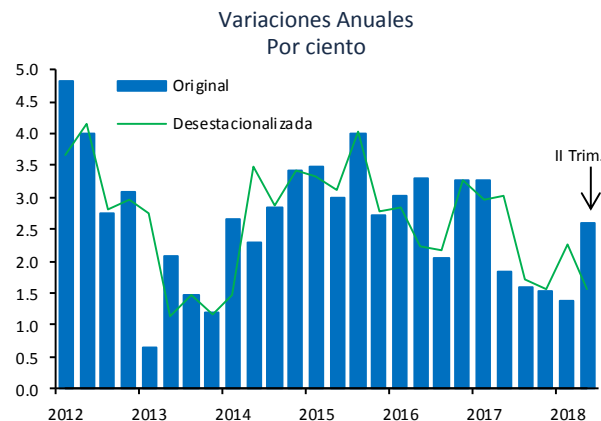
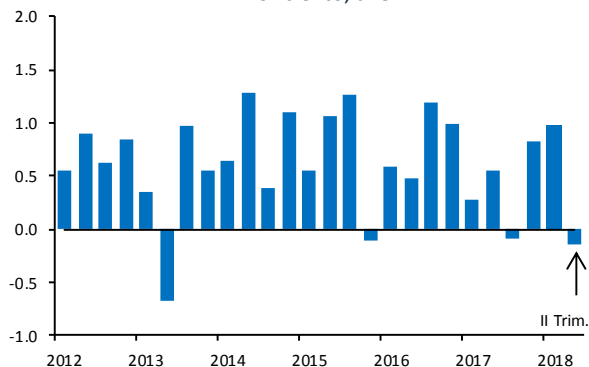
5. Consideraciones Finales

En años recientes, la inversión en México, tanto en su componente privado, como en el público, ha mostrado una prolongada atonía, en tanto que se ha observado un alto dinamismo del consumo. Desde una perspectiva de largo plazo, esta composición del crecimiento no es sostenible, toda vez que un mayor consumo por parte de los hogares requiere del capital y del crecimiento de la productividad necesarios para satisfacerlo. Además, un bajo nivel de inversión privada no solo afecta negativamente la acumulación de capital y la creación de nuevos proyectos productivos, sino que también resta impulso a otros determinantes del crecimiento, como la productividad. En efecto, el análisis de la dinámica de la inversión privada y la productividad en México presentado en este Recuadro corrobora la relación entre estos dos factores. En este sentido, una reactivación de la inversión no únicamente apoyaría la expansión cíclica de la economía, sino que también permitiría alcanzar un mayor crecimiento

potencial en el mediano y largo plazos mediante una mayor acumulación de capital y una mayor productividad, recordando que, en última instancia, la única forma de lograr un mayor nivel de ingresos y de las remuneraciones de manera sostenible es a través de una economía más eficiente y productiva. En este contexto, una resolución favorable sobre los distintos elementos de incertidumbre que han afectado a la inversión en el país podría llegar a impulsar la inversión en el corto y mediano plazos. Además, para que prevalezca un entorno propicio para la inversión, es imperativo que se adopten las medidas necesarias para propiciar condiciones que incentiven una mayor inversión, lo cual implica que debe continuar robusteciéndose el marco macroeconómico y seguir avanzando en el esfuerzo de modernización del funcionamiento microeconómico del país. Asimismo, es fundamental continuar fortaleciendo el estado de derecho, de manera que la corrupción y la inseguridad no se erijan como obstáculos para una mayor inversión.

El comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, en el segundo trimestre de 2018, reflejó la debilidad que mostraron los tres grandes sectores de actividad. En efecto, en el periodo que se reporta el PIB presentó una contracción trimestral desestacionalizada de 0.15% (crecimiento anual de 2.6% con datos originales y de 1.6% con datos ajustados por estacionalidad), luego de las alzas de 0.82 y 0.98% registradas en el cuarto trimestre de 2017 y el primero de 2018, respectivamente (Gráfica 22).²

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



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

En particular, en el periodo de referencia la actividad industrial volvió a exhibir atonía, luego del repunte observado a finales de 2017 e inicios de 2018, mientras que las actividades terciarias registraron una desaceleración con respecto al dinamismo reportado en los trimestres previos. Por su parte, las actividades primarias presentaron una contracción en el periodo de referencia (Gráficas 23 y 24a). En específico:

- i. Al interior de la actividad industrial, la tendencia negativa de la construcción durante el segundo trimestre fue resultado de reducciones en los rubros de obras de ingeniería civil y de trabajos

² La tasa de crecimiento anual del PIB en el segundo trimestre de 2018 con series originales resultó mayor que la calculada con cifras ajustadas

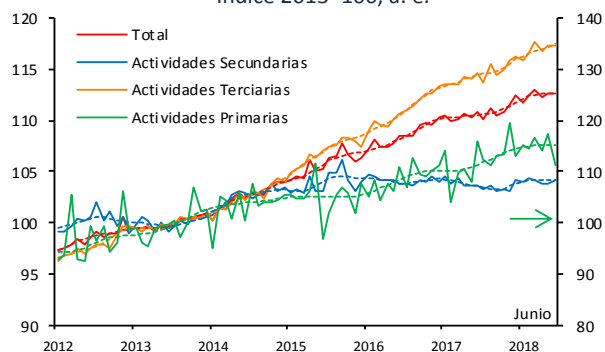
por estacionalidad debido a que la Semana Santa en 2018 se celebró en marzo, mientras que en 2017 esta tuvo lugar en abril.

de edificación. En cambio, los trabajos especializados continuaron exhibiendo una tendencia positiva, la cual se puede asociar, en buena medida, a algunas obras de infraestructura pública, particularmente las relacionadas con la construcción del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (Gráfica 24b).

- ii. Por su parte, la minería siguió registrando una tendencia negativa como reflejo, en gran medida, de la trayectoria decreciente de la extracción de petróleo y gas, derivado de la declinación de los principales pozos productores. A su vez, la minería de minerales, tanto metálicos, como no metálicos, presentó atonía, en tanto que los servicios relacionados con esta actividad mostraron una recuperación, como consecuencia de una mejoría en la perforación de pozos de desarrollo (Gráfica 24c y 24d).
- iii. En el trimestre abril – junio de 2018, las manufacturas registraron cierta recuperación respecto del débil desempeño que presentaron durante la mayor parte de 2017 e inicios de 2018. Dicho comportamiento se derivó de la mejoría que continuaron exhibiendo las manufacturas excluyendo el equipo de transporte, en comparación con los niveles observados a finales de 2017, toda vez que el subsector de equipo de transporte mostró cierta debilidad en relación con la reactivación que se presentó en los primeros meses de 2018. En particular, el comportamiento favorable del agregado de manufacturas sin equipo de transporte reflejó de manera importante la recuperación del subsector de fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón, asociada, a su vez, al gradual restablecimiento de operaciones de ciertas refinерías. Otros subsectores que contribuyeron positivamente fueron las industrias metálicas básicas y la fabricación de productos metálicos –en un contexto en el que diversos países, incluyendo México, han impuesto aranceles al acero y al aluminio–; así como la industria alimentaria –favorecida por el dinamismo del mercado interno– (Gráfica 24e).

- iv. En cuanto al comportamiento de los servicios, la pérdida de dinamismo que se observó en el trimestre reflejó, principalmente, retrocesos en los rubros de comercio al por menor y comercio al por mayor, toda vez que los servicios de información en medios masivos; servicios financieros y de seguros; servicios de apoyo a los negocios y manejo de desechos y servicios de remediación; servicios inmobiliarios y de alquiler de bienes muebles e intangibles; y actividades del gobierno mantuvieron un desempeño favorable (Gráfica 25).
- v. Por su parte, si bien el comportamiento de las actividades primarias suele estar sujeto a una alta volatilidad, la fuerte contracción que registraron en el periodo que se reporta contrasta con el dinamismo que se venía observando desde la segunda mitad de 2015. Dicho comportamiento parecería estar asociado, en parte, a que algunos estados del país se vieron afectados por altas temperaturas y cierta escasez de agua para riego; al hecho de que algunas cosechas se adelantaron en el trimestre previo; y, al menor crecimiento que ha exhibido la demanda externa por algunos productos agropecuarios originarios de México, tales como ciertos granos y aguacate.

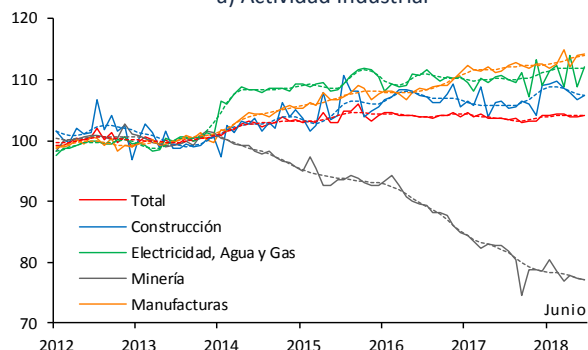
Gráfica 23
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2013=100, a. e.



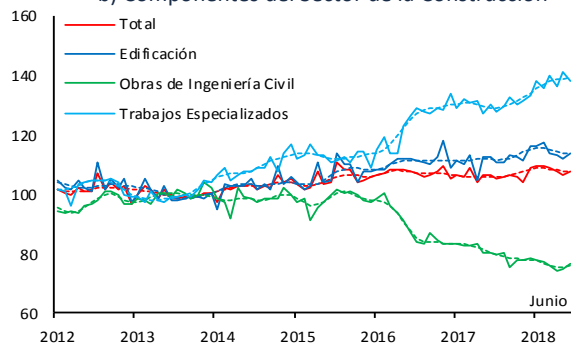
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

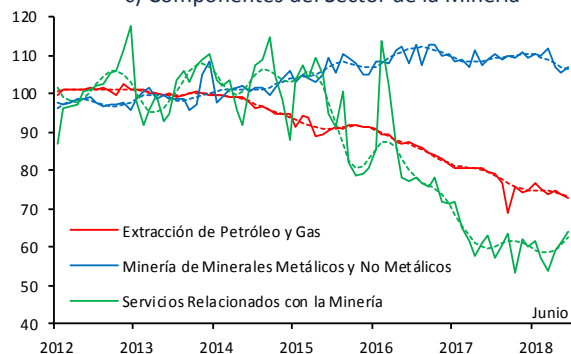
Gráfica 24
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.
a) Actividad Industrial



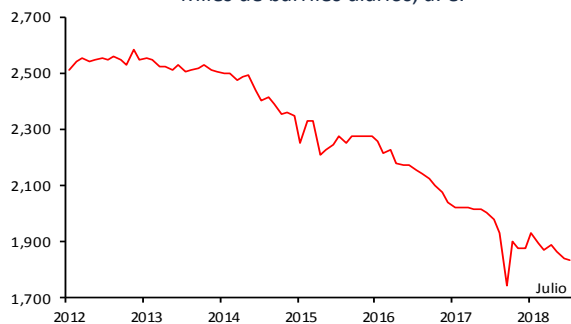
b) Componentes del Sector de la Construcción



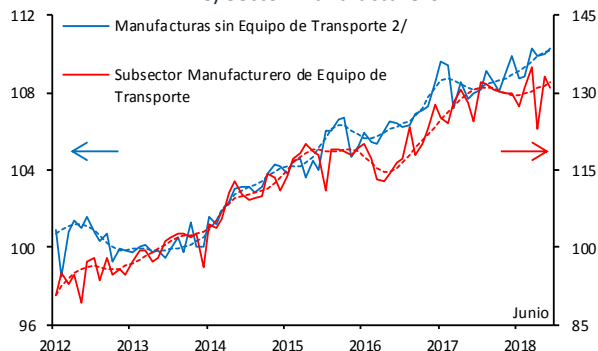
c) Componentes del Sector de la Minería



d) Plataforma de Producción Petrolera^{1/}
Miles de barriles diarios, a. e.



e) Sector Manufacturero



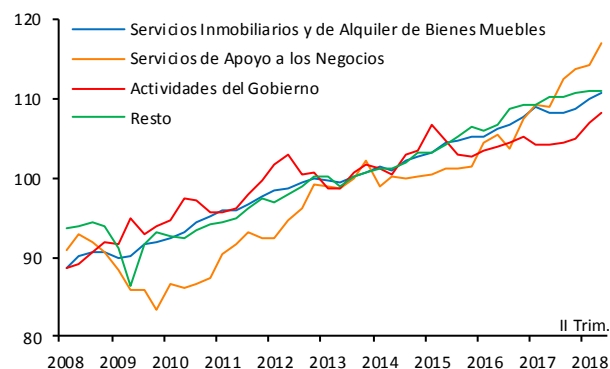
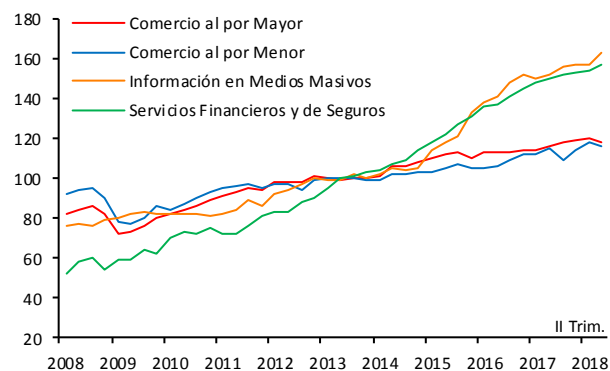
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de PEMEX.

2/ Elaboración y desestacionalización del Banco de México.

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

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



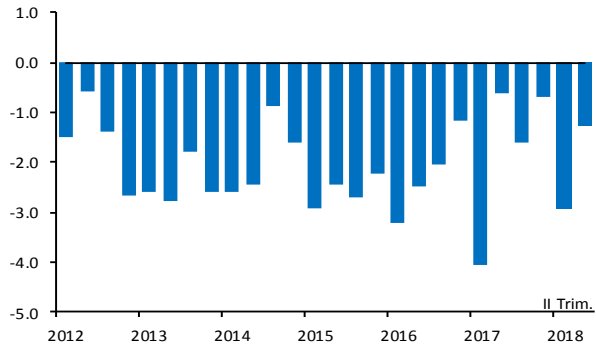
a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

Respecto de las cuentas externas del país, en el segundo trimestre de 2018 el déficit de la cuenta corriente se ubicó en 1.3% del PIB, cifra superior al 0.6% registrado en el mismo periodo de 2017 y menor que el 2.9% reportado para el primer trimestre del año en curso (Gráfica 26). El incremento anual del déficit reflejó, principalmente,

el aumento en el déficit de la balanza comercial de mercancías con relación al mismo trimestre del año pasado, el cual estuvo parcialmente compensado por un mayor superávit de la cuenta de remesas, derivado de ingresos que continuaron mostrando niveles históricamente altos. A su vez, el incremento del déficit de la balanza comercial de mercancías se explicó tanto por una ampliación del déficit de la balanza comercial petrolera, como por una reducción del superávit de la balanza comercial no petrolera —en congruencia con la desaceleración de las exportaciones manufactureras mexicanas, en un contexto en el que las tensiones comerciales a nivel global se han exacerbado—(Gráfica 26a).

c) Cuenta Corriente
Proporción del PIB

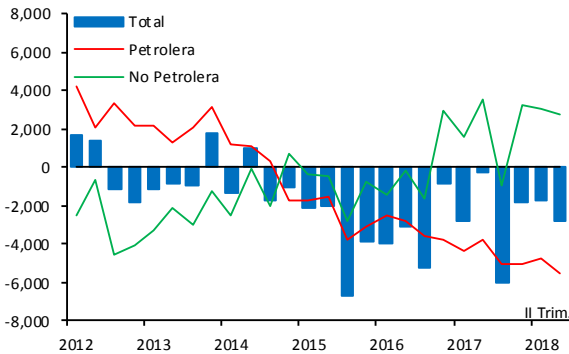


Fuente: a) SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional. b) y c) Banco de México.

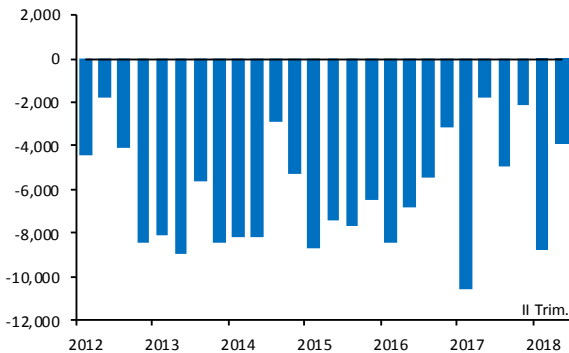
Gráfica 26

Balanza Comercial y Cuenta Corriente

a) Balanza Comercial
Millones de dólares



b) Cuenta Corriente
Millones de dólares

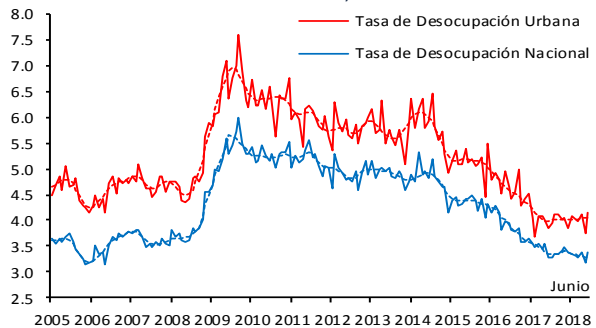


2.2.2. Mercado Laboral

En el segundo trimestre de 2018, tanto la tasa de desocupación urbana, como la nacional, siguieron ubicándose en niveles bajos. Ello, en un entorno en el que la población ocupada continuó creciendo y la tasa de participación laboral mantuvo una tendencia positiva (Gráfica 27). Además, la brecha de desempleo estimada con base en la tasa de desocupación nacional, así como la estimada a partir de una medida que también considera a los trabajadores asalariados informales, permanecieron en terreno negativo (Gráfica 28). Por su parte, la tasa de informalidad laboral se ubicó en niveles similares a los del trimestre previo, en tanto que la tasa de ocupación en el sector informal mostró un ligero repunte, en un contexto en el que, si bien el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS ha mantenido una tendencia creciente, se observó cierta moderación en su dinamismo.³

Gráfica 27

Indicadores del Mercado Laboral
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



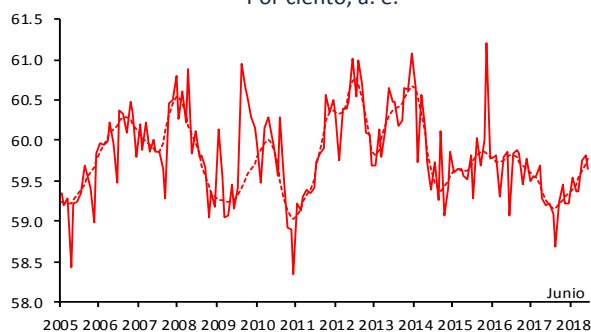
³ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral, se miden con base en los resultados de la

Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la cual comenzó a levantarse en 2005.

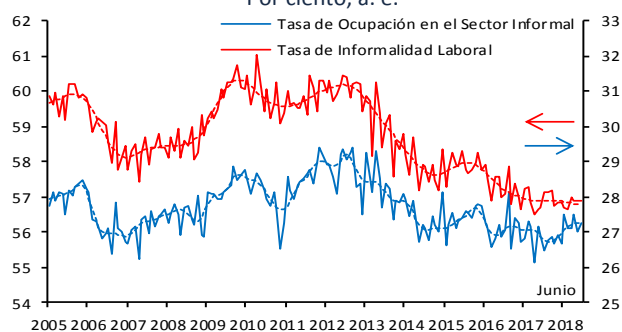
b) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



c) Tasa de Participación Laboral Nacional ^{2/}
Por ciento, a. e.



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.

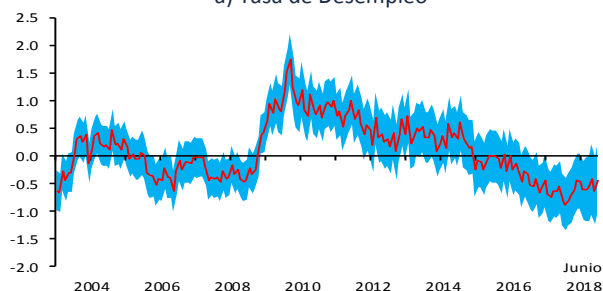
2/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

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.

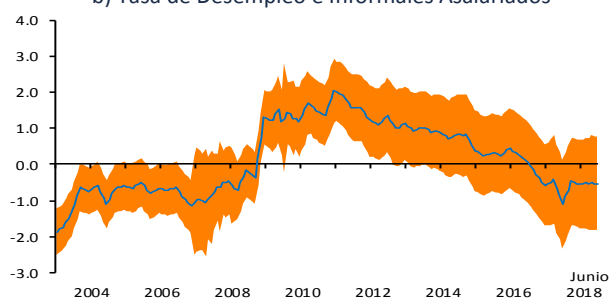
4/ Incluye a los trabajadores que, además de los que se emplean en el sector informal, laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

Fuente: 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 e 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 del INEGI (ENOE).

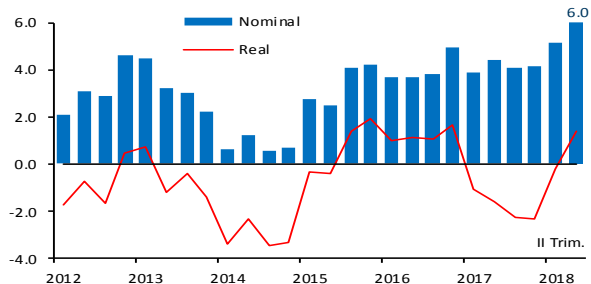
En el segundo trimestre del año en curso, los principales indicadores salariales mantuvieron una tendencia al alza. En particular, el salario promedio para la economía en su conjunto creció a una tasa anual de 6.0%, cifra superior al 5.1% registrado en el trimestre previo. A su vez, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó en términos anuales a una tasa de 5.7% en promedio, luego de un incremento de 5.5% en el periodo enero – marzo de 2018. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal para el periodo que se reporta fue de 5.3%, tasa mayor a la de 4.6% reportada en igual periodo de 2017 (Gráfica 29). Así, en general, las revisiones salariales, aunado al comportamiento de la inflación —tanto de la observada, como de la esperada para los próximos 12 meses— condujeron a avances en términos reales en las remuneraciones de los trabajadores.

Por su parte, en el segundo trimestre de 2018 los costos unitarios de la mano de obra en términos reales para la economía en su conjunto exhibieron un repunte, sobre todo como consecuencia del avance de las remuneraciones reales. De esta forma, en el periodo que se reporta se ubicaron por encima de su

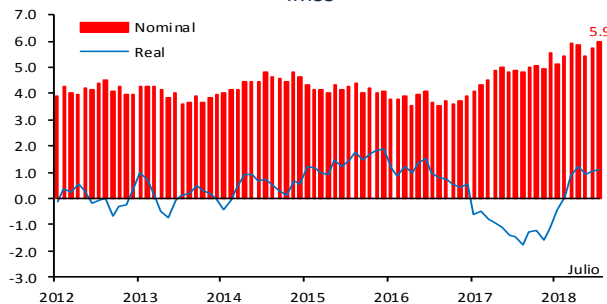
tendencia de largo plazo, la cual mantiene una trayectoria descendente. A su vez, en junio el costo unitario de la mano de obra en el sector manufacturero siguió exhibiendo una tendencia creciente (Gráfica 30). Estos resultados son congruentes con el grado de estrechez que parece estar presentando el mercado laboral.

Gráfica 29
Indicadores Salariales

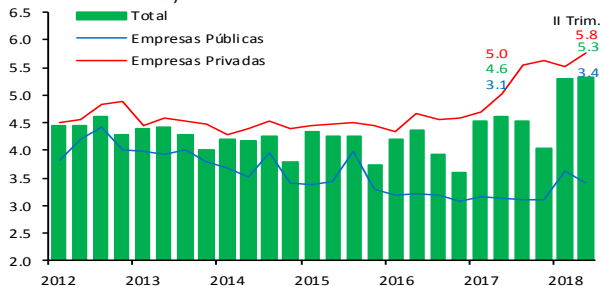
Variación anual en por ciento
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



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



c) Salario Contractual Nominal ^{3/}



1/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% 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 2018 se registraron en promedio 19.9 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.

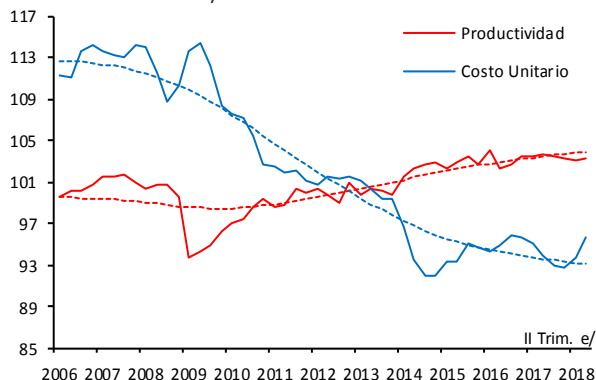
3/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.3 millones.

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

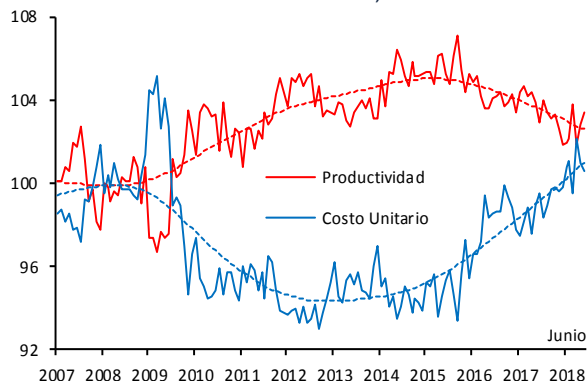
Gráfica 30
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

Índice 2013=100, a. e.

a) Total de la Economía ^{1/}



b) Manufacturas ^{1/}
Índice 2008=100, a. e.



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

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del segundo trimestre de 2018 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCN y de la ENOE del 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 del Sistema de Cuentas Nacionales de México. Series con Base 2013, INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía ⁴

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

En el segundo trimestre de 2018, las fuentes de recursos financieros de la economía siguieron expandiéndose a tasas relativamente bajas, aunque más elevadas que las registradas en 2017. En particular, su crecimiento real anual al segundo trimestre del año fue de 2.4%, cifra que se compara con el 1.0% observado al cierre del año previo. Como

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

⁴ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

se ha descrito en informes anteriores, el moderado ritmo de crecimiento de las fuentes de recursos financieros ha sido reflejo, en buena medida, de los distintos choques adversos que enfrentó la economía mexicana desde finales de 2014, inicialmente por la disminución de los términos de intercambio – principalmente por los menores precios internacionales del petróleo en relación con los años previos, la incertidumbre en torno a la renovación del TLCAN y aquella asociada con el proceso electoral en nuestro país, así como a la volatilidad que sobre los

mercados financieros internacionales ha generado el proceso de normalización de la política monetaria estadounidense. Lo anterior derivó en una mayor restricción de financiamiento proveniente del exterior. En efecto, al segundo trimestre de 2018, los flujos de recursos externos acumulados en los últimos cuatro trimestres ascendieron a 1.3% del PIB, cifra similar al promedio observado en el periodo 2015-2017 de 1.5% del producto y muy por debajo del 4.2% del PIB registrado en promedio en el periodo 2013-2014 (Cuadro 1).

