



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral

Julio - Septiembre 2019

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

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

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

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



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

INFORME TRIMESTRAL

En este Informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre julio – septiembre de 2019 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 25 de noviembre de 2019. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaleciente en el Tercer Trimestre de 2019	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	9
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	10
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana	19
2.2.1.	Actividad Económica	19
2.2.2.	Mercado Laboral	32
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	35
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	35
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	38
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F)	44
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	48
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	49
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	49
2.2.5.2.	Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple.....	50
2.2.5.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	50
2.2.5.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple	52
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras	52
3.	Evolución Reciente de la Inflación	54
3.1.	La Inflación en el Tercer Trimestre de 2019.....	54
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	57
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	62
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	64
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	65
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	78
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica	78
5.2.	Previsiones para la Inflación	80
Anexo 1.	Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria, los Informes Trimestrales y los Reportes de Estabilidad Financiera.....	83
Anexo 2.	Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Julio - Septiembre 2019	84

RECUADROS

Recuadro 1. Algunas Consideraciones sobre los Posibles Efectos de las Tensiones Comerciales y la Política Monetaria de Estados Unidos sobre la Economía Mundial	11
Recuadro 2. Indicador Latente de Actividad Económica con base en un Modelo de Extracción de Señales.....	26
Recuadro 3. Estimación de los Efectos Precio y Cantidad en la Evolución de la Dinámica de la Balanza Comercial No Petrolera de México	29
Recuadro 4. M1 y su Potencial de Predicción de la Actividad Económica	45
Recuadro 5. El Rol de las Importaciones en la Evolución de la Inflación de Mercancías	59
Recuadro 6. Importancia de la Autonomía del Banco Central y del Mandato de Estabilidad de Precios	66

1. Introducción

Durante 2019, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre, debido tanto a factores externos, como internos. Respecto de los primeros, ante los efectos de prolongadas tensiones comerciales, mayores riesgos geopolíticos y diversos factores idiosincrásicos, la economía mundial se ha desacelerado y sus perspectivas de crecimiento han seguido revisándose a la baja, ello en un entorno en el que las inflaciones general y subyacente en las principales economías avanzadas permanecen por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En este contexto, algunas de estas instituciones han tomado acciones de relajamiento monetario en los últimos meses. Por su parte, respecto al segundo trimestre, los mercados financieros internacionales presentaron una menor volatilidad, debido principalmente a que se han atenuado las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y reducido la probabilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea. Las posturas acomodaticias de los principales bancos centrales y las perspectivas de tasas bajas a nivel global han contribuido al mejor desempeño de los mercados financieros internacionales. No obstante, persisten riesgos para la economía global asociados a las tensiones comerciales y factores geopolíticos, así como a la incertidumbre política y social en diversos países, por lo que no puede descartarse un apretamiento en las condiciones financieras, especialmente para las economías emergentes.

En el ámbito interno, los mercados financieros nacionales han tenido un mejor desempeño propiciado por el relajamiento en las condiciones financieras globales. La cotización del peso mexicano mostró cierta apreciación, si bien con episodios de volatilidad, mientras que las tasas de interés de los valores gubernamentales han reflejado los efectos de las menores tasas de interés externas y de las acciones de política monetaria. En adición, como reflejo de la debilidad que han venido presentando los distintos componentes de la demanda agregada, según la revisión más reciente del PIB, en el tercer trimestre de 2019 la actividad económica de México mostró un estancamiento, luego de registrar ligeras caídas consecutivas entre el cuarto trimestre de 2018

y el segundo de 2019. Ello implica la ampliación de las condiciones de holgura de la economía a un ritmo mayor al previsto, en un ambiente en el que diversos riesgos de mediano y largo plazo continúan generando incertidumbre, en detrimento de la inversión y el consumo.

En el período que se reporta la inflación general anual mostró una importante disminución, alcanzando hacia finales del tercer trimestre y principios del cuarto niveles congruentes con el objetivo puntual del Banco de México. Este comportamiento se derivó principalmente de una fuerte reducción de la inflación no subyacente, destacando las menores tasas de variación anual en los precios de los energéticos, si bien las de los productos agropecuarios también disminuyeron. Cabe destacar que la inflación no subyacente había incidido adversamente sobre la inflación general por más de dos años y se caracteriza por su naturaleza más volátil. En contraste, la inflación subyacente anual, que refleja de mejor manera las presiones sobre los precios en la economía, continuó presentando persistencia y se ubicó en un promedio de 3.78% en el