Cuadro 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 T2	2013	2014	2015	2016	2017	2018 T2
	Flujos anuales como porcentaje del PIB						Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	10.0	9.7	5.8	7.4	7.9	7.2	5.9	5.3	3.4	3.8	1.0	2.4
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.7	5.6	4.6	5.5	6.5	5.9	5.6	5.1	5.3	5.4	3.6	4.7
Monetarias ^{2/}	3.8	3.2	2.7	3.6	4.2	4.1	6.0	4.1	4.7	5.7	3.7	5.5
No Monetarias ^{3/}	1.9	2.4	1.9	1.9	2.3	1.8	5.0	7.0	6.3	4.9	3.4	3.2
Fuentes Externas ^{4/}	4.2	4.1	1.2	1.9	1.3	1.3	6.3	5.5	0.6	1.3	-3.2	-1.1
Total de Usos	10.0	9.7	5.8	7.4	7.9	7.2	5.9	5.3	3.4	3.8	1.0	2.4
Reserva Internacional ^{5/}	1.0	1.3	-1.5	0.0	-0.4	-0.1	0.8	2.0	-9.2	-3.5	-8.5	-4.8
Financiamiento al Sector Público	4.1	4.7	4.1	2.9	1.1	2.8	4.5	5.6	6.1	2.3	-4.2	1.4
Público Federal	3.7	4.5	4.0	2.8	1.1	2.7	4.2	5.8	6.3	2.5	-4.2	1.6
Estados y municipios	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	9.1	2.5	2.9	-0.6	-4.6	-2.2
Financiamiento al Sector Privado ^{6/}	4.1	2.5	3.0	3.2	3.9	3.7	6.6	2.2	5.5	4.7	3.0	4.5
Interno	2.5	1.7	3.0	3.3	3.3	3.2	5.3	2.1	8.9	8.3	4.5	6.2
Externo	1.7	0.8	0.1	0.0	0.6	0.5	9.4	2.4	-1.6	-3.5	-0.9	-0.1
Otros conceptos ^{7/}	0.8	1.2	0.1	1.3	3.2	0.8	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales se expresan en % del PIB nominal promedio anual. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos.

1/ Corresponde al agregado de activos financieros internos F1.

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 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.

7/ Incluye las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, de los intermediarios financieros no bancarios, del Infonavit y del Banco de México –incluyendo los títulos colocados por este Instituto Central con propósitos de regulación monetaria, destacando aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación–. Asimismo, incluye pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

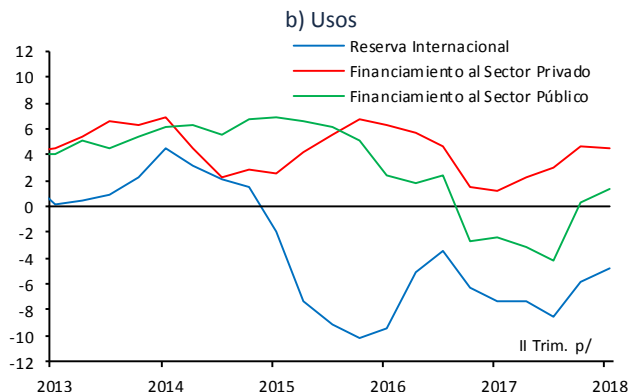
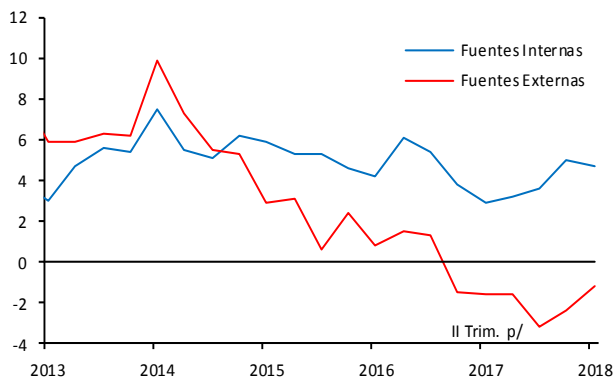
Fuente: Banco de México.

En este contexto de bajo dinamismo del financiamiento externo a la economía, la ligera recuperación de las fuentes de recursos financieros en la primera mitad del año obedece al aumento de las fuentes internas (Gráfica 31a). En particular, como parte del ajuste macroeconómico que ha requerido la economía para hacer frente a este entorno, las alzas en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día que ha venido implementando el Banco de México desde finales de 2015 han inducido una reasignación intertemporal del gasto y un incremento

del ahorro financiero del sector privado –sobre todo en instrumentos a plazo, dado el mayor costo de oportunidad de mantener recursos líquidos–. Esto, aunado a la menor absorción de recursos financieros por parte del sector público que se ha registrado a partir de 2016, ha contribuido a atenuar los efectos de la mayor restricción de financiamiento externo sobre las condiciones de financiamiento al sector privado (Gráfica 31b).

Profundizando en lo anterior, en el trimestre que se reporta las fuentes internas de recursos —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— se expandieron a una tasa de 4.7% real anual durante el segundo trimestre de 2018 (Gráfica 32a). Este ritmo de expansión es similar al que se observó en el primer trimestre del año (5.0%), y representa una recuperación con respecto al 3.6% observado durante 2017. A este crecimiento han contribuido los mayores rendimientos de los instrumentos financieros, así como el dinamismo del empleo formal, favoreciendo tanto a la captación bancaria a plazo y el ahorro en fondos de inversión de instrumentos de deuda, como a los recursos destinados a los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro. En el trimestre de referencia también se incrementó la tenencia de efectivo por parte del público, lo cual podría estar asociado al aumento temporal de la demanda de dinero usualmente asociada a la celebración de elecciones federales en nuestro país (Gráfica 32b).

Gráfica 31
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Variación real anual en por ciento
a) Fuentes



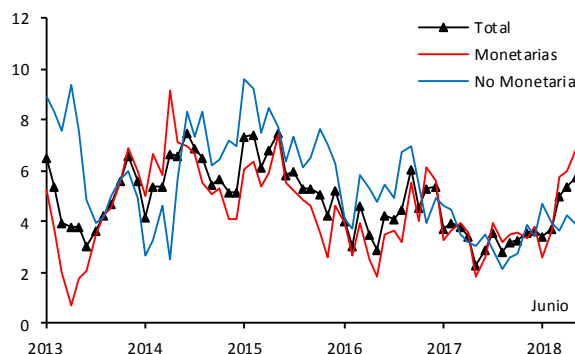
p/ Cifras preliminares.

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

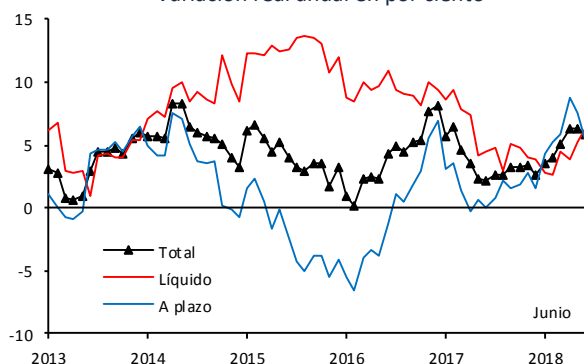
Fuente: Banco de México.

En lo que toca a las fuentes externas de recursos, estas se contrajeron a una tasa de 1.1% real anual en el segundo trimestre de 2018, una contracción inferior a la de 2.4% observada en el primer trimestre del año, y a la de 3.2% en el último trimestre de 2017. A su interior, el financiamiento externo a las empresas privadas no financieras continuó expandiéndose a una tasa relativamente baja, en tanto que la inversión en instrumentos monetarios por parte de no residentes registró nuevamente una contracción en términos reales. Todo lo anterior refleja la mayor restricción de financiamiento externo que ha venido enfrentando nuestra economía (Gráfica 32c).

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

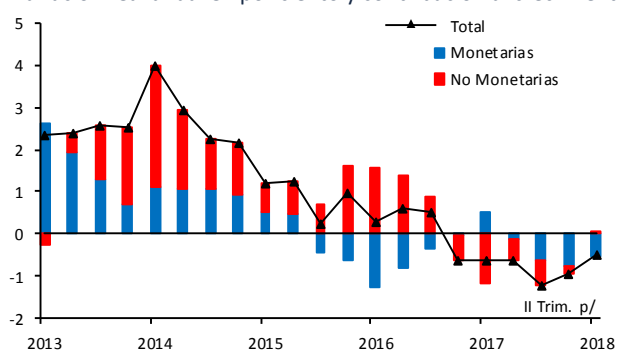


b) Agregado Monetario M2
Variación real anual en por ciento



c) Fuentes Externas

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.

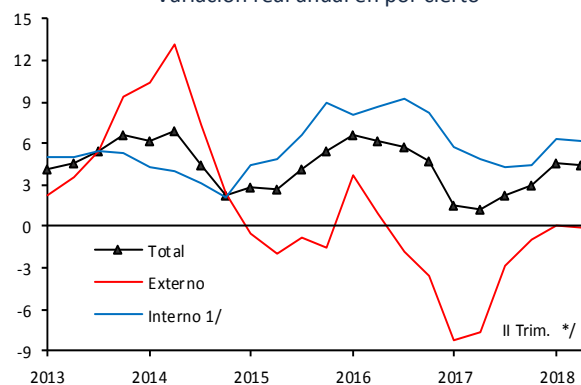
Fuente: Banco de México.

Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público continuó creciendo a un ritmo menor. En particular, en 2017 y en la primera mitad de 2018, el financiamiento al sector público se expandió a tasas promedio de -4.2% y 1.4% real anual, respectivamente, cifras que se comparan con el elevado crecimiento promedio observado entre 2013 y 2015 de 5.4%. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó al cierre del segundo trimestre de 2018 en 173.2 miles de millones de dólares (m.m.d.), cifra ligeramente superior a la observada al cierre de 2017 de 172.8 m.m.d. Como se ha venido señalando, la reducida dinámica de la reserva internacional refleja en buena medida el deterioro de la balanza comercial petrolera, por lo cual Pemex no ha vendido dólares al Banco de México desde 2017.

⁵ 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

Por otro lado, el financiamiento total al sector privado no financiero continuó mostrando un mayor dinamismo con respecto al cierre de 2017. En efecto, dicho financiamiento se expandió a una tasa de 4.5% real anual en el trimestre que se reporta, cifra similar a la de 4.6% en el primer trimestre de 2018 y superior a la de 3.0% en el cuarto trimestre de 2017 (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 2018 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 ⁵

Dada la relativa atonía con la que en años recientes se han expandido las fuentes de recursos financieros de la economía, la menor absorción de recursos financieros por parte del Gobierno Federal observada a partir de 2016 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. En efecto, a partir de ese año, el financiamiento bruto al sector público federal moderó de forma importante su ritmo de expansión, lo que llevó a que su saldo como porcentaje del PIB se estabilizara en niveles cercanos al 45% (Gráfica 34a).⁶ En el segundo trimestre de

un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero –empresas y hogares–.

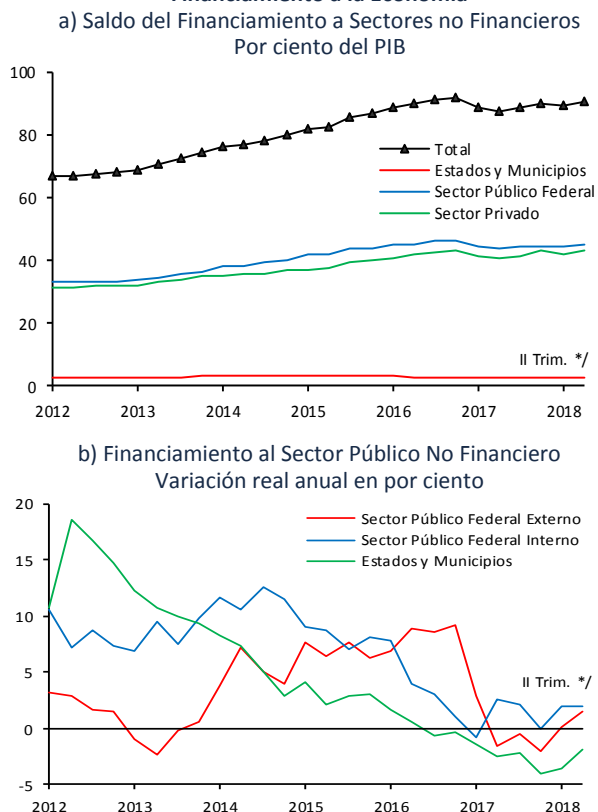
⁶ El saldo de financiamiento bruto al sector público considera al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios. A diferencia del Saldo Histórico de los Requerimientos

2018, se observaron tasas de crecimiento del financiamiento bruto interno y bruto externo al sector público de 2.0% y 1.5%, respectivamente, tasas inferiores a los promedios observados entre 2014 y 2016, de 8.0% para el primer concepto y de 6.0% para el segundo. En este mismo sentido, los estados y municipios también han disminuido su absorción de recursos financieros, lo que ha derivado en que el saldo del financiamiento a este segmento incluso se haya contraído en términos reales desde mediados de 2016 (Gráfica 34b).

crecimiento del financiamiento interno a las empresas, tendencia que siguió vigente en el trimestre que cubre este Informe. En efecto, su tasa de crecimiento pasó de 8.5% a 8.9% entre el primer y el segundo trimestre del año, mientras que en 2017 registró una variación real anual promedio de 6.0%. En particular, el financiamiento dirigido a las empresas grandes ha continuado, tanto por la mayor emisión de deuda en el mercado interno, como por la expansión del crédito de la banca comercial (Gráfica 35). Ello obedece, por un lado, a que estas empresas han venido sustituyendo pasivos externos por internos, como reflejo de las condiciones de financiamiento más restrictivas en los mercados internacionales y la volatilidad que ha presentado el tipo de cambio. Por el otro, estas empresas han aumentado su preferencia por liquidez por motivos precautorios ante el entorno de incertidumbre asociado tanto a factores externos como internos.

Profundizando en la evolución del financiamiento interno a las empresas, en el primer semestre del año se registró la mayor colocación de deuda privada para un periodo similar (Gráfica 36). Los recursos obtenidos de estas emisiones, de acuerdo a lo señalado por las empresas en sus prospectos de colocación, han sido destinados principalmente al refinanciamiento de otros pasivos y para cubrir requerimientos de capital de trabajo. En tanto, el crédito bancario a las empresas, en especial a las grandes, continuó expandiéndose con dinamismo (Gráfica 37), en congruencia con la mayor demanda por crédito de este grupo de empresas que han venido reportando los bancos comerciales en la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito (EnBan). En complemento a lo anterior, los resultados de la EnBan y de la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio (EECMC) indican que las empresas grandes han destinado sus recursos crediticios sobre todo para subsanar sus necesidades de capital de trabajo y de reestructuración de pasivos, al tiempo que han reducido su uso para inversión en activos físicos

Gráfica 34
Financiamiento a la Economía



*/ Las cifras del financiamiento del sector privado y total correspondientes al primer trimestre de 2018 son preliminares.
Fuente: Banco de México.

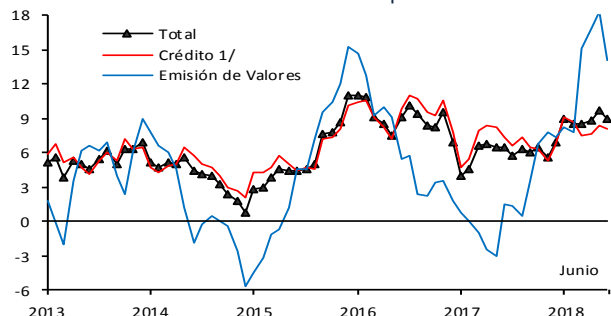
A pesar de la menor disponibilidad de recursos externos a partir del segundo semestre de 2014, el financiamiento al sector privado no financiero ha continuado expandiéndose, ubicándose en niveles cercanos al 43% del PIB en el segundo trimestre de 2018. A ello ha contribuido, sobre todo, el

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.

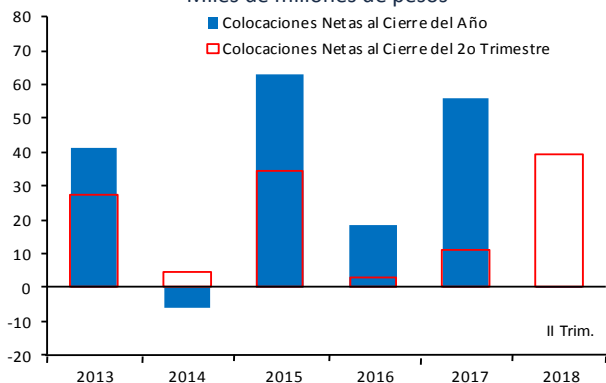
(Gráfica 38).^{7,8} Por su parte, el crédito de la banca comercial a las empresas pequeñas y medianas continuó creciendo a tasas bajas, aunque superiores a las observadas al cierre de 2017, en línea con la percepción de atonía en la demanda por crédito de este grupo de empresas de acuerdo a la EnBan.

Gráfica 35
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras 1/
Variación real anual en por ciento



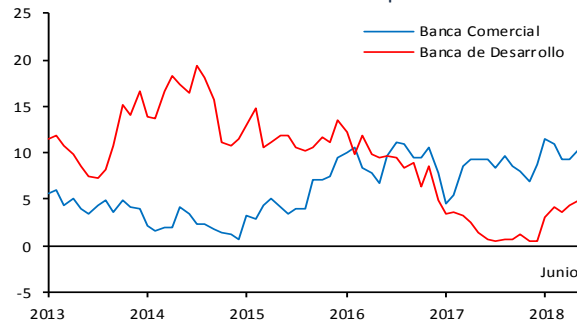
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.
Fuente: Banco de México.

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



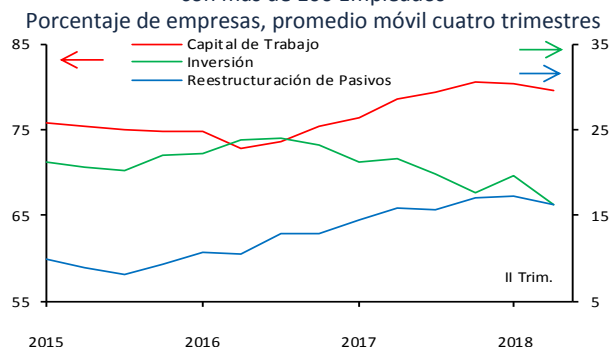
1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
Fuente: Banco de México.

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

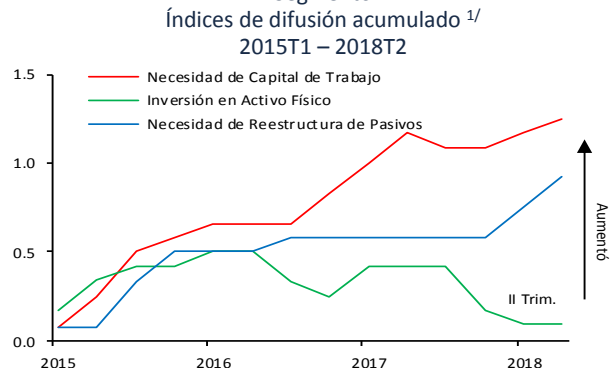


Fuente: Banco de México.

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



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.

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.

⁷ 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 2018, disponible en la siguiente liga:

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

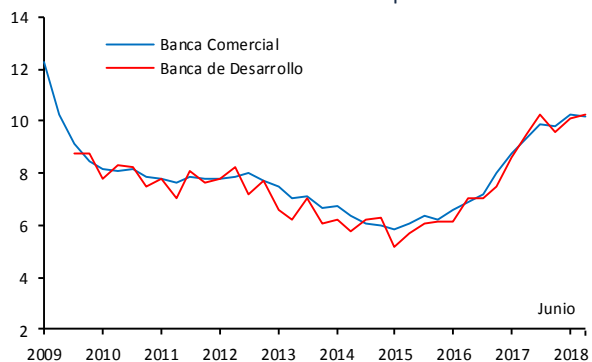
⁸ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario durante el trimestre Abril – Junio de 2018, disponible en la siguiente liga:

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

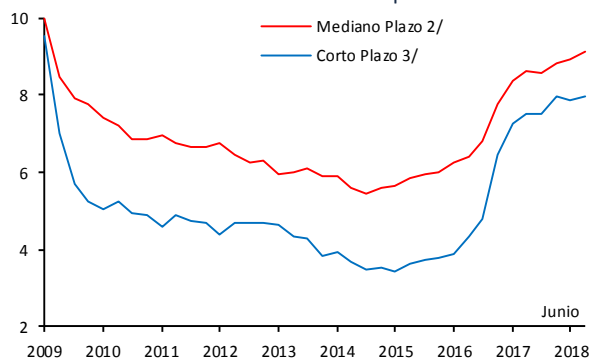
En este contexto, los costos del financiamiento a las empresas privadas no financieras en el segundo trimestre de 2018 se mantuvieron en niveles superiores a los registrados en 2017, si bien en general no han mostrado incrementos adicionales en el año (Gráfica 39).

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.

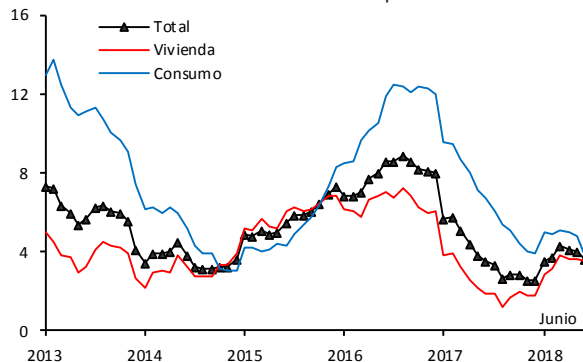
2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de colocaciones de deuda con plazo mayor a un año al cierre del mes.

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 crédito a los hogares siguió desacelerándose, creciendo a un ritmo menor al del primer trimestre de 2018. En efecto, su tasa de crecimiento pasó de 4.3% a 3.6% entre el primer y el segundo trimestre del año, cifras que se comparan con la variación real anual promedio de 2.6% en el cuarto trimestre 2017 (Gráfica 40).

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

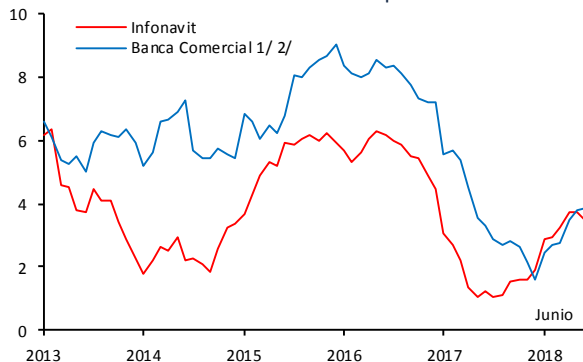


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México.

A su interior, en el segundo trimestre del año el crédito hipotecario otorgado por el Infonavit y la banca comercial continuó creciendo a tasas moderadas, si bien mayores que las registradas el trimestre previo (Gráfica 41). Esto último es congruente con la recuperación de la demanda por este tipo de crédito, como lo señalan los directivos de los bancos con mayor participación en este segmento. Al respecto, las tasas de interés de los nuevos créditos para la adquisición de vivienda se han mantenido prácticamente sin cambio desde mediados de 2017 (Gráfica 42).

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

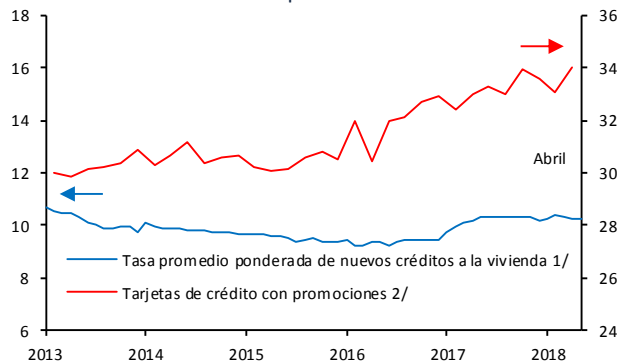


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

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



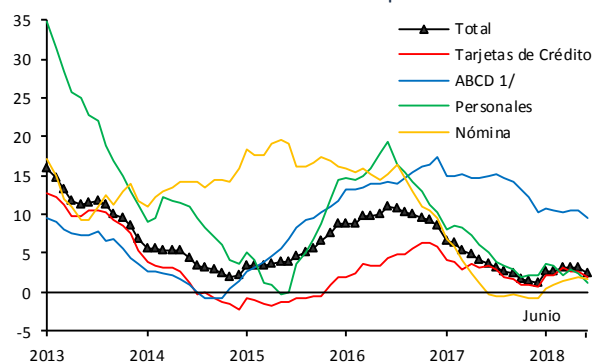
1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

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. El dato de abril de 2018 es preliminar.

Fuente: Banco de México.

En contraste con el aumento en la expansión del crédito hipotecario, el crédito de la banca comercial al consumo continuó mostrando un bajo ritmo de crecimiento, particularmente en los segmentos de tarjetas, créditos de nómina y personales.⁹ El crédito automotriz —que constituye el 92% del crédito para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero (ABCD)—, por el contrario, continuó expandiéndose a un ritmo superior al del resto de los segmentos de la cartera de crédito al consumo, si bien menor al observado en trimestres previos, en línea con la trayectoria a la baja que han presentado las ventas de autos ligeros (Gráfica 43). En el segundo trimestre del año, las tasas de interés de los créditos al consumo se encuentran en niveles similares a los observados en 2017, excepto para aquellas asociadas a las tarjetas de crédito, que mostraron un incremento (Gráfica 42).

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.

En suma, si bien la economía continúa enfrentando una mayor restricción de financiamiento del exterior, los ajustes que se han llevado a cabo en la postura macroeconómica del país han contribuido a que se incremente el ahorro interno y disminuya la absorción de recursos financieros por parte del sector público, lo cual hasta ahora ha conducido a un ajuste ordenado en la economía. Así, se han atenuado las presiones sobre los mercados de fondos prestables y las cuentas externas en México y las consecuencias de dicho entorno sobre las condiciones de financiamiento al sector privado. Ante la perspectiva de que dicha restricción externa pudiese continuar en el futuro o incluso intensificarse, resulta especialmente importante que el Gobierno Federal consolide de manera sostenible las finanzas públicas. Ello, además de fortalecer el marco macroeconómico del país, ayudaría a que se continúen canalizando recursos financieros al sector privado sin generar presiones adicionales sobre las tasas de interés.

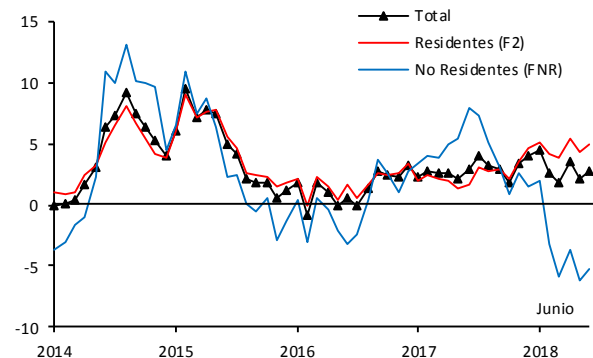
2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F)

Los activos financieros internos —medidos por el agregado F— continuaron creciendo a un ritmo moderado durante el segundo trimestre de 2018, si bien a un ritmo ligeramente superior al del trimestre previo (Gráfica 44). En particular, entre el primer y el segundo trimestre de 2018, su variación real anual aumentó de 1.7% a 2.8%. A su interior, se registró durante el trimestre de referencia un incremento en el saldo de títulos de renta variable en poder tanto de

⁹ La demanda del crédito al consumo podría estar creciendo a un ritmo reducido como reflejo, en parte, del mayor dinamismo de otras fuentes de financiamiento del consumo, como la masa salarial y las remesas.

residentes como de no residentes (medido, respectivamente, en los agregados F2 y FNR), reflejando en buena medida el desempeño favorable en el precio de las acciones emitidas por empresas mexicanas.

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



Fuente: Banco de México.

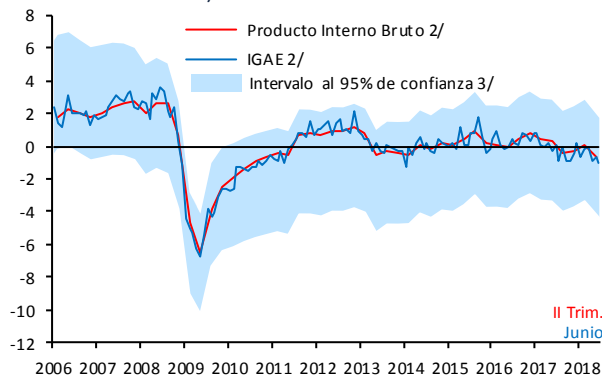
2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

En relación con la posición cíclica de la economía, se estima que en el periodo que se reporta las condiciones de holgura presentaron un relajamiento mayor al anticipado como reflejo, principalmente, de la contracción que la actividad económica registró en ese lapso, lo que ocasionó que las estimaciones de la brecha del producto se ubicaran en niveles cercanos a cero, luego del apretamiento que exhibieron en el primer trimestre del año.

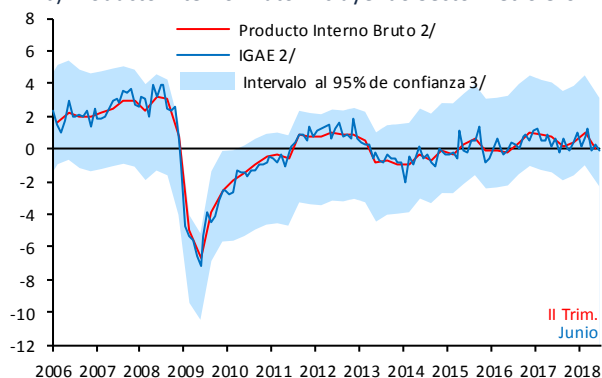
En efecto, derivado de la incipiente reactivación de la actividad económica hacia finales de 2017 y principios de 2018, los indicadores de las condiciones de holgura en el primer trimestre del año mostraron cierto estrechamiento (Gráficas 45, 46a y 47c). En contraste, las estimaciones de la brecha del producto total y de la que excluye el sector petrolero presentaron niveles más reducidos en el segundo trimestre del año en curso (Gráfica 45). Asimismo, de acuerdo al indicador de frecuencia mensual, en el bimestre abril – mayo las condiciones de holgura mostraron un nivel de apretamiento menor al observado en el trimestre previo (Gráfica 46b). Por agrupaciones de indicadores, el relacionado con el consumo mostró una disminución, mientras que el

indicador asociado con las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables continuó ubicándose en terreno negativo. En contraste, las condiciones de holgura en el mercado laboral, de acuerdo a su indicador mensual, permanecieron estrechas (Gráfica 47).¹⁰

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^{4/}



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

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

2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2018; cifras del IGAE a junio de 2018.

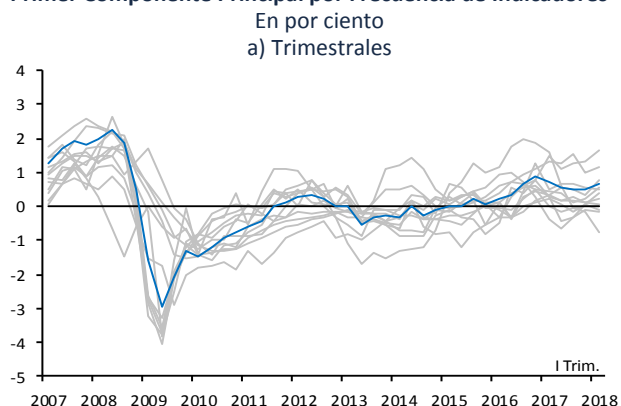
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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 del Banco de México.

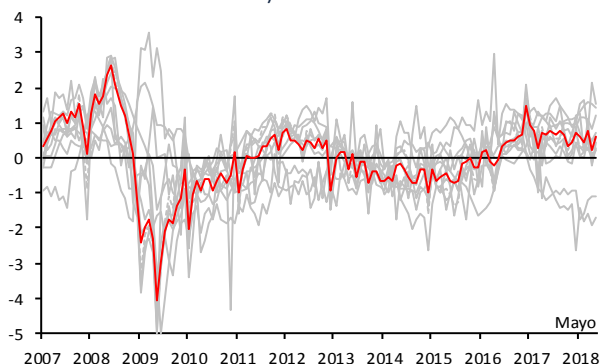
¹⁰ Véase Banco de México (2017). “Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias”, en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017, pp. 47-49.

Gráfica 46
Primer Componente Principal por Frecuencia de Indicadores ^{1/}
 En por ciento



a) Trimestrales

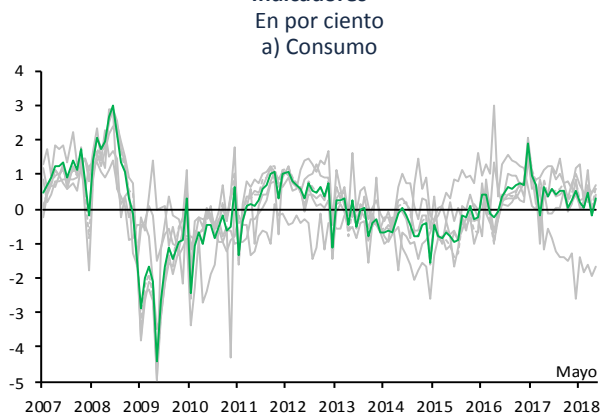
b) Mensuales



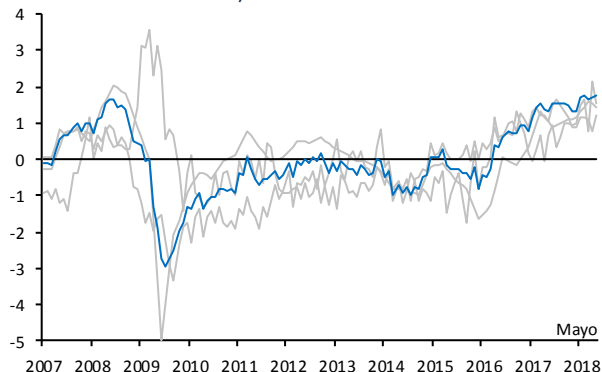
^{1/} Índices contruidos con base en la metodología CCM; véase Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. El primer componente representa 51% y 58% de la variación conjunta de los indicadores mensuales y trimestrales, respectivamente. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales. Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México.

Gráfica 47
Primer Componente Principal por Grupo de
Indicadores ^{1/}
 En por ciento

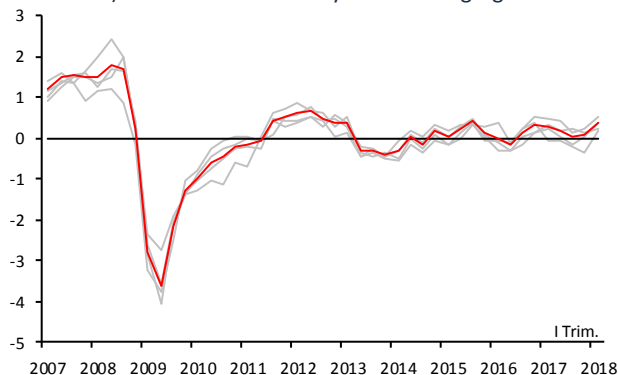
a) Consumo



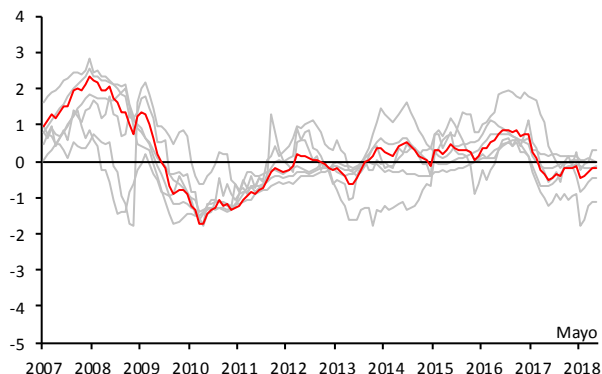
b) Mercado Laboral



c) Actividad Económica y Demanda Agregada



d) Condiciones de Demanda en el Mercado de Fondos Prestables



^{1/} Índices contruidos con base en la metodología CCM; véase 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. El primer componente principal representa 62%, 51%, 96% y 57% de la variación conjunta de los indicadores de consumo, mercado laboral, actividad económica y condiciones financieras, en el mismo orden. Los índices se basan en indicadores mensuales, con excepción del de actividad económica y demanda agregada, el cual utiliza indicadores trimestrales. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.

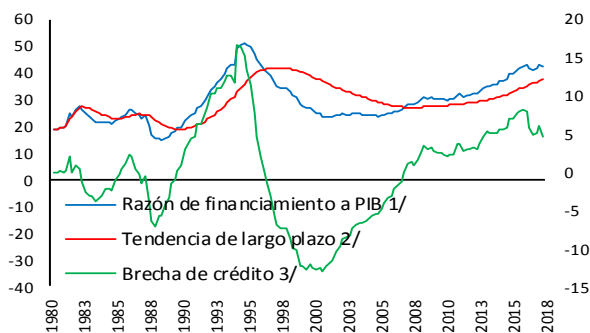
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México.

2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

En el entorno económico descrito, el financiamiento total al sector privado no financiero como proporción del PIB se mantuvo estable durante el segundo trimestre del año, y en niveles ligeramente superiores a su tendencia de largo plazo (Gráfica 48). Cabe señalar que, si bien esta desviación se ha utilizado para identificar la existencia de periodos en los que el rápido crecimiento del crédito pudiera indicar una vulnerabilidad en el sistema financiero, este indicador podría tener algunas limitaciones. Por ello, también es importante 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
Razón de Financiamiento al Sector Privado no Financiero a PIB y tendencia de Largo Plazo
En por ciento



1/ El dato a junio de 2018 es preliminar.

2/ La tendencia de largo plazo es estimada con el filtro Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro de suavización de 400,000 utilizando datos a partir del cuarto trimestre del año 1980.

3/ La Brecha de Crédito se calcula como la diferencia de la Razón de Financiamiento a PIB de su tendencia de largo plazo. Este indicador es el estándar de referencia internacional establecido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) para identificar un crecimiento del crédito que podría ser excesivo. El CSBB sugiere que los países tomen en cuenta este indicador junto con otros que sean relevantes dadas sus características para decidir sobre la activación y el monto del requerimiento de capital contracíclico.

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

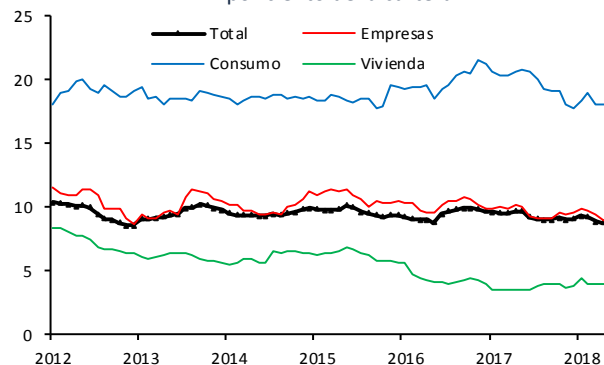
2.2.5.2. Riesgo de Crédito

2.2.5.2.1. Riesgo de Crédito de la Banca

En el periodo que cubre este Informe, el riesgo de crédito de la cartera de la banca múltiple al sector privado no financiero se mantuvo relativamente estable en los niveles observados en los últimos años, medido a través del Valor en Riesgo Condicional

(CVaR) como proporción de la cartera total (Gráfica 49). El nivel de riesgo de la cartera, medido como proporción del capital neto de la banca, se encuentra en niveles inferiores a los registrados durante 2017, año en el que alcanzó su mayor nivel en los últimos cinco años.

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

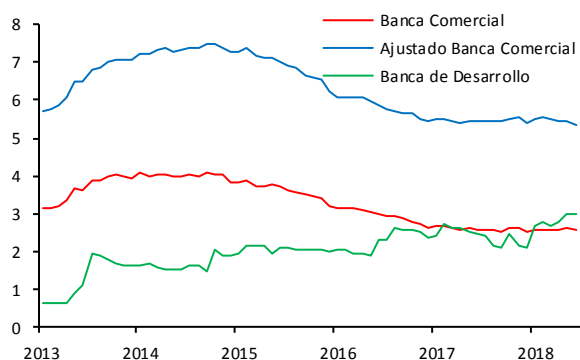


Fuente: Banco de México

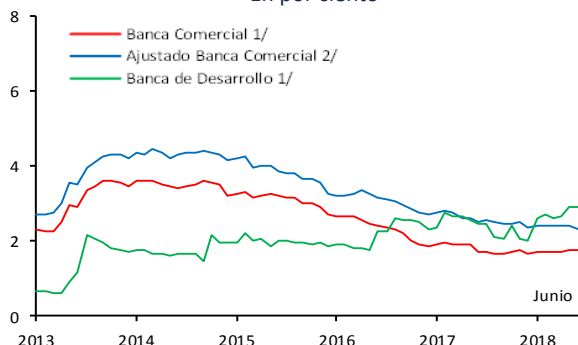
La morosidad del crédito de la banca comercial al sector privado no financiero se mantuvo relativamente estable durante el periodo que cubre este Informe (Gráfica 50a). En particular, durante el segundo trimestre, el índice de morosidad (IMOR) de la cartera de empresas aumentó marginalmente, para ubicarse en 1.74% (Gráfica 50b). Por su parte, el IMOR del crédito a la vivienda disminuyó para situarse en 2.57%, nivel cercano a los más bajos registrados en los últimos años (Gráfica 51), en tanto que el IMOR del financiamiento bancario al consumo presentó un mayor deterioro durante el segundo trimestre, al incrementarse de 4.46% a 4.54% (Gráfica 52). Los índices de morosidad ajustada (IMORA) de las carteras empresarial, de vivienda y de consumo presentaron niveles similares a los registrados durante el primer trimestre, ubicándose en 2.32%, 3.24% y 12.79%, respectivamente (al cierre del primer trimestre, los niveles correspondientes fueron de 2.41%, 3.44% y 12.89%, respectivamente).

Gráfica 50
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero

a) Total
En por ciento

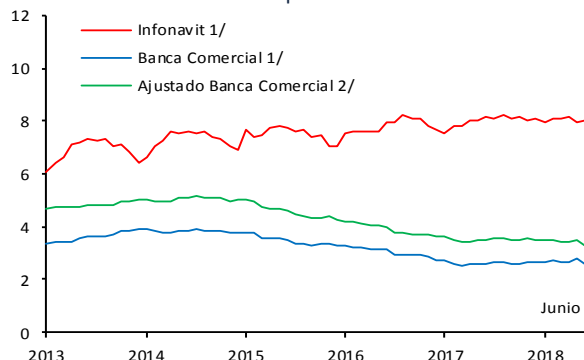


b) Empresas
En por ciento



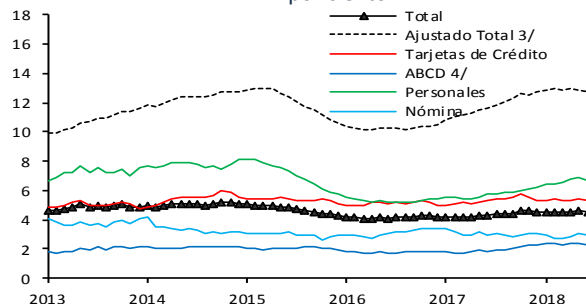
1/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
2/ El índice de morosidad ajustada (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.
Fuente: Banco de México

Gráfica 51
Índices de Morosidad del Crédito a la Vivienda
En 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 ajustada (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.
Fuente: Banco de México.

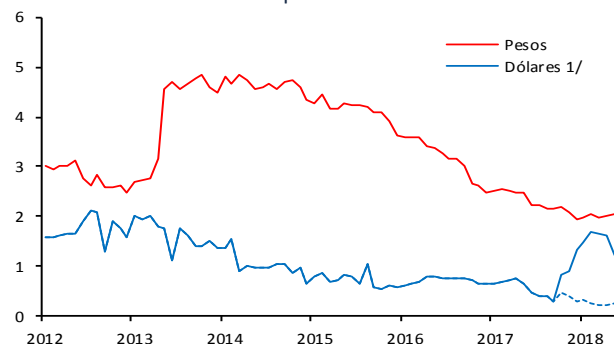
Gráfica 52
Índices de Morosidad del Crédito de la Banca Comercial al Consumo^{1/2/}
En por ciento



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

La exposición de la banca en créditos denominados en dólares representa aproximadamente el 25% de su cartera de crédito a las empresas. En este contexto, y tomando en consideración el entorno económico y financiero externo antes descrito, una depreciación del peso frente al dólar podría llegar a generar presiones adicionales en la capacidad de pago de las empresas con obligaciones en dólares. No obstante, el IMOR de esta cartera se ha mantenido por debajo del IMOR de la cartera denominada en moneda nacional (Gráfica 53). El aumento registrado en el IMOR de la cartera en dólares desde finales de 2017 fue de carácter temporal, ya que durante el segundo trimestre presentó una recuperación.

Gráfica 53
Índices de Morosidad del Crédito a las Empresas Privadas No Financieras por Moneda del Préstamo
En por ciento

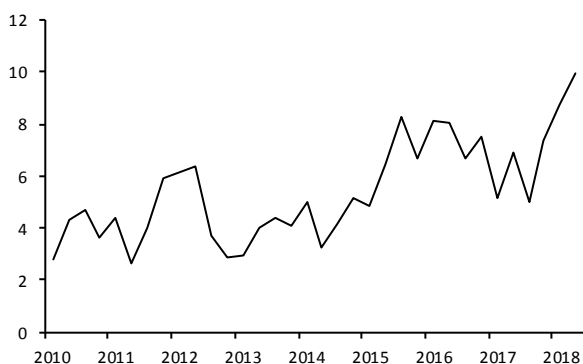


1/ La línea punteada corresponde a la morosidad que se hubiese observado de no haberse registrado el incumplimiento de dos empresas.
Fuente: Banco de México.

Por su parte, los precios de la vivienda, medidos a través del índice de precios de la vivienda de casas solas, en condominio y departamentos con crédito hipotecario garantizado para vivienda nueva y usada de la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), mostró un aumento de 9.92% durante el segundo trimestre de 2018 con respecto al mismo trimestre del año anterior, lo que representa la mayor variación anual registrada en el periodo 2010-2018 (Gráfica 54).

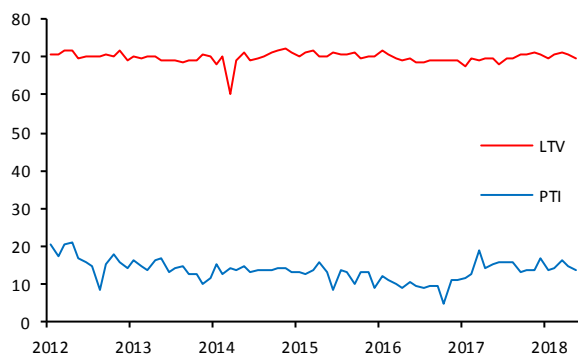
En este contexto, si bien un aumento en los precios de la vivienda podría generar mayores niveles de endeudamiento para los nuevos otorgamientos de crédito y, como resultado, incrementar el riesgo de crédito de la cartera, las condiciones de originación de los créditos hipotecarios otorgados por la banca no se han alterado de forma importante (Gráfica 55).

Gráfica 54
Índice SHF de Precios de la Vivienda en México
Variación anual en por ciento



1/ Indicador a nivel nacional que incluye vivienda nueva y usada. El indicador se encuentra en términos reales ya que consiste en un índice de calidad constante de ponderaciones fijas.
Fuente: Sociedad Hipotecaria Federal (SHF).

Gráfica 55
Razón del Préstamo al Valor de la Vivienda (LTV) y Razón del Pago Respecto al Ingreso (PTI)
En por ciento



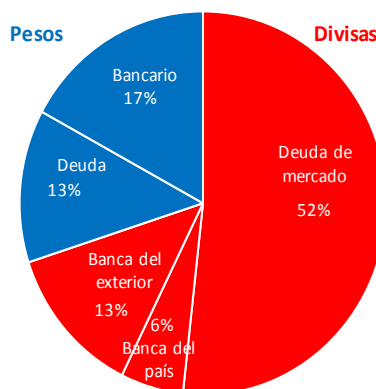
Fuente: Banco de México

2.2.5.2.2. Empresas Privadas no Financieras Listadas en la Bolsa Mexicana de Valores

El comportamiento del tipo de cambio y de las tasas de interés en divisas puede tener un impacto importante en las condiciones financieras de las empresas privadas no financieras listadas en la BMV, debido a que alrededor del 70% del financiamiento total de estas (71% a marzo de 2018) se encuentra denominado en divisas (Gráfica 56).

Gráfica 56
Financiamiento total de las empresas privadas no financieras listadas en BMV

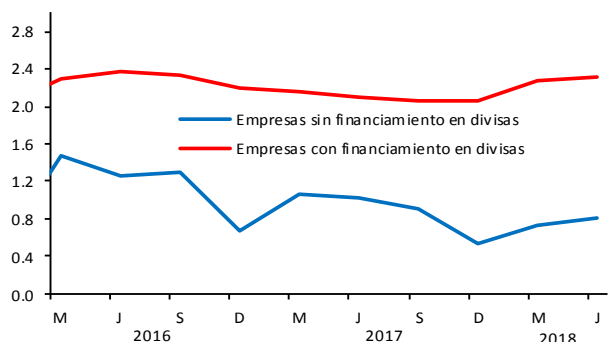
Composición por tipo de moneda de denominación y origen de los recursos, marzo 2018^{1/}
En por ciento



1/ La gráfica muestra los distintos otorgantes de financiamiento al sector privado no financiero, así como la denominación de la moneda de este financiamiento.
Fuente: BMV y Bloomberg.

Así, la depreciación del peso frente al dólar entre marzo y junio de este año propició un ligero aumento en la métrica de apalancamiento de las empresas cuyo financiamiento está denominado en divisas, (Gráfica 57) si bien la apreciación del peso frente al dólar a partir de julio mitigó este riesgo. La mejoría en las ganancias de estas empresas durante el trimestre de referencia no logró revertir el impacto de la depreciación en la métrica de apalancamiento.

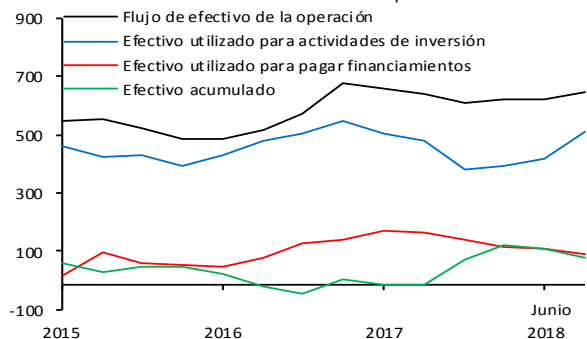
Gráfica 57
Apalancamiento de las empresas privadas no financieras listadas en BMV
 Deuda neta a UAFIDA ^{1/}
 En veces



1/ Deuda neta = deuda total con costo menos efectivo entre UAFIDA anual. Servicio de deuda = intereses devengados a cargo anuales entre UAFIDA anual. UAFIDA = EBITDA, por sus siglas en inglés corresponde a utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización. Fuente: BMV y Bloomberg.

El impacto cambiario fue mitigado con los ingresos que las empresas tienen en otras divisas derivados de sus ventas por exportaciones y de las ventas de sus subsidiarias en el exterior, que en conjunto representan el 46% del total de sus ventas. Algunas empresas cuentan adicionalmente con coberturas financieras para mitigar su riesgo cambiario. Otras medidas que algunas empresas han tomado en años recientes para mitigar sus riesgos de apalancamiento y refinanciamiento, así como mejorar su capacidad de servicio de deuda, incluyen operaciones para extender el plazo de sus pasivos, el uso del efectivo para amortizar pasivos de manera anticipada y la acumulación de efectivo por razones precautorias (Gráfica 58).

Gráfica 58
Efectivo anual generado y su uso por las empresas privadas no financieras listadas en BMV^{1/}
 Miles de millones de pesos

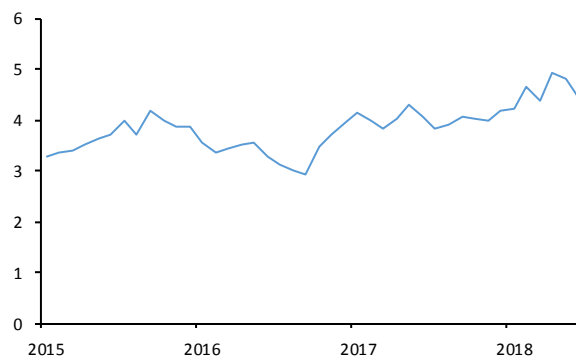


1/ Las cifras corresponden a flujos acumulados de 12 meses. El flujo de efectivo utilizado para actividades de inversión incluye compras y ventas de propiedades, planta y equipo, así como flujos de efectivo utilizados para obtener el control de subsidiarias y otros negocios. Esta variable describe el flujo de recursos utilizados para acumular o disminuir el activo fijo. Fuente: BMV y Bloomberg.

2.2.5.3. Riesgo de Mercado

El riesgo de mercado de la banca múltiple, medido a través del Valor en Riesgo Condicional (CVaR) como proporción del capital neto, disminuyó entre abril y junio de 2018, pasando de un 4.9% en abril a un 4.5% al cierre de junio, para situarse en un nivel similar al observado en marzo (Gráfica 59). Ello debido, principalmente, a que la banca ajustó sus portafolios para reducir su sensibilidad ante variaciones de la tasa de interés nominal, aumentando su posición en bonos a tasa real. Dichas variaciones fueron el factor de riesgo más relevante dada la composición de los balances de las instituciones bancarias. Por su parte, los riesgos derivados de variaciones en el tipo de cambio y en las posiciones en acciones tuvieron un impacto menor durante el trimestre.

Gráfica 59
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca



Fuente: Banco de México

2.2.5.4. Otros Riesgos: Ataques Cibernéticos

Además de los riesgos anteriores, el sistema financiero podría verse afectado por el riesgo de ataques cibernéticos al sistema financiero. En los últimos meses se han tomado medidas con el fin de reforzar la regulación y supervisión vigentes.

El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero acordó una serie de principios que busca incorporar las mejores prácticas y recomendaciones internacionales. Estos principios abarcan el gobierno corporativo de la seguridad informática, los esquemas de protección de datos, la administración de riesgos, los controles de acceso a dispositivos, los protocolos de respuesta a incidentes, los proveedores de servicios, las políticas de protección a la infraestructura y los sistemas y programas de capacitación y el fomento de una cultura de

seguridad informática, tanto para el personal, como para los clientes de las instituciones financieras.

Al respecto, el Banco de México emitió, durante el periodo que se reporta, una serie de disposiciones con el objetivo de, por un lado, fortalecer los procesos que realizan las instituciones financieras a fin de verificar aquellas transferencias recibidas por parte de otras entidades financieras, así como los traspasos entre cuentas de una misma institución, y, por otro lado, establecer requerimientos adicionales a los participantes del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI) en materia de seguridad de la información. En particular:

- i. El 17 de mayo este Instituto Central emitió la Circular 04/2018 en la que se establece un plazo fijo de un día para la entrega en efectivo o cheque de caja de recursos provenientes de transferencias de fondos por montos iguales o superiores a 50 mil pesos, si bien la entrega de estos recursos podrá ser menor al plazo estipulado bajo ciertas condiciones.
- ii. Asimismo, el 27 de julio el Banco de México emitió las Circulares 10/2018 y 11/2018, en las que se establecen requisitos sobre políticas y procedimientos adicionales que habrán de seguir los participantes del SPEI, incluyendo los requisitos de: a) seguir los protocolos de acción que establezca el Banco de México para hacer frente a posibles ataques; b) contar con protocolos y procedimientos que documenten las acciones a tomar en caso que se materialicen riesgos de ciberseguridad que pudieran afectar la operación del participante en el SPEI; c) establecer e implementar pruebas de confianza e integridad a su personal y a terceros que tengan acceso a información y sistemas relevantes en su operación con el SPEI; y d) designar a un oficial de seguridad de la información responsable de las políticas de riesgos de ciberseguridad y la implementación de medidas correctivas ante la materialización de estos riesgos que pudiera afectar la operación del participante con el SPEI.

En adición a los requisitos mencionados en el párrafo anterior, las Circulares 10/2018 y 11/2018 establecen requerimientos para robustecer los elementos de seguridad en la prestación de servicios de transferencias de fondos a aquellos clientes que ofrezcan el intercambio o compraventa de activos virtuales. Entre estos requisitos se incluyen: i) identificar las cuentas pertenecientes a este tipo de clientes para poder implementar validaciones adicionales, previo a la acreditación de recursos provenientes de transferencias a través del SPEI; ii) abonar los recursos que reciban al día hábil siguiente al de su recepción, hasta en tanto no cuenten con la autorización del Banco de México para llevar a cabo en plazos distintos las validaciones adicionales que tengan como propósito asegurar la legitimidad de dichas órdenes; iii) abstenerse de poner a disposición de este tipo de clientes los recursos que reciban el mismo día de su recepción, en aquellos casos en que el Banco de México emita avisos ante posibles ataques; iv) las cuentas que los participantes del SPEI lleven a este tipo de empresas deberán ser cuentas de depósito de dinero a la vista, abiertas únicamente en aquellas instituciones financieras facultadas para ofrecerlas; y v) abstenerse de proveer cuentas a estas empresas con la finalidad de que estas sean, a su vez, asignadas a clientes para la transferencia de recursos destinados a la compra de activos virtuales.

2.2.5.5. Instituciones de Banca Múltiple

La banca se encuentra en una situación de fortaleza para enfrentar los riesgos descritos anteriormente. En efecto, el nivel de capitalización (ICAP¹¹ de 15.9% a junio) se mantiene en niveles altos con respecto a los observados en años recientes, si bien, en junio de 2018 se observó una ligera disminución en el ICAP de 0.1 puntos porcentuales, con respecto al observado al cierre del primer trimestre del año. Adicionalmente, la mayor parte del capital regulatorio se constituye con capital fundamental, que es el de mayor calidad para absorber pérdidas (Gráfica 60). Los bancos además cuentan con niveles suficientes de reservas preventivas para hacer frente a las pérdidas de la cartera.¹² Al cierre del segundo

¹¹ El índice de capitalización se calcula dividiendo el capital neto entre los activos ponderados por riesgo. De acuerdo con las reglas de capitalización, el cociente de dicha división debe ser como mínimo 10.5 por ciento. El capital neto es el capital regulatorio y comprende al

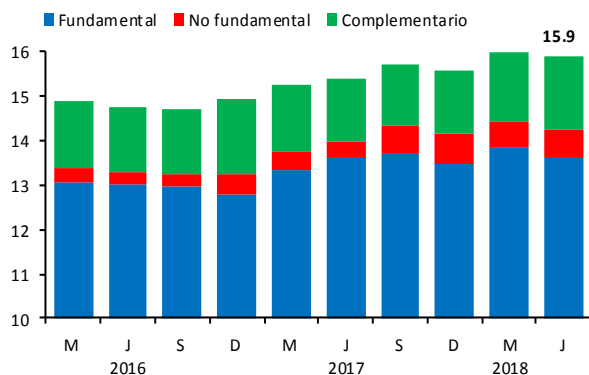
capital básico y al capital complementario. El básico a su vez, se compone de una parte fundamental y otra no fundamental.

¹² La constitución de reservas preventivas para la banca múltiple se realiza mediante la estimación de la pérdida esperada de los siguientes

trimestre, las reservas representaban el 152.6 por ciento de la cartera vencida, un nivel muy similar al del cierre del primer trimestre. Por último, las instituciones bancarias del país cuentan con capacidad de generar ingresos que les permitirían reestablecer sus niveles de capital y de reservas rápidamente en situaciones de estrés.

Gráfica 60
Evolución del Capital Regulatorio

En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

Con respecto a su posición de liquidez, tanto en promedio, como de manera individual, los bancos mantienen una posición holgada en el requerimiento conocido como Coeficiente de Cobertura de Liquidez (CCL).¹³ A pesar de que dicho requerimiento será exigible al 100% a partir de enero de 2019, y solo para los bancos más grandes, todos los bancos del sistema exceden permanentemente el 100% o mantienen su CCL alrededor de dicho límite. De ello se infiere que los bancos mantienen suficientes activos líquidos para hacer frente a escenarios adversos de liquidez, tanto idiosincrásicos como sistémicos (Gráfica 61a).

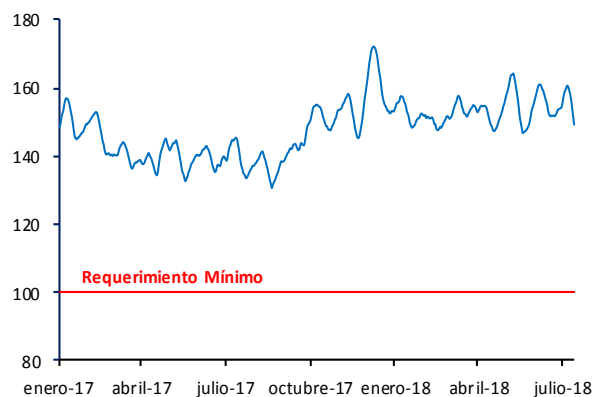
Por otra parte, si bien aún no es exigible, prácticamente la mayoría de los bancos mantienen su Coeficiente de Financiamiento Estable Neto (CFEN)¹⁴ por encima de 100%, nivel mínimo establecido por el Comité de Basilea (Gráfica 61b). Los niveles para este

indicador se han estabilizado desde enero de este año. Ello sugiere que los bancos han incorporado este indicador en su gestión de riesgo de liquidez y han hecho las adecuaciones necesarias para satisfacer el requerimiento mínimo en cuanto entre en vigor en 2019. Los niveles exhibidos para el CFEN apuntan a que el otorgamiento de crédito de la banca está mayoritariamente financiado con fuentes estables de financiamiento.

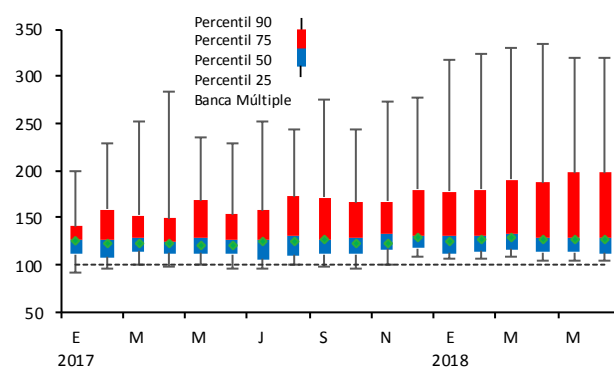
Gráfica 61

Posición de liquidez de la banca

a) Coeficiente de Cobertura de Liquidez
Por ciento



b) Dispersión del Coeficiente de Financiamiento Estable Neto
Por ciento



Fuente: Banco de México.

doce meses. La pérdida esperada se determina, a su vez, como el producto de la probabilidad de incumplimiento, la severidad de la pérdida y la exposición al incumplimiento.

¹³ El CCL se define como el cociente de los activos líquidos de alta calidad sobre el flujo esperado de salidas de efectivo netas en los próximos 30 días, en un escenario de estrés. Este requerimiento busca que las instituciones cuenten con activos líquidos para enfrentar el vencimiento de pasivos que pudiera presentarse durante un periodo de estrés en un horizonte de 30 días. Para una descripción detallada del Coeficiente de Cobertura de Liquidez, véase el Recuadro 2 en Banco de México: *Reporte sobre el Sistema Financiero, Octubre 2014*, p. 68.

¹⁴ El CFEN se define como el cociente del Financiamiento Estable Disponible del capital y los pasivos ponderados por su plazo y estabilidad, sobre el Financiamiento Estable Requerido de los activos ponderados por su liquidez y plazo. Este es un requerimiento de liquidez estructural que busca que los bancos financien sus actividades mediante fuentes estables de financiamiento, acordes con la liquidez y vencimientos de sus activos, mitigando el riesgo de episodios de estrés de liquidez en el futuro. Para una descripción detallada del CFEN, ver el Recuadro 3 del Reporte sobre el Sistema Financiero publicado por Banco de México en octubre de 2017.

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2018

En los primeros cinco meses de 2018, la inflación general anual mostró una disminución. No obstante, a partir de junio se materializaron algunos de los riesgos al alza que esta Institución había venido señalando, lo cual condujo a incrementos importantes en la inflación no subyacente. Esta aún presenta niveles elevados, retrasando en consecuencia el ritmo de convergencia de la inflación general hacia su meta. En particular, se registraron aumentos mayores a los previstos en los precios de algunos energéticos, como el de la gasolina y del gas L.P., tanto por incrementos que se habían venido acumulando en sus referencias internacionales, como por la depreciación del tipo de cambio durante la mayor parte del segundo trimestre del año. Por su

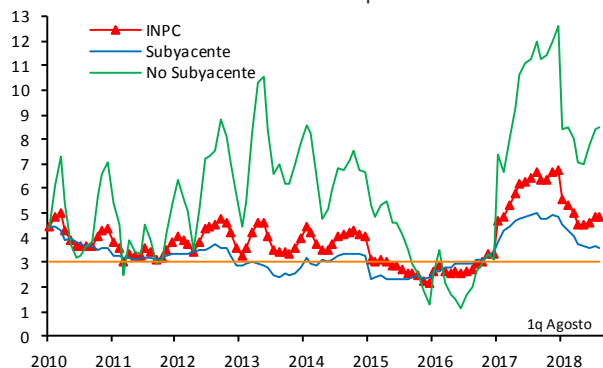
parte, la inflación subyacente continuó mostrando una trayectoria descendente en el trimestre de referencia, reflejando el relajamiento de las condiciones cíclicas de la economía, que fue superior al anticipado, así como los efectos de las acciones de política monetaria implementadas por este Instituto Central, las cuales han evitado que se generen efectos de segundo orden derivados de los distintos choques que han impactado a la economía. Así, después de haber promediado 5.31% en el primer trimestre de 2018 y 4.55 y 4.51% en abril y mayo, respectivamente, en junio la inflación general anual repuntó a 4.65%, y alcanzó en la primera quincena de agosto 4.81%. Cabe destacar que una parte importante del aumento de la inflación reportado se debe a los incrementos de precios en la gasolina y en el gas L.P. (Cuadro 2 y Gráfica 62).

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

	2017			2018		
	II	III	IV	I	II	1q Agosto
INPC	6.10	6.48	6.59	5.31	4.57	4.81
Subyacente	4.78	4.91	4.85	4.29	3.67	3.60
Mercancías	6.22	6.37	6.11	5.20	4.10	3.85
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.82	7.29	6.80	5.93	4.71	4.49
Mercancías No Alimenticias	5.73	5.60	5.53	4.58	3.59	3.32
Servicios	3.55	3.68	3.77	3.50	3.30	3.36
Vivienda	2.56	2.61	2.66	2.57	2.58	2.56
Educación (Colegiaturas)	4.39	4.56	4.74	4.79	4.82	5.10
Otros Servicios	4.34	4.53	4.63	4.07	3.58	3.79
No Subyacente	10.31	11.51	12.00	8.32	7.28	8.48
Agropecuarios	6.39	12.07	8.99	9.39	3.40	0.87
Frutas y Verduras	9.60	21.80	15.59	14.93	0.57	-0.83
Pecuarios	4.54	6.50	5.06	6.25	5.10	1.63
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	12.90	11.14	13.92	7.70	9.71	13.51
Energéticos	15.72	13.68	17.03	8.00	12.18	18.71
Tarifas Autorizadas por Gobierno	7.99	6.82	8.20	7.08	5.12	4.10
Indicador de Media Truncada ^{1/}						
INPC	4.60	4.61	4.68	4.22	3.87	4.12
Subyacente	4.41	4.52	4.50	4.01	3.55	3.52

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

Gráfica 62
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

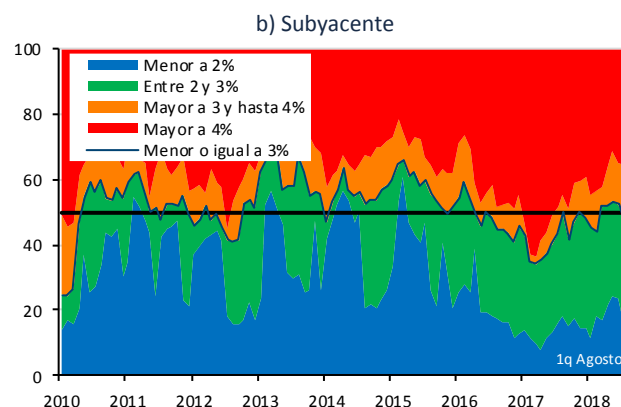
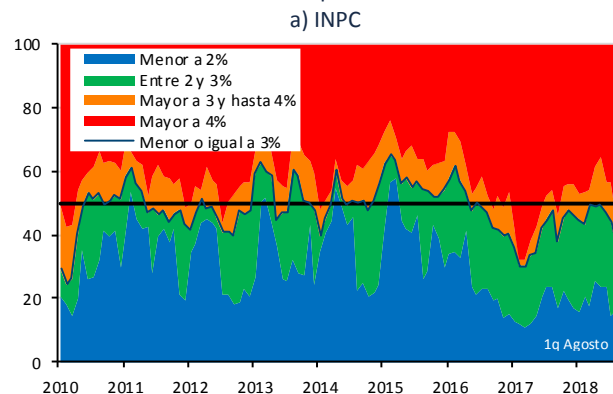
A continuación se presentan algunos indicadores complementarios que permiten analizar tanto la tendencia de la inflación general y subyacente, como su comportamiento en el margen.

En primer lugar, se analiza la proporción de las canastas del INPC general y subyacente, cuyas variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas se encuentran dentro de ciertos intervalos. Para ello, los genéricos que componen dichas canastas se 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%. Asimismo, se muestra el porcentaje de las canastas del INPC general y subyacente en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas en sus precios menores o iguales a 3%, y la que exhibe variaciones en sus precios mayores a 3% (Gráfica 63).

De este análisis se obtiene que el porcentaje de la canasta tanto del índice general, como del subyacente, con incrementos de precios menores a 3% aumentó entre el primer y el segundo trimestre de 2018, aunque en el margen tuvo una disminución (área azul y verde, Gráfica 63). En particular, la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de precios menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul) en el primer trimestre de 2018 fue 46%, en tanto que en el segundo trimestre se ubicó en 49%. En la primera quincena de agosto, la proporción referida fue 36%. En lo referente a la canasta del índice subyacente, en los trimestres mencionados las proporciones fueron 47 y 53%,

respectivamente, situándose en 39% en la primera quincena de agosto.

Gráfica 63
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. 1/
 Cifras en por ciento



a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

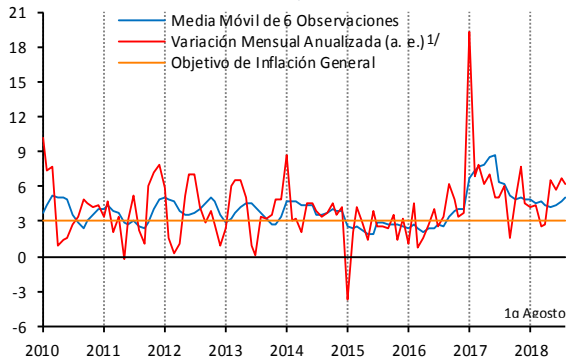
En segundo lugar, se muestra la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas, tanto del índice general, como del subyacente. En el primer caso, su variación mensual aumentó en el segundo trimestre como reflejo, principalmente, de la presión al alza que los precios de los energéticos ejercieron sobre la inflación general, si bien en el margen presentó una reducción. En lo que se refiere a las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas, tanto del índice subyacente, como de sus componentes, las mercancías y los servicios, estas se ubican en niveles cercanos a 3%. En cuanto a las medidas de tendencia, estas se sitúan en niveles cercanos al objetivo de inflación, si bien en el caso de la inflación general se observa un ligero repunte en periodos recientes (Gráfica 64).

Gráfica 64

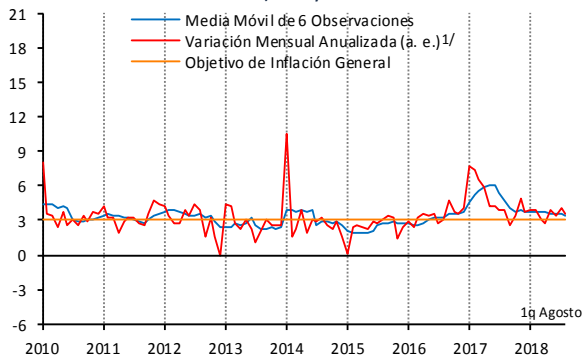
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia

Cifras en por ciento

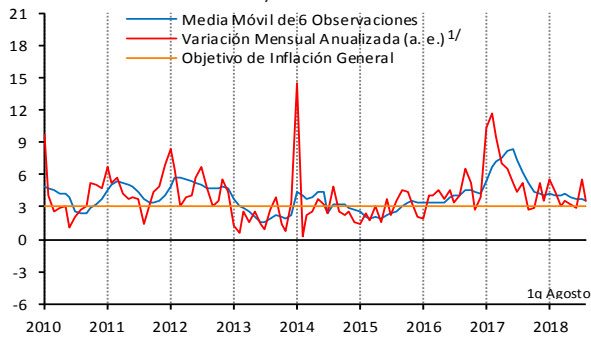
a) INPC



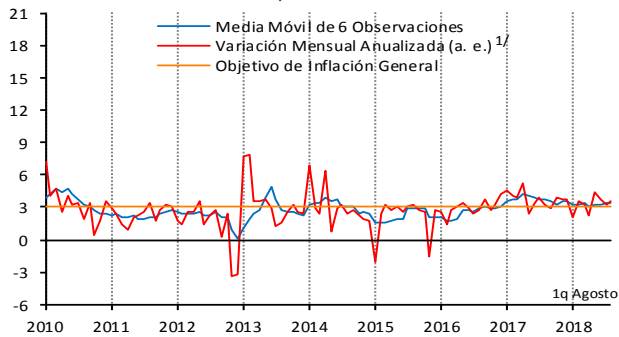
b) Subyacente



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.

Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación general ha continuado ubicándose considerablemente por debajo del nivel observado en la inflación general, lo que indica que las variaciones elevadas de precios de algunos bienes han estado influyendo en los niveles actuales de la inflación general. En particular, entre el primer y el segundo trimestre de 2018 el Indicador de Media Truncada para la inflación general pasó de 4.22 a 3.87% (las cifras de inflación fueron 5.31 y 4.57%, respectivamente), en tanto que en la primera quincena de agosto el Indicador se ubicó en 4.12% (la cifra observada fue 4.81%). En lo referente al Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente, este también se ubica por debajo de las cifras observadas, y disminuyó de 4.01 a 3.55% entre el primer y el segundo trimestre de 2018, ubicándose en 3.52% en la primera quincena de agosto (Gráfica 65 y Cuadro 2).

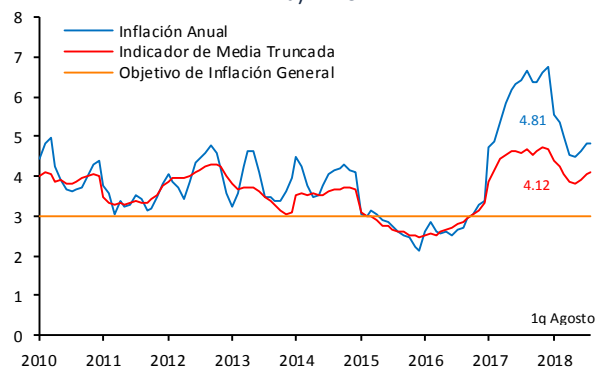
Adicionalmente, en el Recuadro 3 se analiza la dinámica de la inflación general, subyacente y no subyacente a distintas frecuencias de tiempo utilizando la metodología de “wavelets”. Este análisis sugiere que los incrementos recientes que ha tenido la inflación general se asocian con choques transitorios, mientras que la tendencia tanto de la inflación general, como de sus componentes subyacente y no subyacente, han exhibido una trayectoria a la baja en los meses recientes, si bien la inflación no subyacente pareciera presentar un nivel de largo plazo sistemáticamente mayor a la meta de 3%.

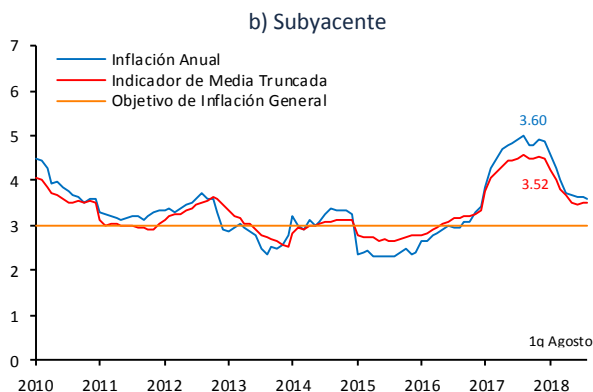
Gráfica 65

Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada 1/

Variación anual en por ciento

a) INPC





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

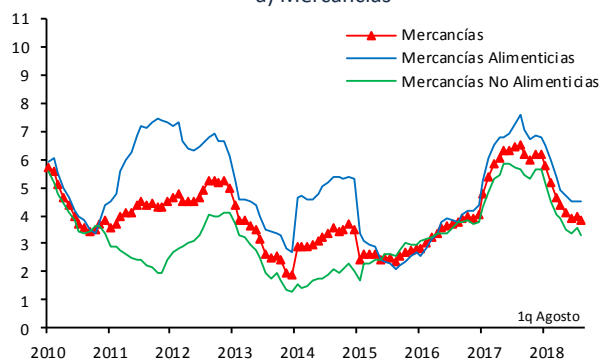
La trayectoria descendente de la inflación subyacente en el periodo que se reporta refleja en buena medida el comportamiento a la baja en las variaciones anuales de los precios de las mercancías, si bien también el subíndice de servicios disminuyó su variación anual. En particular, la inflación subyacente disminuyó de un nivel promedio anual de 4.29% en el primer trimestre de 2018 a 3.67% en el segundo. En la primera quincena de agosto, este indicador se ubicó en 3.60%. En específico:

i. El subíndice de precios de las mercancías redujo su variación anual promedio de 5.20 a 4.10% entre el primer y el segundo trimestre, registrando en la primera quincena de agosto un nivel de 3.85%. A su interior, tanto los precios de las mercancías alimenticias, como los de las no alimenticias, tuvieron reducciones en sus tasas de crecimiento anual a lo largo del trimestre de referencia (Gráfica 66a). Lo anterior fue reflejo tanto del desvanecimiento de los efectos indirectos de los choques que afectaron el año previo los costos de algunos insumos utilizados en la producción de varias mercancías, como de las acciones de política monetaria implementadas.¹⁵ De esta

forma, en el caso de los precios de las mercancías alimenticias, su variación anual promedio pasó de 5.93% en el primer trimestre a 4.71% en el segundo, ubicándose en 4.49% en la primera quincena de agosto. Las mercancías no alimenticias, por su parte, disminuyeron de una variación anual promedio en sus precios de 4.58 a 3.59% en los trimestres referidos, registrando 3.32% en la primera quincena de agosto.

ii. El subíndice de precios de los servicios disminuyó su tasa de variación anual promedio de 3.50% en el primer trimestre a 3.30% en el segundo. Cabe señalar que el nivel del primer trimestre incluyó el efecto calendario de Semana Santa, la cual en 2018 ocurrió en marzo y el año previo en abril, por lo que en el presente año los precios de los servicios turísticos subieron más en marzo y bajaron más en abril en comparación con el año previo. En la primera quincena de agosto, la variación anual del subíndice de precios de los servicios se ubicó en 3.36%. A su interior, destacó el comportamiento del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, el cual pasó de una variación anual promedio en sus precios de 4.07 a 3.58% en los mismos trimestres, ubicándose en 3.79% en la primera quincena de agosto (Gráfica 66b).

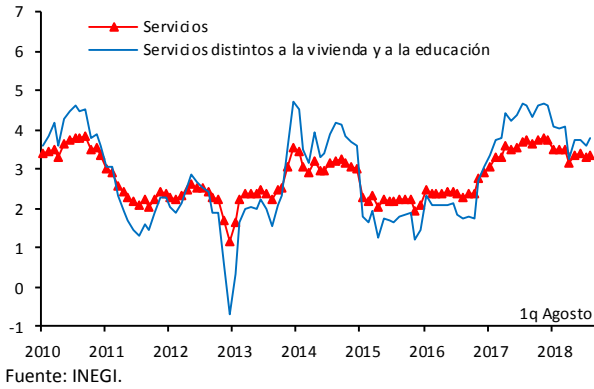
Gráfica 66
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías



¹⁵ Un efecto directo se refiere al impacto sobre el INPC de un incremento en el precio de un genérico, dada su ponderación. Por su parte, un efecto indirecto considera el impacto que tiene el incremento del precio de un genérico sobre los precios de otros bienes que lo utilizan como insumo. Finalmente, un efecto de segundo orden corresponde a

una situación en la que un choque de oferta contamina las expectativas de inflación y, por lo tanto, puede conducir a incrementos más generalizados en los precios de bienes y servicios no directamente asociados con el choque inicial.

b) Servicios

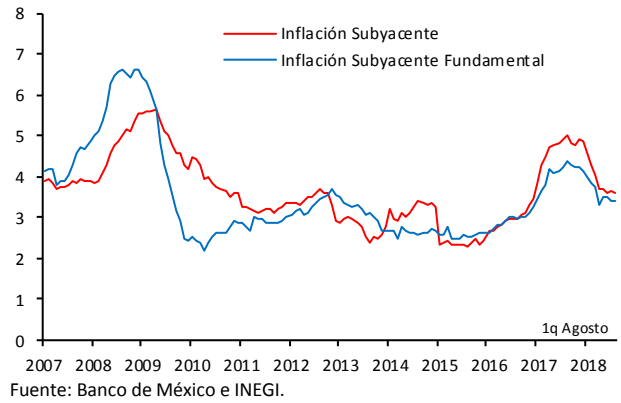


De esta forma, las incidencias sobre la inflación general anual de las variaciones en los precios de las mercancías se redujeron a lo largo del trimestre de referencia, en tanto que las incidencias de las variaciones en los precios de los servicios se han mantenido relativamente estables en los meses recientes (Gráfica 68).

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta continuó ubicándose en niveles inferiores a los de la inflación subyacente, además que ha exhibido un ligero patrón a la baja. Esto último es reflejo de la contracción que presentó la actividad económica en el segundo trimestre de 2018, lo cual condujo a condiciones cíclicas más relajadas. En particular, en el segundo trimestre de 2018 y en la primera quincena de agosto se ubicó en 3.43 y 3.40% respectivamente, cifras que se comparan con el 3.85% del primer trimestre (Gráfica 67).

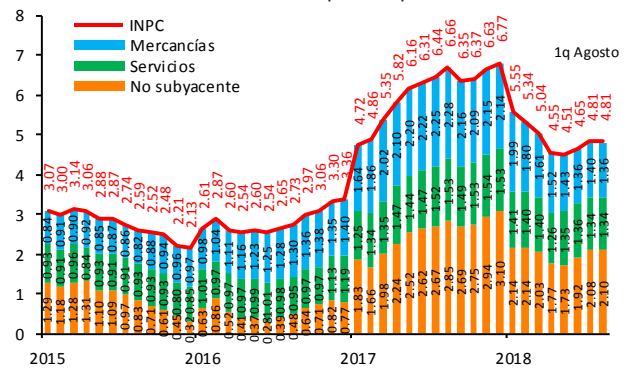
Gráfica 67

Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Gráfica 68

Índice Nacional de Precios al Consumidor
Incidencias anuales en puntos porcentuales 1/



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

Recuadro 3. Análisis de la Dinámica de la Inflación mediante “Wavelets”

1. Introducción

En el presente Recuadro se analiza la dinámica de la inflación mediante la metodología de *wavelets*, la cual consiste en descomponer una serie de tiempo en un conjunto de elementos asociados a diferentes frecuencias de tiempo, permitiendo así estimar la tendencia de largo plazo, los movimientos estacionales y cíclicos, así como las fluctuaciones de alta frecuencia de la inflación.¹

Los resultados de esta descomposición sugieren que los incrementos recientes de la inflación general han estado principalmente asociados a su componente de alta frecuencia. Más aún, dichos choques parecen no haber generado hasta el momento efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía, lo cual es congruente con la sostenida trayectoria a la baja que ha presentado el componente de baja frecuencia de la inflación general. En este sentido, se espera que el efecto de los choques recientes sobre la inflación sea de carácter transitorio.

Adicionalmente, se muestra que si bien se han presentado movimientos heterogéneos en las frecuencias de corto y de mediano plazo para la inflación general y subyacente, sus componentes de largo plazo presentan una tendencia a la baja y acercándose a la meta de inflación expresada en términos mensuales.

Otro de los hallazgos relevantes que se encuentra a partir de este análisis es que, si bien el componente de largo plazo de la inflación no subyacente también ha venido descendiendo, este por un largo tiempo ha mostrado niveles sistemáticamente por encima de la meta de inflación.

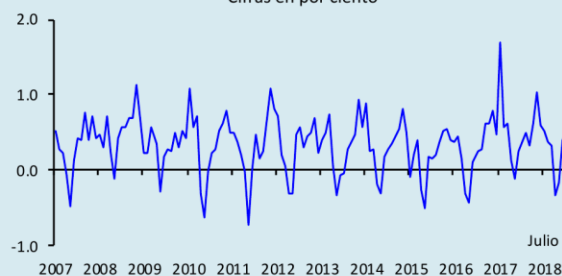
2. Evolución de la Inflación y Descomposición Mediante *Wavelets*

En las Gráficas 1, 2 y 3 se presenta la evolución mensual de la inflación general, subyacente y no subyacente desde enero de 2007 hasta julio de 2018. Como se puede apreciar en estas gráficas, la inflación general y no subyacente son más volátiles y presentan una estacionalidad más marcada que la inflación subyacente. Adicionalmente, se pueden observar los efectos de diversos choques sobre estas variables; por ejemplo, los de las modificaciones fiscales de enero de 2010 y 2014, así como el asociado a la liberalización de los precios de las gasolinas y del gas L.P. de enero de 2017.

En este contexto, y con el objetivo de analizar de manera más precisa los efectos de los diversos choques a los que ha estado expuesta la economía de México, se utiliza la metodología de *wavelets*, la cual proporciona una visión más detallada del comportamiento de la inflación en el tiempo y permite

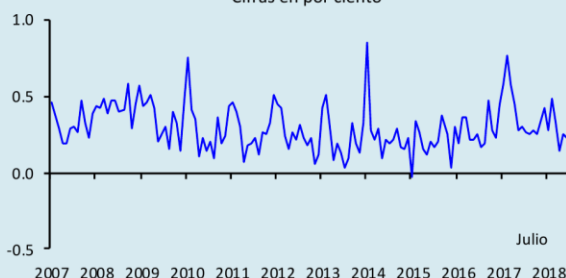
identificar las fluctuaciones que se han presentado en las distintas frecuencias que la integran.

Gráfica 1
Inflación General Mensual
Cifras en por ciento



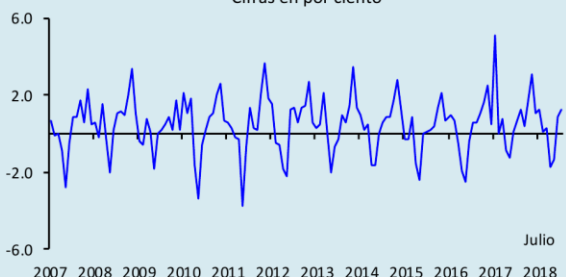
Fuente: Cálculos elaborados con información de Banco de México e INEGI.

Gráfica 2
Inflación Subyacente Mensual
Cifras en por ciento



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

Gráfica 3
Inflación No Subyacente Mensual
Cifras en por ciento



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

Profundizando en lo anterior, a continuación se detalla el procedimiento a utilizar para descomponer a las series mensuales de la inflación general, subyacente y no subyacente en distintas frecuencias. En particular, un *wavelet* es una función que aísla el comportamiento de una serie con respecto al tiempo y a una frecuencia específica. Así, la descomposición de una serie de tiempo mediante *wavelets* se puede expresar de la siguiente forma:

¹ En particular, el análisis wavelet consiste básicamente en describir una serie de tiempo mediante funciones determinísticas. Estas funciones, por definición, toman la forma de pequeñas ondas.

$$x(t) = D_1 + D_2 + \dots + D_j + S_j$$

donde:

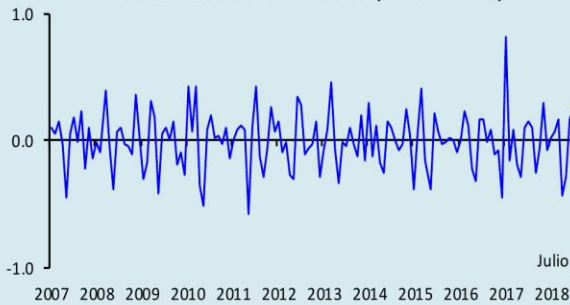
- ✓ D_j representa la j -ésima descomposición asociada a la j -ésima frecuencia de la serie $x(t)$.²
- ✓ S_j representa la descomposición asociada a la tendencia de la serie $x(t)$.³

Partiendo de esta metodología, se analizará la descomposición de la inflación mensual general, subyacente y no subyacente, considerando una muestra conformada por observaciones mensuales que comprenden de enero de 2007 a julio de 2018.

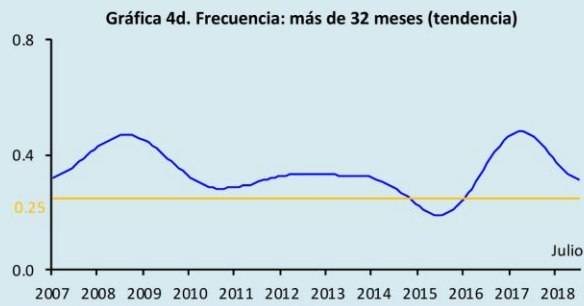
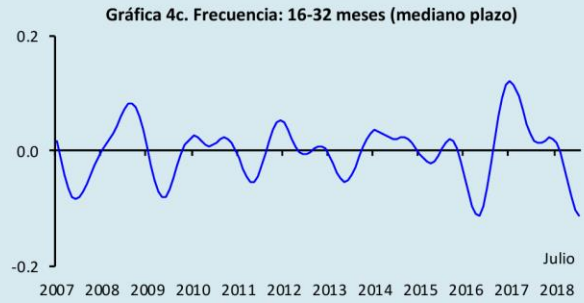
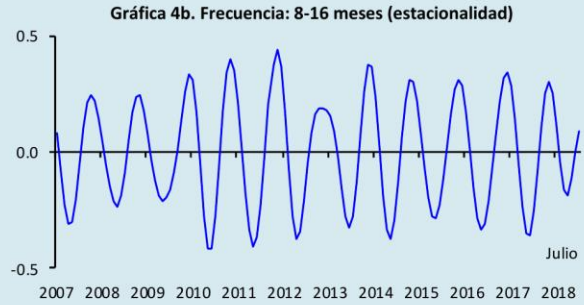
Dado el tipo de descomposición utilizado en este análisis, sólo es posible obtener frecuencias en potencias de base 2 (2, 4, 8, 16, 32...).⁴ A las frecuencias de 2 a 8 meses se les interpreta como fluctuaciones de alta frecuencia, a las frecuencias de 8 a 16 meses como variaciones estacionales, a las de 16 a 32 meses como movimientos de mediano plazo y las mayores de 32 meses como la tendencia de largo plazo.⁵

La Gráfica 4 ilustra las fluctuaciones de la inflación general a distintas frecuencias. En particular, se aprecia que en las últimas observaciones el componente de alta frecuencia y el estacional presentaron un incremento, asociado a los choques transitorios que han afectado a la inflación. En contraste, los componentes de media y baja frecuencia muestran una trayectoria a la baja. Esto sugiere que los choques a los que ha estado expuesta la inflación recientemente la han afectado de manera transitoria y han producido cambios en precios relativos. No obstante, dichos choques no parecen haber generado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía, de tal forma que las tendencias tanto de la inflación general, como de la subyacente, exhiben una tendencia a la baja hacia el objetivo de inflación.

Gráfica 4
Descomposición Wavelets: Inflación General
Variación mensual
Gráfica 4a. Frecuencia: 2-8 meses (alta frecuencia)



² Dichas descomposiciones representan las desviaciones de la tendencia, asociadas a movimientos de corta duración.
³ Caracteriza a los movimientos de larga duración o con mayor escala temporal.



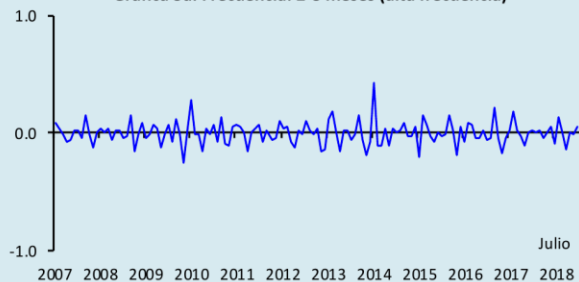
Fuente: Cálculos elaborados con información de Banco de México e INEGI.

La Gráfica 5 presenta la evolución de la inflación subyacente a distintas frecuencias de tiempo. Como se puede apreciar, el componente de alta frecuencia de la inflación subyacente es menos volátil que el de la general. Asimismo, el componente estacional de la subyacente es menos pronunciado que el de la general. Finalmente, el componente de media frecuencia se encuentra cerca de su nivel promedio, mientras que la tendencia de este indicador presenta una trayectoria a la baja y se encuentra muy cerca de la meta de inflación expresada en términos mensuales.

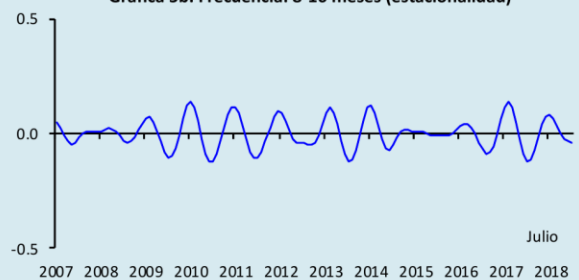
⁴ Para la frecuencia de 2 a 8 meses se agregaron la frecuencias de 2 a 4 meses y de 4 a 8 meses.

⁵ En este Recuadro se utilizan como funciones base las propuestas por Daubechies, (se utilizó la base Daubechies de nivel 8, la cual es menos asimétrica y permite identificar observaciones atípicas).

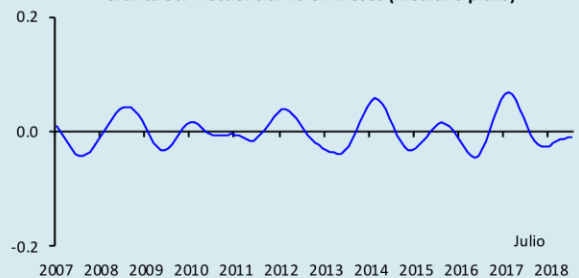
Gráfica 5
Descomposición Wavelets: Inflación Subyacente
 Variación mensual
Gráfica 5a. Frecuencia: 2-8 meses (alta frecuencia)



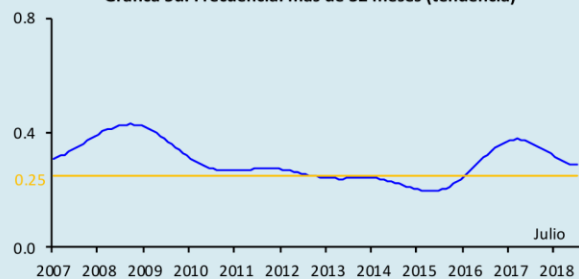
Gráfica 5b. Frecuencia: 8-16 meses (estacionalidad)



Gráfica 5c. Frecuencia: 16-32 meses (mediano plazo)



Gráfica 5d. Frecuencia: más de 32 meses (tendencia)

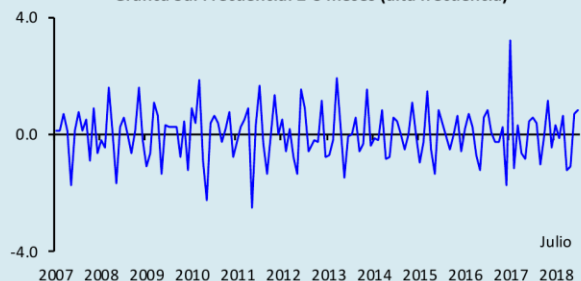


Fuente: Cálculos elaborados con información de Banco de México e INEGI.

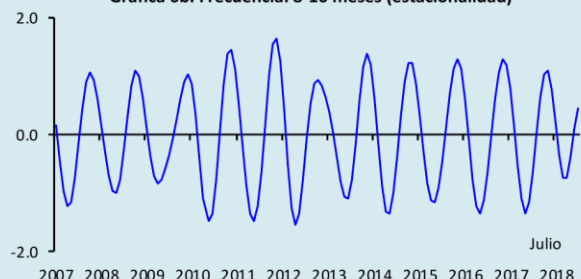
Finalmente, se presenta el mismo juego de gráficas para la inflación no subyacente mensual. En la Gráfica 6, se observa que es el componente de alta frecuencia el que ha propiciado el incremento reciente en la inflación general mensual, debido principalmente a los aumentos de precio de la gasolina y del gas L.P., hacia el final de la muestra. Más aún, si bien también está presentando una disminución en los últimos meses, es notorio que la tendencia de la inflación no subyacente mensual se encuentra sostenidamente por encima de la meta de

inflación del Banco de México, expresada en términos mensuales, a diferencia de aquella de la inflación subyacente.

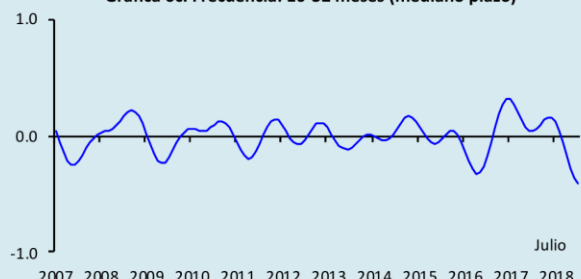
Gráfica 6
Descomposición Wavelets: Inflación No Subyacente
 Variación mensual
Gráfica 6a. Frecuencia: 2-8 meses (alta frecuencia)



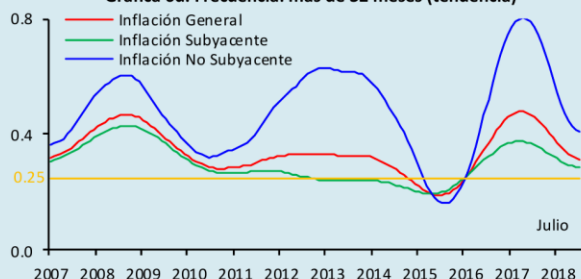
Gráfica 6b. Frecuencia: 8-16 meses (estacionalidad)



Gráfica 6c. Frecuencia: 16-32 meses (mediano plazo)



Gráfica 6d. Frecuencia: más de 32 meses (tendencia)



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

3. Consideraciones Finales

El análisis presentado sugiere que los incrementos recientes de la inflación general están asociados, principalmente, a su componente de alta frecuencia, mismos que podrían estar relacionados con choques transitorios en la economía. Por otro lado, los componentes de baja frecuencia, los cuales representan una medida de tendencia, han mostrado una trayectoria a la baja desde principios de 2017 a la fecha. Lo anterior sugiere que los choques a los que ha estado expuesta la inflación recientemente han dado lugar a cambios en precios relativos, cuyos efectos se han ido disipando a lo largo del tiempo sin que estos hayan generado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía.

En congruencia con ello, el análisis de *wavelets* revela una tendencia a la baja tanto de la inflación general, como de la subyacente, aproximándose al objetivo de inflación. No obstante, cabe señalar que el elevado nivel de la tendencia de la inflación no subyacente mensual que este análisis revela, pudiera representar un elemento de dificultad para el cumplimiento cabal de la meta inflacionaria de este Banco Central.

Referencias

González, D. (2001). "Análisis espectral: Consideraciones teóricas y aplicabilidad". *Economía y Sociedad*, No. 16, pp. 45-60.

Schleicher, C. (2002). "An introduction to wavelets for economists". Bank of Canada. Working paper 2002-3.

Ysusi, C. (2009). "Análisis de la Dinámica de la Inflación en México Usando Wavelets". Banco de México. Documentos de Investigación 2009-09.

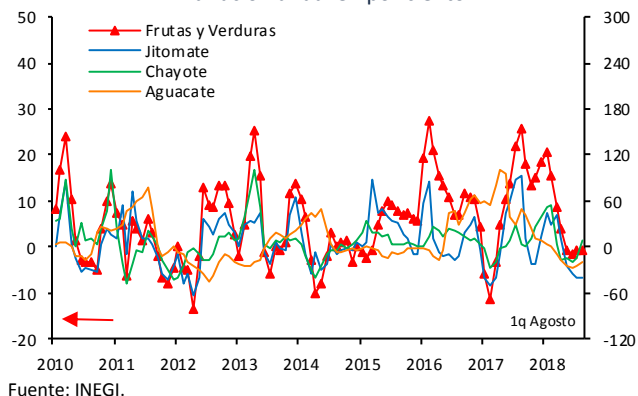
3.1.2. La Inflación No Subyacente

Luego de exhibir una disminución al inicio del año, en buena parte debido a un efecto de alta base de comparación y de una trayectoria favorable en la inflación de los productos agropecuarios, la tendencia decreciente de la inflación no subyacente anual estuvo acotada por la evolución del crecimiento de los precios de los energéticos, cuya magnitud ha mantenido elevada a la inflación no subyacente y, de hecho, ha provocado que aumente su tasa de variación anual a partir de junio. Así, en el primer trimestre de 2018 la inflación no subyacente anual promedio fue 8.32% y en el segundo trimestre se ubicó en 7.28%, mientras que en la primera quincena de agosto esta volvió a elevarse a 8.48%. Lo anterior ha provocado que las contribuciones de la inflación no subyacente a la inflación general hayan aumentado recientemente (Gráfica 68).

i. La variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios ha exhibido una tendencia a la baja a lo largo del año, la cual se acentuó en los últimos meses. Lo anterior, a pesar de los aranceles que impuso México a las importaciones de ciertos productos agropecuarios de origen estadounidense, sobre los cuales se estima que en junio y julio tuvieron un impacto de 4 puntos base al alza sobre la inflación general anual. Así, entre el primer y el segundo trimestre,

la variación anual promedio de este indicador se redujo de 9.39 a 3.40%, registrando 0.87% en la primera quincena de agosto. Al respecto han sido notorias las reducciones en las variaciones anuales de los precios de las frutas y verduras, las cuales pasaron de un promedio de 14.93% en el primer trimestre a 0.57% en el segundo, ubicándose en -0.83% en la primera quincena de agosto, destacando las reducciones de precio en el jitomate y en el aguacate (Gráfica 69).

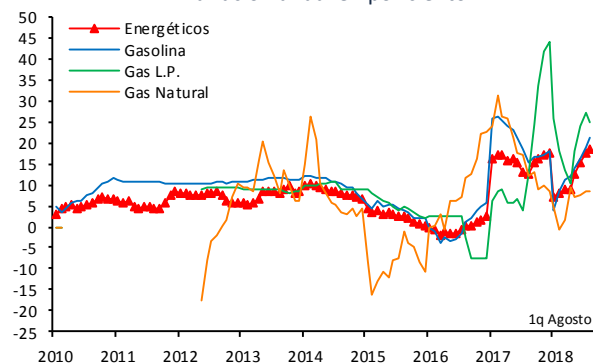
Gráfica 69
Índice de Precios de Frutas y Verduras Seleccionados
Variación anual en por ciento



ii. La variación anual promedio del subíndice de precios de los energéticos y las tarifas autorizadas por el gobierno aumentó entre el primer y el segundo trimestre de 7.70 a 9.71%, ubicándose en 13.51% en la primera quincena de agosto. La

mayor parte de estos incrementos se deben a las alzas de precios de energéticos. Este último subíndice de precios pasó de una variación anual promedio de 8.00% en el primer trimestre, a 12.18% en el segundo y a 18.71% en la primera quincena de agosto. Al respecto, han sido significativas las alzas de precio en la gasolina y en el gas L.P. Para poner aún más en perspectiva la magnitud de los incrementos de precios en los energéticos que actualmente afectan la evolución de la inflación, cabe destacar que en enero de 2017, cuando se llevó a cabo la liberalización de los precios de las gasolinas y del gas L.P., la variación anual que alcanzó el subíndice de precios de energéticos fue 16.31%, cifra menor a la que, como ya se mencionó, dicho subíndice presentó en la primera quincena de agosto (Gráfica 70). En particular, en los últimos meses destacan las mayores contribuciones a los incrementos en los precios de las gasolinas y del gas L.P. a la variación anual del subíndice de precios de los energéticos (Gráfica 71). Así, la contribución de este subíndice a la inflación general anual de la primera quincena de agosto de 2018 de 4.81% fue de 1.79 puntos porcentuales, en tanto que dicha contribución en la inflación de enero de 2017 de 4.72% fue de 1.59 puntos porcentuales.

Gráfica 70
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

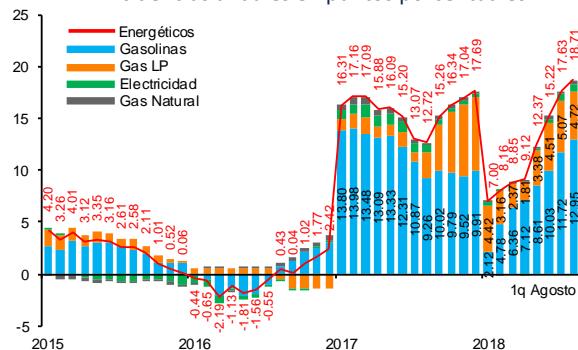
Abundando en lo anterior:

- La variación anual promedio de los precios de las gasolinas entre el primer y el segundo trimestre de 2018 pasó de 7.78 a 14.17%, siendo esta 21.30% en la primera quincena de agosto. Estas cifras reflejan la evolución de las referencias

internacionales de este combustible, del tipo de cambio, así como de la política de suavización de precios implementada por el Gobierno Federal. Si bien las referencias internacionales han tenido incrementos durante 2018 y el tipo de cambio tuvo episodios de depreciación en el segundo trimestre, la política de suavización referida ha retrasado los incrementos en los precios internos.

- El precio del gas L.P. pasó de una variación anual promedio de 19.15% en el primer trimestre de 2018 a 17.45% en el segundo. La referencia internacional de este combustible tuvo incrementos importantes en el trimestre de referencia, lo que en adición al debilitamiento que tuvo la moneda nacional en ese lapso, así como a la falta de competencia en los mercados de algunas regiones, explican los incrementos en los precios internos. En la primera quincena de agosto, la variación anual del precio de este combustible fue 25.06%.
- Las variaciones anuales promedio del precio del gas natural en el primer y segundo trimestre de 2018 fueron 1.80 y 8.00%, respectivamente. En la primera quincena de agosto los precios de este energético tuvieron una variación anual de 8.54%. Los precios del gas natural se determinan de acuerdo a su referencia internacional.
- Las tarifas eléctricas ordinarias tuvieron una reducción de 2% a inicios de 2016 y desde entonces se han mantenido sin cambio. Por su parte, las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) han exhibido variaciones que reflejan el costo de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. En abril, mayo y junio, sus variaciones mensuales fueron -4.2, -0.1 y 5.3%, respectivamente. En julio y agosto, registraron variaciones de 2.3 y 0.7%, respectivamente.

Gráfica 71
Índices de Precios de Energéticos
 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.

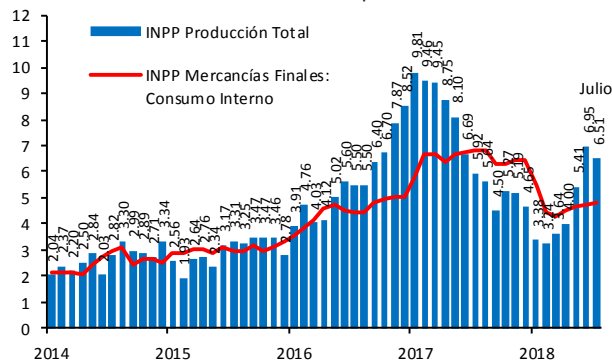
Finalmente, es oportuno señalar que el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI), responsable de elaborar y difundir el INPC, realizó el cambio de año base de ese indicador a partir de la primera quincena de agosto de 2018, tomando como periodo base la segunda quincena de julio de 2018. En adición al cambio del periodo de referencia del INPC para determinar los patrones de gasto, el INEGI llevó a cabo varias mejoras metodológicas, entre las que se encuentran la actualización de la canasta y la inclusión de la población en localidades rurales en la determinación de los ponderadores, la inclusión de más ciudades al INPC, así como un nuevo diseño estadístico muestral. Una descripción más detallada de lo anterior se presenta en el Recuadro 4.

3.2. Índice Nacional de Precios al Productor

La variación anual promedio del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo registró 3.42% en el primer trimestre de 2018 y se incrementó a 5.45% en el segundo, situándose en julio en 6.51%. Al interior de este indicador, el componente de mercancías y servicios finales aumentó su tasa de variación anual promedio entre los trimestres mencionados, al pasar de 3.24 a 4.97%, alcanzando 5.75% en julio. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su variación anual promedio subió de 0.27 a 5.37% entre el primer y el segundo trimestre, registrando 6.88% en julio. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró un aumento en su variación anual promedio, al pasar de 3.84 a 6.55% en los trimestres mencionados, ubicándose en 8.25% en julio. 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. Este subíndice en particular redujo sus tasas de crecimiento anual promedio entre los trimestres referidos, al pasar de 4.71 a 4.64%, mientras que en julio se ubicó en 4.83% (Gráfica 72).

Gráfica 72
Índice Nacional de Precios al Productor 1/
 Variación anual en por ciento



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

Recuadro 4. Principales Elementos del Cambio de Base del INPC

1. Introducción

El Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) es un indicador diseñado específicamente para medir el cambio promedio de los precios en el tiempo, mediante una canasta ponderada de bienes y servicios representativa del consumo de las familias de México. En particular, en la construcción de este tipo de índices usualmente se utiliza el índice de Laspeyres, el cual compara el gasto realizado de adquirir una canasta fija, permitiendo que los precios varíen entre periodos. No obstante, una de las principales limitantes de los índices de precios que usan esta fórmula es que no toman en cuenta los cambios en los patrones de consumo, entre otros factores, ante modificaciones en los precios relativos, pues las ponderaciones se fijan en un periodo determinado. Por lo anterior, se dice que los índices de precios con esta especificación tienden a sobreestimar el cambio en el nivel de precios de la economía.¹ En este sentido, para evitar en lo posible dicho sesgo, se recomienda revisar con frecuencia la canasta de bienes y servicios, así como las ponderaciones de estos, buscando reflejar los cambios en los patrones de consumo de los hogares.

De esta manera, un insumo fundamental en la construcción del INPC es determinar, en un punto en el tiempo, una canasta representativa del gasto de los hogares y asignar ponderaciones que representen la importancia de cada uno de los componentes de dicha canasta en el gasto del hogar. Cabe señalar que si los patrones de gasto de los hogares no cambiaran, se podrían utilizar indefinidamente en el INPC tanto la canasta como los ponderadores definidos en dicho punto del tiempo. Sin embargo, es un hecho que tanto la canasta de bienes y servicios que consumen los individuos, como la importancia relativa de cada uno ellos, cambian con frecuencia en respuesta a varios factores, como los movimientos en precios relativos, la introducción de nuevos productos, la aparición de nuevos puntos de venta y los cambios en el ingreso, entre otros. Debido a esta dinámica inherente a la economía, es importante llevar a cabo actualizaciones tanto de la canasta, como de los ponderadores, con el fin de que el indicador refleje lo más cercanamente posible los cambios en los precios de los bienes y servicios en los que gastan los hogares.

A partir del 15 de julio de 2011, el INEGI es la Institución a cargo de elaborar y difundir el INPC, tal como lo contempla la Ley del Sistema Nacional de Información Estadística y Geográfica (LSNIEG). En la primera quincena de abril de 2013 dicho Instituto realizó una actualización de ponderaciones, manteniendo sin cambio el resto de las características metodológicas del indicador, incluyendo el periodo base en la segunda quincena de diciembre de 2010. Más recientemente, determinó realizar un Cambio de Año Base (CAB) a partir de la

primera quincena de agosto de 2018, tomando como periodo base la segunda quincena de julio. Este proceso, además de cambiar el periodo de referencia del índice a la segunda quincena de julio, consideró la actualización de la canasta y de los ponderadores, la inclusión de más ciudades al INPC, así como un nuevo diseño estadístico muestral, todo lo cual busca robustecer la representatividad del indicador.

2. Cambios de Año Base del INPC

Las economías modernas se caracterizan por el dinamismo de los precios y de los ingresos, así como por la constante aparición de nuevos productos y formas de comercialización. En este entorno, como se mencionó previamente, para asegurar que el INPC refleje la evolución de los precios relevantes para el hogar representativo, es necesario realizar cada cierto tiempo un CAB. Desde que comenzó a producirse el INPC en 1969, este ha estado sujeto a seis cambios de año base. A lo largo del tiempo, han aumentado tanto las ciudades consideradas en el INPC, como el número de productos y servicios cotizados (Cuadro 1).

Cuadro 1
Evolución del INPC

Periodo Base	Ciudades	Número de Especificaciones Cotizadas al Comienzo de la Utilización de la Base	Fuente para Ponderaciones ^{1/}
1968	7	5,100	EIGF (1963)
1978	16	7,100	EIGF (1963)
1980	35	9,700	ENIGH (1977)
1994	46	43,400	ENIGH (1989)
2Q junio 2002	46	58,200	ENIGH (2000)
2Q diciembre 2010	46	83,500	ENIGH (2008)
2Q julio 2018	55	120,454	ENGASTO (2012 y 2013), ENIGH (2014)

1/ EIGF se refiere a la Encuesta de Ingresos y Gastos Familiares, ENIGH a la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares y ENGASTO a la Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares.

Fuente: Banco de México e INEGI.

3. Cambio de Año Base 2018

El CAB que recién llevó a cabo el INEGI tiene cuatro elementos principales:

1. **La actualización de la canasta de bienes y servicios que consumen las familias.** Los bienes y servicios considerados en la nueva canasta se eligieron de acuerdo a los conceptos de gasto reportados en la Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares (ENGASTO) de los años 2012 y 2013, así como de la Encuesta Nacional Ingreso Gasto de los Hogares (ENIGH) 2014. Las ENGASTO consideran los patrones de consumo de los hogares durante todo un año calendario, con el fin de evitar el sesgo por estacionalidad, el cual se presumía presentan las encuestas ENIGH. La nueva canasta incluye 299 genéricos, lo que se compara con los 283 de la anterior. De estos genéricos, 265 se mantienen igual y tienen un peso de aproximadamente 96% en la nueva canasta. Adicionalmente, se incorporan 10 genéricos

¹ Revisar el Boskin Commission Report en donde se analiza dicho sesgo para Estados Unidos.

nuevos, 2 desaparecen, 9 se desagregan en 19 y 7 se fusionan en 5. Estas modificaciones a la canasta de bienes y servicios del INPC se muestran en el Cuadro 2.

Cuadro 2
Comparativo de Genéricos para la Canasta Anterior y la Canasta con CAB

Canasta Anterior		Canasta CAB	
Número de Genéricos	Situación	Número de Genéricos	Ponderación (%)
265	Iguals	265	95.9
-	Nuevos	10	0.5
2	Desaparecen	-	-
9	Se desagregan en	19	2.4
7	Se fusionan en	5	1.2
283	Total	299	100.0

Fuente: INEGI.

II. **La actualización de ponderadores, que son el peso o participación de cada uno de los bienes y servicios en el índice de los productos.** Los ponderadores se refieren a la importancia relativa en el gasto de los hogares en los bienes y servicios que forman parte de la canasta del INPC. Como se señaló anteriormente, para el CAB los ponderadores fueron calculados con base en información de las ENGASTO 2012 y 2013, así como de la ENIGH 2014. Es importante señalar que para esta actualización se incluyó en la definición de estos ponderadores el efecto del gasto de los hogares que habitan en localidades con una población de menos de 15 mil habitantes. En el INPC anterior, las ponderaciones correspondían a los patrones de gasto de la población ubicada únicamente en localidades de 15 mil o más habitantes. Los nuevos ponderadores junto con los anteriores se presentan en el Cuadro 3. Así, las diferencias entre estos se explican tanto por cambios en los patrones de consumo, como por la inclusión de localidades con una población menor a 15 mil habitantes.

Cuadro 3
Comparativo de Ponderaciones para el INPC Anterior y el CAB
Cifras en por ciento

	INPC Anterior (A)	CAB ^{1/} (B)	Diferencia B - A
Índice General	100.00	100.00	0.00
Subyacente	77.44	75.55	-1.89
Mercancías	34.38	39.21	4.83
Alimentos, Bebidas y Tabaco	14.71	20.06	5.35
Mercancías No Alimenticias	19.67	19.15	-0.52
Servicios	43.06	36.34	-6.72
Vivienda	19.50	15.51	-3.99
Educación	5.11	3.61	-1.50
Otros Servicios	18.45	17.22	-1.23
No Subyacente	22.56	24.45	1.89
Agropecuarios	8.43	10.22	1.79
Frutas y Verduras	3.56	4.58	1.02
Pecuarios	4.87	5.64	0.77
Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno	14.13	14.23	0.10
Energéticos	8.78	9.97	1.19
Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.35	4.26	-1.09

1/ Los ponderadores del CAB se obtuvieron a partir de las ENGASTO 2012 y 2013, y de la ENIGH 2014.

Fuente: INEGI.

III. **La expansión de la muestra de localidades que se toman en cuenta para el levantamiento de precios.** Para el cálculo del INPC con el CAB se añadieron 9 ciudades, de manera que la muestra de ciudades en que se cotizan precios del INPC pasó de 46 a 55 ciudades. Las nuevas ciudades tienen distintos tamaños de población. Así, dos de ellas son localidades grandes (G), cuatro son medianas (M) y las tres restantes son pequeñas (P). Las ciudades que se integran son: Atlacomulco, Estado de México (P); Cancún, Quintana Roo (G); Coatzacoalcos, Veracruz (M); Esperanza, Sonora (P); Izúcar de Matamoros, Puebla (P); Pachuca, Hidalgo (M); Saltillo, Coahuila (G); Tuxtla Gutiérrez, Chiapas (M); y, Zacatecas, Zacatecas (M). En particular, en este CAB disminuye en términos relativos el peso que tienen las tres Áreas Metropolitanas de mayor tamaño en el país: el Área Metropolitana de la Ciudad de México, Guadalajara y Monterrey.

IV. **Un nuevo diseño estadístico.** El muestreo de los puntos de cotización de 248 genéricos considerados en la nueva canasta del INPC fue probabilístico, en contraste con la muestra dirigida que se tuvo en el INPC anterior. El marco muestral de dichos puntos de venta proviene de los resultados del Censo Económico 2014 y del Registro Estadístico de Negocios de México (RENEM) e incluye establecimientos que pertenecen a las 55 localidades incluidas en el nuevo INPC. Los 51 genéricos restantes que no tienen una muestra probabilística mantuvieron un muestreo de puntos de venta dirigido.

4. Consideraciones Finales

En este Recuadro se presentaron los principales puntos a considerar de la nueva base de cálculo y presentación del INPC. Para procurar la representatividad de este indicador, el INEGI decidió realizar un CAB del INPC a partir de la primera quincena de agosto de 2018 tomando la segunda quincena de julio como periodo base. Los cambios incluidos atienden la situación actual del país en cuanto a cobertura geográfica, puntos de venta y patrones de consumo. Finalmente, el contar con un indicador actualizado de la variación de los precios que sea representativo de los patrones de consumo de los hogares mexicanos, como el recientemente publicado por el INEGI, resulta fundamental para una determinación adecuada de la política monetaria.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

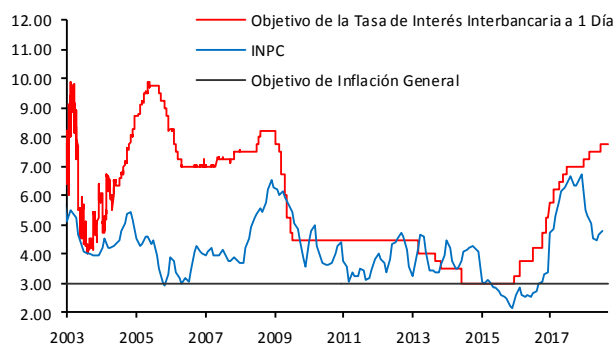
Para tomar sus decisiones en torno a la conducción de la política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación con respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para la inflación. Asimismo, al existir un elevado grado de incertidumbre, así como riesgos que pudieran tener impactos adversos sobre la inflación, es necesario que la política monetaria actúe de manera oportuna y firme. De este modo, se favorece la convergencia de la inflación hacia su meta y se robustece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

Así, tomando en cuenta las perspectivas para la inflación y la reducción que esta presentó en los primeros meses de 2018, en las reuniones de abril y mayo de 2018 la Junta de Gobierno decidió por unanimidad mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en 7.50%, si bien reconoció que la inflación no subyacente permanecía en niveles elevados. En las semanas subsecuentes, algunos de los riesgos para la inflación señalados por este Instituto Central comenzaron a materializarse. En particular, se registró un entorno externo más adverso caracterizado por un fortalecimiento generalizado del dólar y una mayor aversión al riesgo, lo que estuvo parcialmente asociado a un aumento en las tensiones comerciales internacionales y a factores geopolíticos. Los factores antes descritos, así como los particulares a México ya señalados en este Informe, dieron como resultado un aumento en la volatilidad del peso y una mayor depreciación. Adicionalmente, se presentaron presiones mayores a las previstas sobre los precios de la gasolina y del gas L.P. En consecuencia, el balance de riesgos para la inflación se deterioró. En respuesta a ello, la Junta de Gobierno decidió incrementar en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a un nivel de 7.75%, en su reunión de junio. Posteriormente, los mercados

financieros nacionales mostraron una evolución más favorable y se revirtió la depreciación que había experimentado la moneda nacional en los meses previos. En la reunión de política monetaria de agosto, la Junta de Gobierno destacó que los choques que han afectado recientemente a la inflación, particularmente los incrementos en los precios de los energéticos, son de naturaleza transitoria; que la contracción de la actividad en el segundo trimestre ha conducido a condiciones cíclicas más holgadas a las esperadas, situación que se estima prevalezca en el futuro –lo que implica menores presiones de demanda sobre la inflación–; que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanecen estables; y que, considerando todos los factores anteriores, la tendencia esperada de la inflación subyacente continúa siendo descendente. Bajo este entorno, la Junta decidió mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 7.75% (Gráfica 73).

Con estas acciones, y considerando la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés de corto plazo se ha incrementado a un nivel real ex ante cercano al 4.0% (Gráfica 74). Al respecto, cabe señalar que el rango estimado para la tasa neutral de corto plazo en términos reales es de 1.7 a 3.2%, con un punto medio de 2.5%.¹⁶

Gráfica 73
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General^{1/}
Por ciento anual



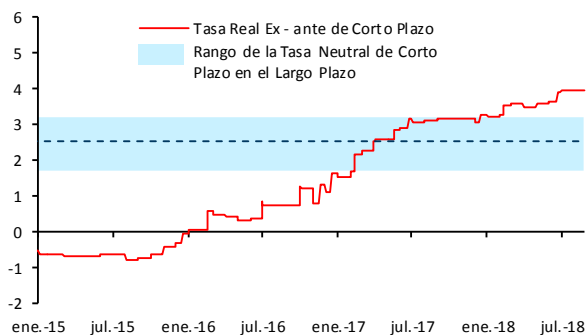
1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a junio.

Fuente: Banco de México e INEGI.

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 -

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

Gráfica 74
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 de Banco de México. La línea punteada corresponde al punto medio del rango.
 Fuente: Banco de México.

En cuanto a la evolución de la inflación con respecto a sus proyecciones, como ya se mencionó, la inflación general anual registró una disminución en los primeros cinco meses de 2018, si bien la inflación no

subyacente aún permanece en niveles elevados. Posteriormente, como ya se señaló, la materialización de algunos riesgos para la inflación en el mes de junio y la primera quincena de julio condujo a que su balance de riesgos se deteriorara en junio y mantuviera un sesgo al alza en agosto, e influyeron en el componente no subyacente de la misma. Ello, en contraste con la previsión para el componente subyacente de la inflación, que se espera continúe mostrando una tendencia descendente. Así, derivado del cambio en precios relativos propiciado por los eventos anteriormente descritos, la trayectoria de la inflación general prevista se incrementó, como se detalla más adelante, si bien se estima que el efecto de dichos cambios sobre la inflación sea de carácter transitorio. Esto último considerando que la incidencia de este cambio en precios relativos sobre la medición anual de la inflación, mediante su efecto aritmético, desaparecerá una vez transcurridos doce meses.

Recuadro 5. Régimen de Objetivos de Inflación con Base en Pronósticos

1. Introducción

El Esquema de Objetivos de Inflación, adoptado oficialmente por el Banco de México en 2001, es un marco para la conducción de la política monetaria que se caracteriza por el reconocimiento de la estabilidad de precios como objetivo fundamental del banco central, el anuncio de un objetivo explícito de inflación, un alto nivel de transparencia y una comunicación clara con el público, así como por contar con mecanismos de rendición de cuentas.

A pesar de haber sido ampliamente adoptado por diversos bancos centrales, la literatura reconoce que el Esquema de Objetivos de Inflación conlleva retos importantes con respecto a su evaluación y monitoreo. Esto debido, principalmente, a que la política monetaria afecta con un rezago a la inflación mediante distintos canales de transmisión, y a que la inflación se encuentra continuamente sujeta a choques. En este contexto, la publicación de pronósticos de inflación facilita la evaluación del desempeño de un banco central que conduce la política monetaria para lograr la meta de inflación en un cierto horizonte. En particular, los analistas, los participantes en los mercados y el público en general están en mejores condiciones para dar seguimiento y evaluar la política monetaria. De esta manera, en la literatura se ha argumentado que utilizar el pronóstico de inflación del banco central como “objetivo intermedio” de política monetaria puede contribuir a mejorar el esquema de objetivos de inflación.

En el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017 se reiteró la importancia del papel de los pronósticos de inflación en la conducción de la política monetaria por parte de este Instituto Central, característica distintiva de un Esquema de Objetivos de Inflación con base en pronósticos o IFT (Inflation Forecast Targeting) por sus siglas en inglés. De acuerdo con la literatura y las mejores prácticas, la publicación de pronósticos de inflación es un elemento fundamental de la estrategia de comunicación de los bancos centrales, ya que dichos pronósticos constituyen una referencia explícita de los efectos esperados del manejo de la política monetaria, y facilitan su evaluación por parte del público. Adicionalmente, su publicación y explicación detallada pueden mejorar la comprensión sobre la manera en que un banco central toma decisiones de política monetaria, lo que refuerza la rendición de cuentas y su eficiencia. Con base en lo anterior, en este Recuadro se describen los elementos principales de la conducción de la política monetaria bajo un esquema de IFT, así como algunas características relevantes de su uso en la experiencia internacional.

2. IFT: Definición y Elementos Principales

El esquema de IFT se define como un esquema en el cual el banco central decide la postura de política monetaria de tal manera que los pronósticos de inflación que resultan de dicha postura sean congruentes con el cumplimiento de su mandato, considerando el horizonte en que opera la política monetaria.¹ Ello implica que el pronóstico sobre la evolución futura de la inflación cumpla con un criterio determinado, principalmente en cuanto al horizonte en que la autoridad monetaria considera que la inflación tendría que ubicarse en su meta.² En este contexto, los pronósticos de inflación de la autoridad monetaria pueden interpretarse como un “objetivo intermedio”, es decir, como un objetivo que no es un fin en sí mismo, pero que al tomar las medidas para que la inflación alcance el nivel pronosticado se actúa con el fin de alcanzar la meta del banco central.³ En particular, el pronóstico de inflación del banco central es un objetivo intermedio adecuado, entre otras cosas debido a que: i) está altamente correlacionado con la inflación futura; ii) se tiene un mayor control sobre este que sobre la inflación que habrá de observarse en el futuro; y iii) su publicación lo hace ampliamente visible al público.⁴ Así, la literatura reconoce que para que este marco funcione correctamente es necesaria la publicación de los pronósticos de inflación antes mencionados, una amplia discusión y explicación del razonamiento detrás de ellos mismos y de las posibles desviaciones de estos.⁵

Los principales elementos de un esquema de IFT son:

a) Un criterio: El pronóstico de la autoridad monetaria sobre la evolución futura de la inflación debe cumplir con un criterio determinado, que incluye un horizonte temporal específico para el cumplimiento de la meta de inflación. Dicho horizonte se determina en función de las características de la economía (por ejemplo, el tiempo en el cual operan cabalmente los mecanismos de transmisión de la política monetaria), el estado inicial de la misma, las características de los choques a los cuales está sujeta, y otras consideraciones de la autoridad monetaria. En suma, si bien un banco central puede establecer que la inflación tendría que situarse en su meta en el mediano plazo, ello no significa necesariamente que el horizonte en que la autoridad monetaria considera que la inflación converja a su meta sea fijo. El horizonte específico depende de factores tales como la naturaleza, magnitud y persistencia de las perturbaciones que en un momento dado están afectando la evolución de la inflación.⁶

b) Pronósticos Estructurales: Los pronósticos utilizados por el banco central deben estar basados en uno o varios modelos que tomen en cuenta toda la información disponible que sea

¹ Ver Svensson (2017).

² Ver Svensson (1997, 1999) y Woodford (2007).

³ La idea de que la meta de inflación implica que el pronóstico de inflación se convierta en un objetivo intermedio fue introducida por King (1994), mientras que el término IFT fue introducido por Svensson (1997).

⁴ Ver Svensson (1997).

⁵ Ver Svensson (2017) y Woodford (2007).

⁶ Ver Clinton et al. (2017).

relevante. En particular, consideran los determinantes fundamentales de la inflación, el estado actual de la economía, los mecanismos de transmisión de la política monetaria, así como el impacto y propagación de los diversos choques al interior de la economía. Dichos pronósticos se basan en los resultados de modelos, pero también incorporan el juicio de los miembros del Comité de Política Monetaria y de quien los elabora respecto de los elementos que pudieran afectar la inflación.⁷ Asimismo, en la elaboración de dichos pronósticos se considera la interacción entre la inflación y la política monetaria, de tal manera que se establece, endógenamente, una postura de política monetaria que da lugar a que el pronóstico de inflación cumpla con el criterio establecido por el banco central.

c) Transparencia y Estrategia de Comunicación: El esquema de IFT requiere de un alto nivel de transparencia y de una estrategia de comunicación del banco central que incluya, junto con la publicación de los pronósticos de inflación, su explicación y justificación detallada. Lo anterior facilita, primero, la comprensión de la estrategia de respuesta (función reacción) del banco central, haciendo que sus acciones sean más predecibles. En segundo lugar, contribuye a que el banco central goce de una mayor credibilidad y, en consecuencia, que la conducción de la política monetaria sea más eficiente. En tercer lugar, sirve como herramienta de rendición de cuentas, ya que facilita el monitoreo y la evaluación de las acciones de política monetaria.

En suma, la literatura reconoce que la publicación de los pronósticos de inflación por parte del banco central fortalece el mecanismo de transmisión de la política monetaria por dos vías: i) al incrementar la confianza del público de que las acciones del banco central están dirigidas a cumplir con el objetivo de inflación, contribuye a alinear las expectativas de inflación de los agentes económicos a la meta de inflación; y ii) al influenciar las expectativas tanto de inflación como de la postura monetaria en el futuro, permite que operen de manera más eficiente los canales de transmisión de la política monetaria.⁸

3. Pronósticos de Inflación y Decisión de Política Monetaria

Tomando en cuenta las consideraciones anteriores, la manera en que bajo un esquema de IFT el banco central utiliza los pronósticos de inflación en el proceso de decisión de la política monetaria puede resumirse en las siguientes etapas:⁹

a) Dada una postura de política monetaria (por ejemplo la utilizada para la decisión inmediata anterior), se elabora un nuevo pronóstico de inflación considerando toda la nueva información disponible.

b) Si el nuevo pronóstico de inflación cumple con el criterio que estableció el banco central para la convergencia de la inflación a su meta, entonces la postura de política monetaria se mantiene sin cambio.

c) Si el nuevo pronóstico de inflación no cumple con el criterio referido entonces, considerando la naturaleza, magnitud y persistencia prevista para los nuevos choques que están afectando a la inflación, el banco central evalúa las diferencias correspondientes así como el horizonte específico en el que la inflación podría ubicarse en su meta. En particular, evalúa la postura de política monetaria que se necesitaría para alcanzar la meta en las nuevas condiciones.

d) Finalmente, se publica el nuevo pronóstico de inflación y se explica detalladamente las razones detrás del cambio en los pronósticos, del cambio en la fecha en que se estima la inflación se ubicaría en su meta y de la manera en que la política monetaria contribuiría a esto último.

4. Evidencia Internacional

En la práctica, sólo algunos bancos centrales son considerados explícitamente en la literatura bajo la versión más extrema de IFTs (Nueva Zelanda, Canadá, Suecia, Noruega, Chile, Israel y República Checa, entre otros). No obstante, son varios los que cuentan con elementos que caracterizan dicho marco.¹⁰ En particular, de una muestra de 28 bancos centrales tanto de economías avanzadas, como emergentes, que siguen un esquema de objetivos de inflación, todos elaboran pronósticos de inflación que toman en cuenta en sus decisiones de política monetaria y que, además, dan a conocer al público de manera regular, principalmente, a través de sus reportes de política monetaria.¹¹

Otro aspecto relevante es el horizonte en que los bancos centrales pronostican que la inflación converja a su respectiva meta. En este sentido, la mayoría de los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como emergentes, consideran que sus acciones de política monetaria son tales que sus pronósticos de inflación converjan a su meta, en un horizonte no mayor a tres años. Cabe destacar que, como ya se mencionó, la convergencia de la inflación a su objetivo puede estar sujeta a diversos elementos, entre ellos, otras consideraciones de la autoridad monetaria, el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria y las propiedades de los choques que enfrenta la economía, entre otros factores.

La literatura sugiere que otro elemento clave de un esquema IFT es que la postura de política monetaria sea endógena a los modelos de pronóstico que se utilizan y que cumpla con la meta de inflación en el horizonte correspondiente. En este sentido, el 39% de los bancos centrales analizados utiliza un

⁷ Ver Svensson (2005).

⁸ Ver Clinton et al. (2015).

⁹ Ver Svensson (2017). Nuevamente, la explicación corresponde a un banco central cuyo mandato es de estabilidad de precios.

¹⁰ Ver Clinton et al. (2015).

¹¹ Economías Avanzadas: Australia, Zona Euro, Canadá, Estados Unidos, Japón, Noruega, Nueva Zelanda, Reino Unido, Suecia y Suiza. Economías Emergentes: Brasil, Chile, Colombia, Corea, Filipinas, Hungría, India, Indonesia, Israel, Malasia, México, Perú, Polonia, República Checa, Rusia, Sudáfrica, Tailandia y Turquía.

supuesto de tasa de política monetaria endógena, de los cuales 3 son bancos centrales en economías avanzadas y 8 en emergentes. No obstante, algunos bancos centrales consideran otros supuestos; en particular destaca que para las economías avanzadas, el 30% reporta un supuesto de tasa constante y el mismo porcentaje supone una postura de política monetaria acorde con las expectativas del mercado, mientras que en dos bancos centrales utilizan la evaluación de cada uno de los miembros del Comité. Por su parte, para las economías emergentes, el 17% considera un supuesto de tasa constante y el 6% supone una postura acorde con las expectativas del mercado y/o analistas.¹²

5. Consideraciones Finales

El Banco de México ha venido avanzando en su estrategia de comunicación, tomando en cuenta elementos que pueden contribuir para que el Instituto Central se encuentre en condiciones de cumplir con su mandato constitucional, dentro del marco de objetivos de inflación que se adoptó en 2001. Una descripción de todo este proceso se encuentra en el recuadro “Avances en la Estrategia de Comunicación, Transparencia y Rendición de Cuentas del Banco de México” publicado en el Informe Trimestral Enero - Marzo 2018. En cuanto al papel de los pronósticos de inflación en el proceso de decisión de la política monetaria, el Instituto Central debe explicar de manera clara y detallada las razones detrás de posibles cambios en los pronósticos de inflación. Asimismo, dependiendo del tipo de choques que incidan sobre la inflación, se debe evaluar si se requiere modificar el horizonte en el que se considera que la inflación se ubicaría en su meta y, en caso de ser así, cual sería la postura monetaria congruente con ello.

¹² Los porcentajes no necesariamente suman 100 ya que algunos bancos centrales publican sus pronósticos con base en más de un supuesto de tasa de política monetaria.

Referencias

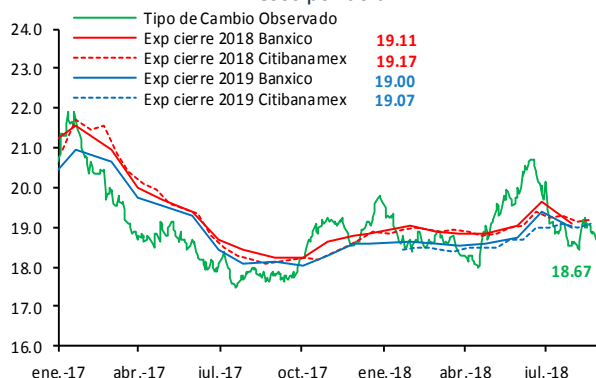
- Clinton, K., Freedman, C., Juillard, M., Kamenik, O., Laxton, M. D., y Wang, H. (2015), “Inflation-Forecast Targeting: Applying the Principle of Transparency”, IMF Working Paper 15/132.
- Clinton, K. Hlédik T., Holub T., Laxton D. y H. Wang. (2017), “Czech Magic: Implementing Inflation-Forecasting at the CNB”, IMF Working Paper 17/21.
- King, M. (1994). “Monetary Policy in the UK”, Fiscal Studies 15, No 3, 109-128.
- Svensson, L. E.O. (1997), “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, European Economic Review 41(6), 1111–1146.
- Svensson, L. E.O. (1999), “How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?” en New Challenges for Monetary Policy, symposium patrocinado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, Agosto 26-28.
- Svensson, L. E.O. (2005), “Monetary Policy with Judgment: Forecast Targeting”, International Journal of Central Banking 1(1), 1–54.
- Svensson, L. E.O. (2017), “What Rule for the Federal Reserve? Forecast Targeting”, mimeo.
- Woodford, M. (2007), “The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy”, Journal of Economic Perspectives 21(4), 3–24.

Con respecto a los determinantes de la inflación, en particular el referente al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, destaca que de finales de marzo a la primera mitad de junio de este año, la moneda nacional registró un aumento importante en su volatilidad y una depreciación de 12.6%. Así, el tipo de cambio llegó a ubicarse en un nivel de 20.72 pesos por dólar el 15 de junio, tocando incluso un nivel de 20.96 pesos por dólar en su cotización intradía. Entre los factores de índole externo que influyeron en este comportamiento se encuentran el fortalecimiento generalizado del dólar estadounidense y la presencia de riesgos con respecto al panorama de comercio internacional, lo cual influyó en la cotización de la mayoría de las monedas de economías emergentes. Factores de

índole interno, tales como la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN y al desarrollo del proceso electoral en nuestro país, también contribuyeron a dicha evolución. En contraste, de la segunda mitad de junio a finales de agosto, la moneda nacional mostró una apreciación de 9.9%. Ello reflejó: i) los efectos de las acciones de política monetaria del Banco de México; ii) la percepción de una mejoría en las perspectivas de las negociaciones del TLCAN; y, iii) la menor incertidumbre después de la elección en el país. En congruencia con este comportamiento del peso mexicano las expectativas para el tipo de cambio al cierre de 2018 y 2019 extraídas de encuestas pasaron de 19.62 y 19.38 pesos por dólar en junio a 19.11 y 19.00 pesos por dólar en julio, respectivamente (Gráficas 75 y 76). No

obstante, la volatilidad en el mercado cambiario mexicano mostró cierto incremento durante mediados de agosto, reflejando la mayor volatilidad financiera internacional que ha respondido, en parte, a la fuerte caída de la lira turca, provocada mayormente por factores idiosincrásico (ver Recuadro 1). 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.

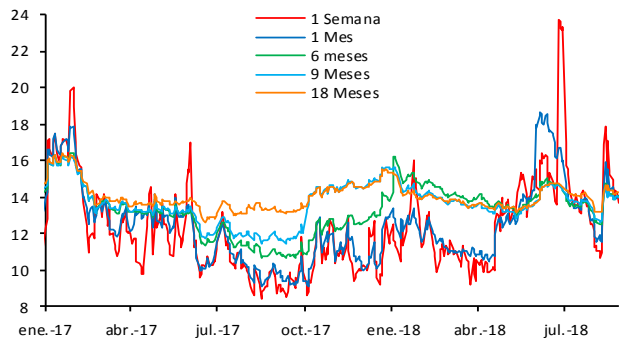
Gráfica 75
Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
 Pesos por dólar



^{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 julio y de la encuesta Citibanamex del 21 de agosto de 2018.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Gráfica 76
Volatilidad Implícita en Opciones del Tipo de Cambio
 Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, luego de que las condiciones de holgura se estrecharon durante el primer trimestre de 2018, la contracción de la actividad económica en el segundo trimestre del año dio lugar a un relajamiento mayor

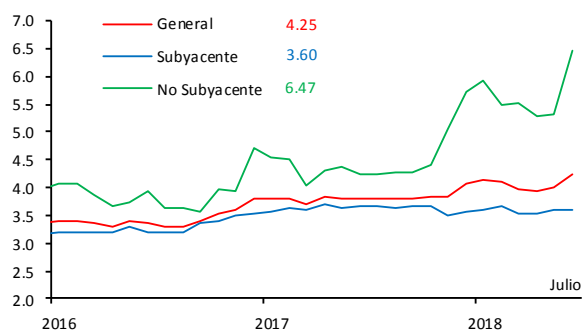
al previsto en dichas condiciones, aunque el mercado laboral continúa presentando estrechez. Asimismo, la previsión acerca de la actividad económica en los próximos trimestres sugiere que estas inclusive continuarían relajándose.

En cuanto a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, como se mencionó en la Sección 2.1.4, la Reserva Federal ha venido actuando conforme a su previsión de que el proceso de normalización de su postura monetaria, incluyendo el programa de reducción de su hoja de balance iniciado en octubre de 2017, procederá de manera gradual. En este contexto, como se anticipaba, la Reserva Federal incrementó en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales en junio y lo mantuvo sin cambios en agosto. Asimismo, se anticipan dos incrementos adicionales en la tasa de fondos federales en lo que resta de 2018. El escenario base que está siendo descontado por analistas y participantes en los mercados es uno en que, como se mencionó, la Reserva Federal irá normalizando gradualmente su política monetaria, si bien persiste la posibilidad de sorpresas con respecto a la velocidad de dicho proceso. En particular, ante los riesgos de mayores presiones inflacionarias a las esperadas, dado el entorno de reducida holgura en ese país, existe el riesgo de que las condiciones monetarias pudieran normalizarse a un ritmo mayor al actualmente previsto, lo que tendría repercusiones sobre los mercados financieros internacionales. En este contexto, Banco de México da seguimiento cercano al proceso de normalización monetaria en Estados Unidos y a la evolución de la postura monetaria relativa entre ambos países.

En relación con las expectativas de inflación, destaca que durante los primeros meses del segundo trimestre del presente año, la mediana correspondiente al cierre de 2018 disminuyó. En particular, esta se ajustó a la baja de 4.09% a 3.94% entre marzo y mayo de 2018. No obstante, a partir de que algunos riesgos para la inflación comenzaron a materializarse, entre ellos los incrementos en los precios de algunos energéticos, y de que datos observados de la inflación se ubicaron por arriba de las expectativas de los analistas, la mediana para el cierre del año en curso aumentó, registrando 4.25% en la encuesta de julio. En contraste, la mediana para

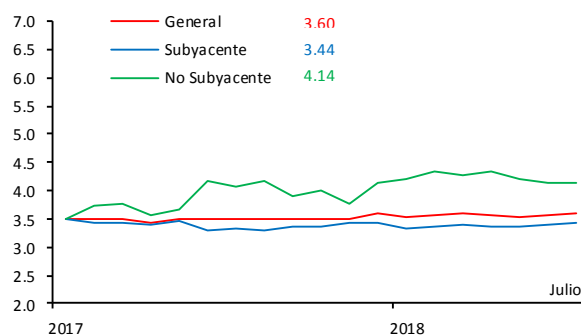
el componente subyacente al cierre de 2018 disminuyó de 3.68 a 3.60%, entre marzo y julio de 2018, en tanto que la expectativa implícita para el componente no subyacente aumentó de 5.49 a 6.47% (Gráfica 77).¹⁷ Por su parte, en lo referente a las expectativas de inflación general para plazos mayores, destaca que la mediana correspondiente al cierre de 2019 permaneció alrededor de 3.60%, en tanto que la correspondiente a la inflación subyacente aumentó de 3.40 a 3.44% y aquella implícita para el componente no subyacente disminuyó de 4.28 a 4.14% entre las encuestas antes referidas (Gráfica 78).¹⁸ Finalmente, las medianas de las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos se mantuvieron estables en 3.50%, en el mismo lapso (Gráfica 79).¹⁹

Gráfica 77
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2018
Por ciento



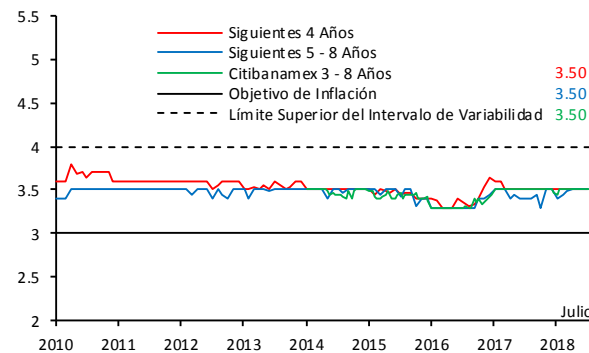
Fuente: Encuesta Banco de México.

Gráfica 78
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2019
Por ciento



Fuente: Encuesta Banco de México.

Gráfica 79
Medianas de las Expectativas de Inflación General a distintos plazos
Por ciento



Fuente: Encuesta Banco de México y Encuesta Citibanamex.

Por lo que respecta a la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo), esta aumentó entre marzo y julio (Gráfica 80). En relación con los componentes de la misma que se estiman, las expectativas de largo plazo (promedio de 1 a 10 años) han permanecido alrededor de 3.5% (Gráfica 81), mientras que la estimación de la prima por riesgo inflacionario se incrementó entre marzo y julio (Gráfica 82).²⁰

¹⁷ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 4.07 a 4.30% entre las encuestas del 20 de marzo de 2018 y la del 21 de agosto de 2018.

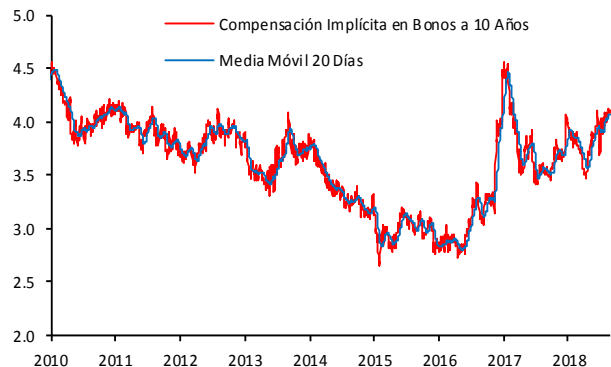
¹⁸ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex se incrementó de 3.60% a 3.65% entre las encuestas del 20 de marzo de 2018 y la del 21 de agosto de 2018.

¹⁹ 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 alrededor de 3.5% entre las encuestas del 20 de marzo de 2018 y la del 21 de agosto de 2018.

²⁰ 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 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre de 2017, se actualizó la estimación para incluir datos hasta noviembre de 2017.

Gráfica 80
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
 Por ciento



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

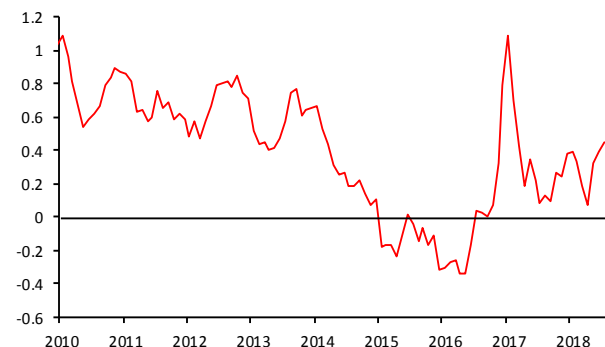
Gráfica 81
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado ^{1/}
 Por ciento



^{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 82
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años ^{1/}
 Por ciento

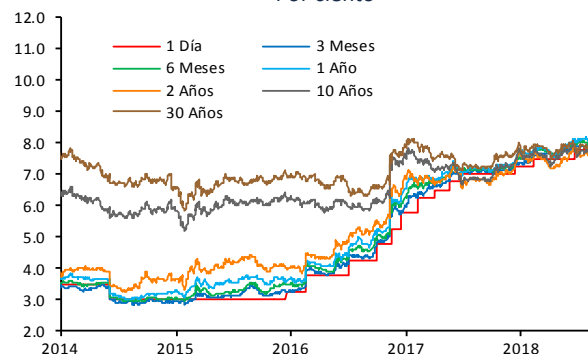


^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

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

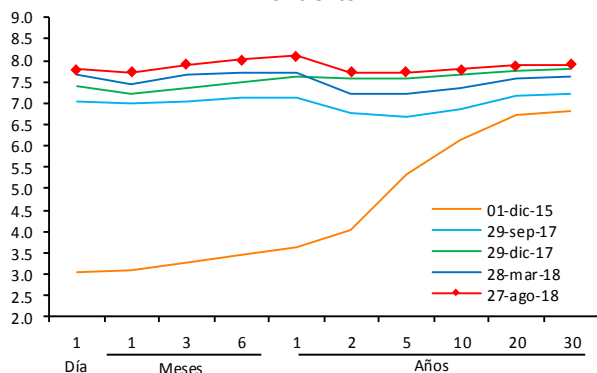
En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México, estas registraron incrementos en todos los plazos en el periodo que se reporta, en especial en aquellos correspondientes al mediano plazo, si bien dichos incrementos se han revertido parcialmente a partir de mediados de junio. Al respecto, cabe destacar que los ajustes en las tasas de interés de corto plazo estuvieron en línea con el incremento en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día de junio, mientras que los aumentos en las tasas de mayor plazo se vieron influidos por los ajustes al alza que registraron las tasas de interés externas. En particular, la tasa de interés para un horizonte de 3 meses subió 20 puntos base, de 7.7 a 7.9%, en tanto que las tasas de 2 y 10 años aumentaron 40 puntos base, de 7.3 a 7.7% y de 7.4 a 7.8%, respectivamente, de finales de marzo a finales de agosto (Gráficas 83 y 84). Lo anterior condujo a que la curva de rendimientos se mantuviera relativamente plana, toda vez que su pendiente (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) permaneció relativamente estable (Gráfica 85). Al respecto, cabe señalar que las tasas de interés de mediano y largo plazos se han mantenido estables, en parte como resultado de las acciones de política monetaria implementadas por este Instituto Central, al mantener las expectativas de inflación ancladas y limitar posibles incrementos en las primas por plazo incorporadas en las tasas de largo plazo. Asimismo, destaca que la pendiente de la curva de rendimientos prevaeciente en México contrasta con lo observado en otras economías emergentes, las cuales registran niveles más elevados (Gráfica 86).

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



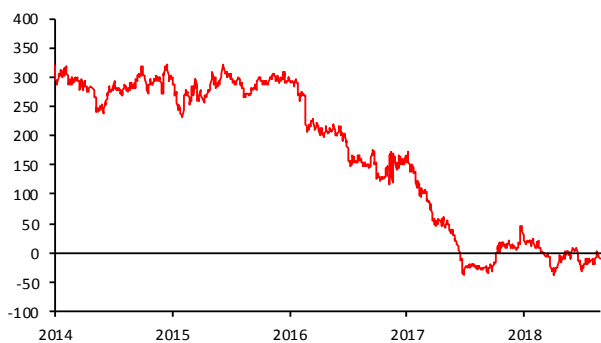
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 84
Curva de Rendimientos de México
Por ciento



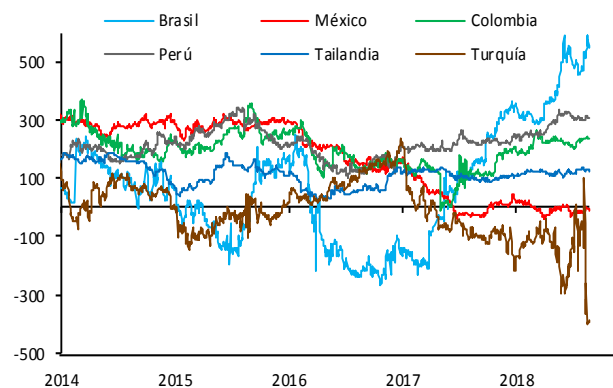
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 85
Pendiente de la Curva de Rendimientos
(10 años-3 meses)
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 86
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
(10 años-3 meses)
Puntos base

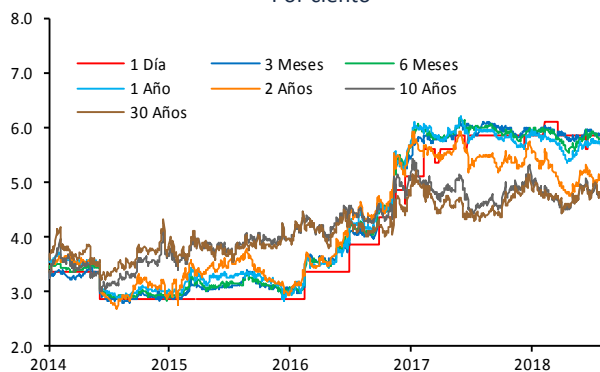


Fuente: Bloomberg.

De acuerdo con el comportamiento anteriormente descrito, y dados los aumentos de menor magnitud en las tasas de interés de mediano y largo plazos en Estados Unidos (de 2 años en adelante), los diferenciales de tasas de interés entre México y este

país para dichos plazos registraron incrementos durante el periodo que cubre este Informe. Así, los diferenciales de las tasas de interés de 3 meses se mantuvieron prácticamente sin cambios alrededor de 580 puntos base, en tanto que aquellos de 2 y 10 años aumentaron 10 y 40 puntos base, para ubicarse en 510 y 500 puntos base, respectivamente, a finales de agosto (Gráficas 87 y 88). Al respecto, destaca que los diferenciales de tasas de interés en particular los de menor plazo, continúan elevados, en niveles registrados a finales de 2008, al tiempo que los correspondientes a más largo plazo se han mantenido estables en los últimos años. Cabe destacar que las acciones de política monetaria que se han adoptado han contribuido a incrementar los diferenciales de tasas de interés de corto plazo entre ambos países, y evitado que los de largo plazo muestren una mayor ampliación, si bien estos últimos permanecen en niveles relativamente elevados (Gráfica 89). Ello ha permitido que la economía mexicana se encuentre en mejores condiciones para hacer frente a un escenario externo complejo, como el previamente descrito.

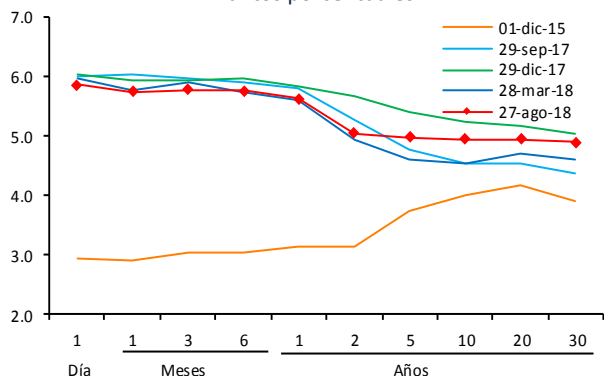
Gráfica 87
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos 1/
Por ciento



1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.

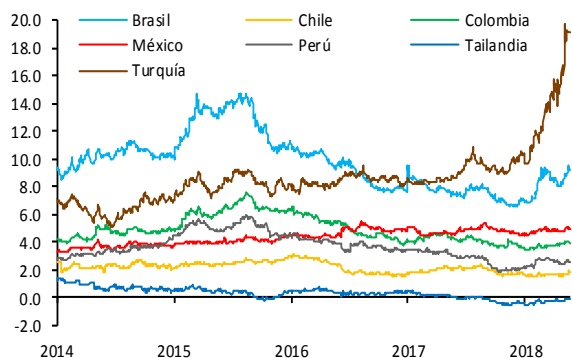
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 88
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos porcentuales



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

Gráfica 89
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 Años con respecto a Estados Unidos de Varios Países ^{1/}
 Por ciento

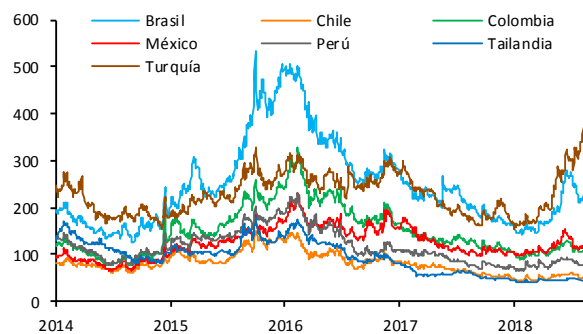


1/ Las tasas de interés para los diferentes países se encuentran en moneda local.

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

Por último, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México registraron mayor volatilidad y un aumento significativo hasta mediados de junio, el cual se revirtió hacia principios de agosto (Gráfica 90). No obstante, recientemente, la mayor volatilidad internacional asociada con los eventos que han caracterizado a los mercados financieros de Turquía ha contribuido nuevamente a que estos indicadores muestren un ajuste al alza.

Gráfica 90
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.

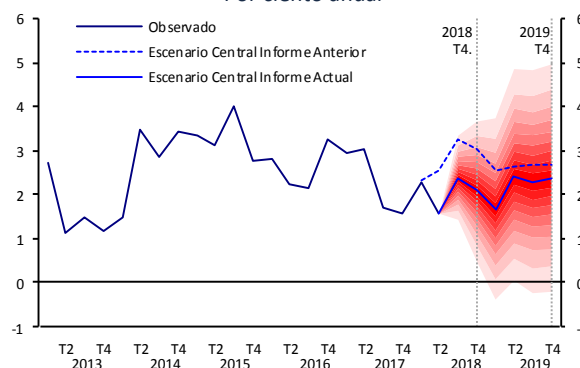
Fuente: Bloomberg.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: La contracción que registró la economía mexicana en el segundo trimestre de 2018 reflejó un debilitamiento de la actividad mayor al que se anticipaba en el Informe previo. Se espera que México siga enfrentando un entorno complejo, en el que es posible que se observe un incremento en las tensiones comerciales a nivel mundial, mayores tasas de interés externas y un dólar fuerte, y escenarios de contagio provenientes de otras economías emergentes, lo cual puede conducir a que continúe observándose atonía en diversos componentes de la demanda privada y las exportaciones.²¹ Cabe señalar que los anuncios recientes respecto del entendimiento sobre la modernización del acuerdo comercial con Estados Unidos contribuyen a reducir la incertidumbre que ha venido enfrentando la economía mexicana. En el ámbito interno, existe incertidumbre asociada al cambio de administración en el país y a los retos de implementación de la agenda de política pública. Adicionalmente, se prevé que persista la debilidad que la plataforma de producción petrolera ha venido mostrando en los últimos años. En este contexto, el intervalo de pronóstico de crecimiento del PIB para 2018 se modifica de uno de entre 2.0 y 3.0% en el Informe anterior, a uno de entre 2.0 y 2.6%. A su vez, el intervalo de crecimiento esperado para 2019 se revisa de uno de entre 2.2 y 3.2% en el Informe previo a uno de entre 1.8 y 2.8% (Gráficas 91 y 92). Estas previsiones consideran que se mantendrá un marco macroeconómico sólido, con finanzas públicas sostenibles y políticas que propicien la inversión y el crecimiento de la productividad.

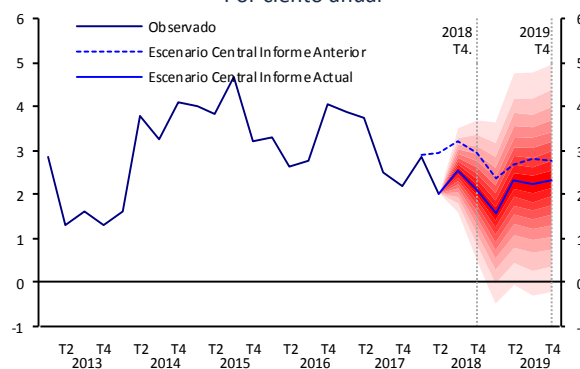
Gráfica 91
Gráfica de abanico: Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 92
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.

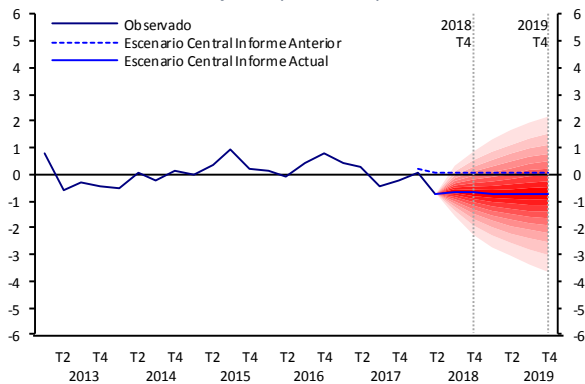
Con respecto a la posición cíclica de la economía, con base en la trayectoria esperada del producto, se anticipa que las condiciones de estrechez continúen relajándose, incluso a un ritmo mayor al previsto anteriormente. En particular, se espera que tanto la estimación de la brecha del producto que excluye el sector petrolero, como el indicador de holgura trimestral, continúen disminuyendo a lo largo del horizonte de pronóstico (Gráficas 93, 94 y 95).

²¹ Cabe señalar que las expectativas para la producción industrial de Estados Unidos en 2018 y 2019 se revisaron de 3.6 y 2.6% en el Informe anterior a 3.7 y 2.7% en el actual, con base en el consenso de analistas

encuestados por Blue Chip en agosto de 2018. Este mayor dinamismo podría mitigar, en cierta medida, los efectos de las tensiones comerciales sobre la demanda externa que enfrenta México.

Gráfica 93

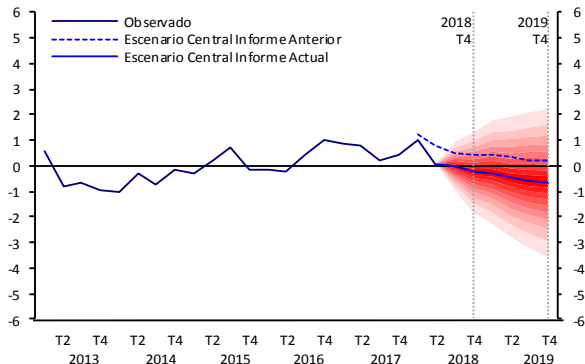
Gráfica de abanico: Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 94

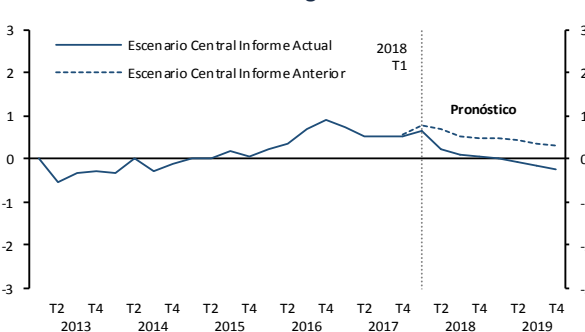
Gráfica de abanico: Estimación de la Brecha del Producto excluyendo el sector petrolero, a. e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 95

Indicador de Holgura Trimestral



Notas:

- i) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero.
- ii) 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 el comportamiento esperado de la economía, los pronósticos para el

número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para 2018 y 2019 se revisan a la baja. En particular, se prevé que en 2018 este indicador muestre un incremento de entre 670 y 770 mil puestos de trabajo, intervalo que se compara con las previsiones del Informe previo de entre 680 y 780 mil puestos de trabajo. Para 2019 se anticipa un aumento de entre 670 y 770 mil puestos de trabajo, rango menor al de entre 690 y 790 mil del Informe anterior.

Cuenta Corriente: Para 2018, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.4 y 23.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 1.9% del PIB, en el mismo orden), previsiones menores a las reportadas en el Informe anterior de 14.0 y 25.2 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.1% del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2019 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 14.1 y 27.9 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.1% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 15.0 y 30.5 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3% del PIB, en el mismo orden).

Ante la incertidumbre que prevalece en la economía mexicana, el balance de riesgos para el crecimiento económico del país continúa sesgado a la baja.

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

- i. Que el escalamiento de medidas proteccionistas a nivel mundial afecte adversamente el crecimiento global y el comercio internacional, particularmente el de México.
- ii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados, entre otros factores, de sorpresas inflacionarias en Estados Unidos, que resulten en aumentos en las tasas de interés en ese país mayores a los esperados, así como de un posible contagio proveniente de otras economías emergentes o de acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.
- iii. Que permanezca el ambiente de incertidumbre que ha venido afectado a la inversión, y que ello ocasione que diversas empresas pospongan sus

planes de inversión en México o que los consumidores mexicanos reduzcan su gasto de manera precautoria.

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

- i. Que los anuncios recientes referentes al entendimiento sobre la modernización del acuerdo comercial con Estados Unidos den lugar a una reactivación 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 gasto público mayor al anticipado.

Además de los anteriores, la economía mexicana enfrenta diversos riesgos que, de materializarse, no solo podrían afectar su crecimiento cíclico, sino que también podrían incidir negativamente sobre su potencial de crecimiento en el mediano y largo plazos. Entre estos se encuentran:

- i. Que el prolongamiento de la atonía que la inversión ha venido exhibiendo desde hace varios años tenga un efecto más notorio sobre la capacidad productiva del país y el ritmo de adopción de nuevas tecnologías.
- ii. Que las medidas proteccionistas ya implementadas, o la adopción de nuevas acciones, afecten de manera adversa la inserción de ciertas economías, y en particular de la mexicana, en las cadenas globales de valor.
- iii. Que la competitividad de la economía mexicana se vea afectada por diversos factores, externos o internos, como la reducción tributaria a empresas en Estados Unidos.
- iv. Que se acentúen los problemas de inseguridad pública, de corrupción, de impunidad y de falta de estado de derecho, con sus consecuentes efectos adversos sobre la inversión y la actividad económica.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: Las previsiones para la inflación que se presentan en este Informe toman en cuenta que los incrementos mayores a los previstos que se han observado en los precios de los energéticos, principalmente de la gasolina y del gas L.P., en un entorno en el que la inflación no subyacente ya se encontraba en niveles elevados, afectarán la trayectoria de la inflación general anual esperada durante 2019, si bien se estima que su efecto sea transitorio. Por ello, se anticipa que la trayectoria de convergencia de la inflación general hacia su meta se vea retrasada, fundamentalmente, por el comportamiento de la inflación no subyacente. En un entorno como el presente, en el que la inflación no subyacente anual se ha situado persistentemente por encima de 3% y, además, ha sufrido choques adicionales de magnitud considerable y una elevada volatilidad, se ha visto afectado el proceso de reducción de la inflación general anual hacia el objetivo de 3% que el Banco de México tiene para dicho indicador. La inflación subyacente refleja de mejor manera la postura monetaria. Es por ello que en la presente coyuntura, la Junta de Gobierno le dará un seguimiento especialmente cercano a este indicador. En este contexto, se estima que la inflación subyacente anual continúe disminuyendo, reflejando tanto la postura monetaria, como el relajamiento previsto de las condiciones cíclicas de la economía, y que alcance un nivel de 3% en el tercer trimestre de 2019. Por su parte, se espera que la inflación general anual se aproxime durante el resto del año y en 2019 hacia el objetivo de 3%, ubicándose durante el primer semestre de 2020 alrededor de dicho objetivo (Cuadro 3 y Gráficas 96, 97, 98 y 99).

Como complemento a las gráficas de abanico que usualmente se incluyen, se presentan diagramas de caja y brazos para ilustrar tanto la tendencia central, como el rango de valores en los cuales podrían ubicarse la inflación general y subyacente. Cada diagrama está compuesto por un rectángulo (caja) que está delimitado por el rango intercuartílico, el cual contiene el 50% intermedio de la masa de la distribución, y dos líneas (brazos) determinadas por 1.5 veces el tamaño de este rango. La mediana, la cual corresponde al valor del pronóstico, se identifica al centro de la caja como la medida de tendencia central

y el rango intercuartílico funciona como una medida de dispersión.

Adicionalmente, en la Gráfica 100 se presentan las diferencias en las contribuciones de los grupos de la inflación subyacente y no subyacente a la inflación general anual con respecto al pronóstico presentado en el Informe anterior. La revisión al alza se explica, en buena medida, por una mayor contribución esperada de las variaciones en los precios de los energéticos a la inflación general anual en relación con la anticipada en el Informe previo,

principalmente durante los siguientes cuatro trimestres. En lo que concierne a las contribuciones de la inflación subyacente, aquellas de las variaciones de los precios de las mercancías se revisan ligeramente al alza en el corto plazo como resultado de los efectos indirectos derivados de los aumentos en los precios de los energéticos, si bien en el horizonte en el que opera la política monetaria presentan un ajuste a la baja. A esto último también coadyuvan las menores condiciones de estrechez en la economía, así como la postura monetaria.

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

	2018			2019				2020	
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
INPC									
Informe Actual	4.6 *	4.8	4.2	3.8	3.6	3.2	3.3	3.2	3.1
Informe Anterior	4.6	4.3	3.8	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	
Subyacente									
Informe Actual	3.7 *	3.6	3.5	3.3	3.2	3.0	2.9	3.0	2.9
Informe Anterior	3.7	3.6	3.4	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	

*/ Cifras observadas.

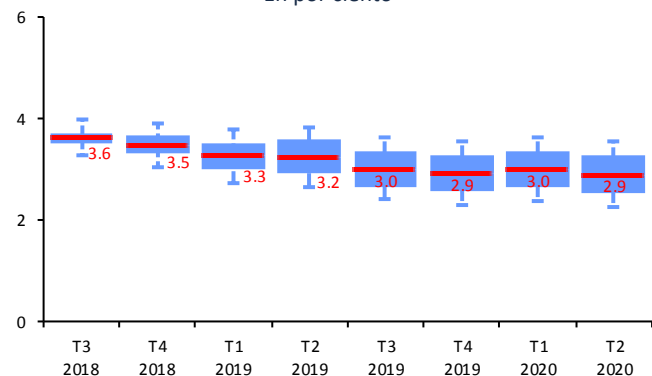
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 96
Diagrama de Caja y Brazos: Pronósticos de Inflación General Anual
En por ciento



Fuente: Banco de México.

Gráfica 97
Diagrama de Caja y Brazos: Pronósticos de Inflación Subyacente Anual
En por ciento



Fuente: Banco de México.

El balance de riesgos para la inflación mantiene un sesgo al alza, en un entorno con un alto grado de incertidumbre. Entre los riesgos a los que están sujetas las previsiones anteriores en el horizonte de pronóstico destacan los siguientes. Al alza:

- i. Que la cotización de la moneda nacional se vea presionada en respuesta tanto al entorno de mayores tasas de interés externas y a la fortaleza del dólar, como a los elementos de incertidumbre

que persisten en el ámbito externo e interno. En caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, el Banco de México estará atento a que este se dé de manera ordenada y sin efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía.

- ii. Que se presenten incrementos adicionales en los precios de algunos energéticos o aumentos en los precios de los bienes agropecuarios, lo cual conduciría a que el comportamiento de la inflación no subyacente obstaculice aún más la convergencia de la inflación a la meta.
- iii. Que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global que afecten adversamente el comportamiento de la inflación.
- iv. Que un gasto público mayor al anticipado reduzca la velocidad a la que viene disminuyendo la inflación subyacente.
- v. En la medida en que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad, podrían constituirse en una presión de costos en la economía.

A la baja:

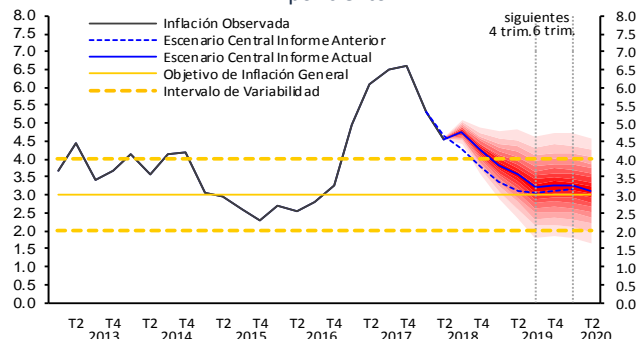
- i. Una posible apreciación de la moneda nacional en caso de que el resultado de los anuncios recientes sobre el entendimiento en cuanto a la modernización del acuerdo comercial con Estados Unidos sea favorable.

Asimismo, entre los riesgos que podrían afectar al panorama inflacionario en un largo plazo destacan:

- i. Que el tipo de cambio real muestre una mayor tendencia hacia la depreciación, ante un entorno externo desfavorable en lo correspondiente a las condiciones financieras y comerciales.
- ii. Que se presente una situación de debilidad estructural de las finanzas públicas.
- iii. Que se acentúe la debilidad de la inversión y la falta de crecimiento de la productividad, lo cual ante la expansión de algunos componentes de la demanda agregada haría más difícil la reducción en la inflación. Esto también podría derivar de un

agravamiento en los problemas de inseguridad, de corrupción y de falta de certeza jurídica en el país.

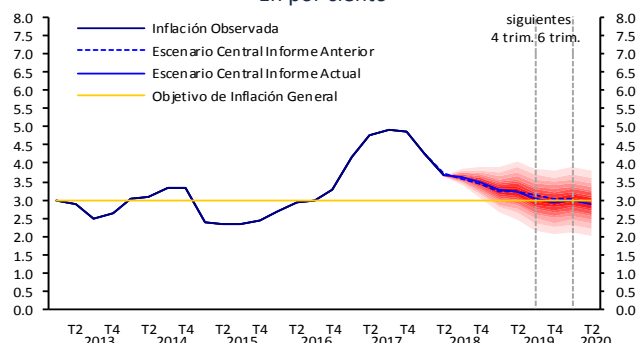
Gráfica 98
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
En por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2018, es decir, el tercer y primer trimestre de 2019 y 2020 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

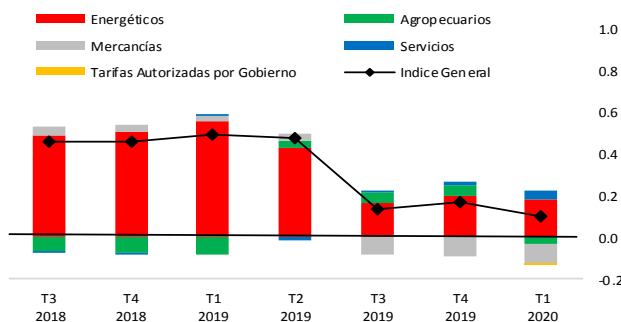
Gráfica 99
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
En por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación subyacente anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2018, es decir, el tercer y primer trimestre de 2019 y 2020 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 100
Diferencias en Contribuciones al Pronóstico de la Inflación General Anual (Informe Actual vs Informe Anterior)



Fuente: Banco de México.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto de 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 la inflación. La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y continuará dando un seguimiento especial al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, así como a la evolución de las condiciones de holgura 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 estas alcancen dicha meta.

Para hacer frente a los retos que pudiera enfrentar la economía mexicana y para atender los rezagos y necesidades de millones de mexicanos, se deben impulsar políticas que permitan al país alcanzar su potencial con base en cimientos sólidos, entre los que destacan la disciplina fiscal y la estabilidad de precios, la apertura comercial, y las acciones que se han tomado para mejorar la eficiencia de la economía. Así, es importante ratificar el compromiso de mantener un marco macroeconómico sólido como base para una política económica que detone el crecimiento del país. Debe reconocerse que la estabilidad macroeconómica por sí misma, si bien es necesaria, no es suficiente para generar mayor

crecimiento económico. También es necesario enfrentar los problemas estructurales e institucionales que podrían impedir al país aumentar su productividad, sin olvidar que, en última instancia, la única forma de generar empleos mejor remunerados y reducir la pobreza de manera sostenible es a través de una mayor productividad. En efecto, diversos sectores de la economía mexicana tienen estructuras de mercado que, en lugar de promover la competencia y la creación de valor, han propiciado la extracción de rentas, protegiendo los intereses de algunos agentes particulares y no los de los consumidores. Asimismo, ha hecho falta invertir en proyectos que doten al país de una infraestructura que contribuya a fortalecer el mercado interno y a aprovechar aún más la vocación exportadora de México a lo largo de todo el país. Adicionalmente, como se ha mencionado en Informes anteriores, es imperativo avanzar hacia un fortalecimiento de ámbitos distintos al económico, sobre todo los relacionados con las condiciones de seguridad y de certeza jurídica. En efecto, mejorar la seguridad pública reduciría los costos de operación que actualmente enfrentan las empresas, incentivaría la inversión y el consumo privado, y facilitaría el transporte y la distribución de productos. Por su parte, reforzar la certeza jurídica en torno a los derechos de propiedad sería conducente a generar un ambiente de mayor inversión. Así, políticas que reduzcan la inseguridad, que abatan la corrupción, que mejoren la gobernanza de las instituciones públicas y que garanticen el pleno respeto de la propiedad privada, son fundamentales para propiciar un mayor bienestar de todos los mexicanos.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Abril – Junio 2018

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

30/05/2018 | Informe trimestral, enero-marzo 2018

1.2. Reporte sobre las Economías Regionales

14/06/2018 | Reporte sobre las economías regionales, enero-marzo 2017

2. Documentos de investigación

09/04/2018	2018-04 Apertura a flujos de capital: políticas vs. resultados (Disponible solo en inglés)
09/04/2018	2018-05 Estabilidad de las asignaciones de equilibrio bajo aceptación diferida: aciclicidad y estrategias de eliminación (Disponible sólo en inglés)
25/06/2018	2018-06 Nowcasting del PIB de México usando modelos de factores y ecuaciones puente
28/06/2018	2018-07 Determinantes de atracción de la IED en el sector manufacturero en México, 1999-2015
29/06/2018	2018-08 La duración en el mercado de vivienda nueva en México
29/06/2018	2018-09 ¿Los países heterogéneos responden de manera diferente a choques en el precio del petróleo? (Disponible sólo en inglés)

3. Discursos y presentaciones de los miembros de la Junta de Gobierno

3.1. Discursos

27/04/18	"La política monetaria en México ante condiciones de elevada incertidumbre", Javier Guzmán, Subgobernador del Banco de México
31/05/18	"Premiación del concurso Reto Banxico", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México
26/06/18	"End of QE and rising interest rates: implications for advanced and emerging market economies", Javier Guzmán, Subgobernador del Banco de México (disponible sólo en inglés)

3.2. Presentaciones

04/04/2018	"Comparecencia ante el Senado de la República", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México
20/04/2018	"Outlook for the Mexican economy", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México (disponible sólo en inglés)
07/05/2018	"Perspectivas económicas para México en 2018", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México
23/05/2018	"Perspectivas económicas para México en 2018", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México

28/05/2018	"Códigos globales de conducta y el caso del mercado mexicano", Alejandro Díaz de León, Gobernador del Banco de México
06/06/2018	"Perspectivas económicas y financieras internacionales", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México
28/06/2018	"Monetary policy under Fed normalization and other challenges", Javier Guzmán, Subgobernador del Banco de México (disponible sólo en inglés)

4. Comunicados

4.1. Política monetaria

4.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

12/04/2018	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 7.50 por ciento
17/05/2018	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 7.50 por ciento
21/06/2018	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se incrementa en 25 puntos base

4.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

26/04/2018	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 12 de abril de 2018
31/05/2018	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 17 de mayo de 2018

4.2. Banco de México

4.2.1. Estado de cuenta semanal

03/04/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 20 de abril de 2018
10/04/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de marzo y del mes de marzo de 2018
17/04/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 6 de abril de 2018
24/04/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 13 de abril de 2018
02/05/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 27 de abril de 2018
08/05/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 4 de mayo y del mes de abril de 2018
15/05/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 11 de mayo de 2018
22/05/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 18 de mayo de 2018
29/05/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 25 de mayo de 2018
05/06/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 1 de junio y del mes de mayo de 2018
12/06/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de junio de 2018
19/06/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de junio de 2018

26/06/2018 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de junio de 2018

4.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

03/04/2018	Información semanal al 28 de marzo de 2018
10/04/2018	Información semanal al 6 de abril de 2018
17/04/2018	Información semanal al 13 de abril de 2018
24/04/2018	Información semanal al 20 de abril de 2018
02/05/2018	Información semanal al 27 de abril de 2018
08/05/2018	Información semanal al 4 de mayo de 2018
15/05/2018	Información semanal al 11 de mayo de 2018
22/05/2018	Información semanal al 18 de mayo de 2018
29/05/2018	Información semanal al 25 de mayo de 2018
05/06/2018	Información semanal al 1 de junio de 2018
12/06/2018	Información semanal al 8 de junio de 2018
19/06/2018	Información semanal al 15 de junio de 2018
26/06/2018	Información semanal al 22 de junio de 2018

4.2.3. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

27/04/2018	Estados financieros diciembre de 2017
27/04/2018	Estados Financieros Dictaminados de 2017
30/04/2018	Estados Financieros Enero, Febrero y Marzo de 2018
23/05/2018	30 de abril de 2018
20/06/2018	31 de mayo de 2018

4.3. Sector financiero

4.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

30/04/2018	Agregados monetarios y actividad financiera en marzo de 2018
31/05/2018	Agregados monetarios y actividad financiera en abril de 2018
29/06/2018	Agregados monetarios y actividad financiera en mayo de 2018

4.4. Sector externo

4.4.1. Balanza de pagos

25/05/2018	La balanza de pagos en el primer trimestre de 2018
------------	--

4.4.2. Información revisada de comercio exterior

09/04/2018	Febrero de 2018
09/05/2018	Marzo de 2018
11/06/2018	Abril de 2018

4.5. Resultados de encuestas

4.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

23/05/2018	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre enero-marzo de 2018
------------	---

4.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

05/04/2018	Índice de confianza del consumidor: marzo 2018
07/05/2018	Índice de confianza del consumidor: abril 2018
05/06/2018	Índice de confianza del consumidor: mayo 2018

4.5.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

02/04/2018	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: abril 2018
02/05/2018	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: mayo 2018
01/06/2018	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: junio 2018

4.5.4. Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

11/05/2018	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre enero-marzo de 2018
------------	--

4.5.5. Indicadores de opinión empresarial

03/04/2018	Indicador de pedidos manufactureros: marzo 2017
02/05/2018	Indicador de pedidos manufactureros: abril 2018
01/06/2018	Indicador de pedidos manufactureros: mayo 2018

4.6. Misceláneos

02/04/2018	Consulta pública sobre proyecto de disposiciones del Banco de México: regulación de los créditos a los que los trabajadores tienen acceso con el uso de su cuenta de nómina
27/04/2018	Incidentes operativos registrados en algunos participantes del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
30/04/2018	Información adicional sobre los incidentes operativos registrados en algunos participantes del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
30/04/2018	El Banco de México modifica su estrategia de comunicación de política monetaria
04/05/2018	Consulta pública sobre proyectos de disposiciones del Banco de México: regulación aplicable a las obligaciones subordinadas que pretendan emitir las instituciones de crédito

08/05/2018	El Consejo de Administración del Banco de Pagos Internacionales elige al Lic. Alejandro Díaz de León Carrillo como nuevo integrante
14/05/2018	Acciones emprendidas por el Banco de México para mitigar los riesgos de ocurrencia de incidentes operativos en los participantes del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
16/05/2018	Información sobre la situación del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
24/05/2018	Bases de coordinación en materia de seguridad de la información
31/05/2018	Publicación de mandatos de los grupos de trabajo de la Red de Bancos Centrales y Autoridades Supervisoras para Enverdecer el Sistema Financiero (NGFS, por sus siglas en inglés) y ampliación de membresía de la NGFS
31/05/2018	El Banco de México reconoce a GS1 México como Unidad Local establecida en territorio nacional susceptible de emitir Códigos LEI
01/06/2018	Evalúan estudiantes de licenciatura los riesgos de la inflación en la tercera edición del certamen "Reto Banxico"
13/06/2018	Indicadores básicos de crédito automotriz (datos a octubre de 2017)
14/06/2018	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

4.7. Circulares emitidas por el Banco de México

17/05/2018	Circular 4/2018 DISPOSICIONES GENERALES APLICABLES AL SERVICIO DE TRANSFERENCIAS DE FONDOS Y LOS SISTEMAS DE PAGOS ADMINISTRADOS POR EL BANCO DE MÉXICO
17/05/2018	Circular 5/2018 REFORMA A LAS REGLAS DEL SISTEMA DE PAGOS ELECTRÓNICOS INTERBANCARIOS (SPEI), EN MATERIA DE TIEMPOS DE ACREDITACIÓN DE TRANSFERENCIAS RECIBIDAS POR LOS PARTICIPANTES
01/06/2018	Circular 6/2018 MODIFICACIONES A LAS REGLAS DEL SPID (RÉGIMEN TRANSITORIO POA-SPID y COA-SPID).



BANCO DE MÉXICO

Agosto 2018

www.banxico.org.mx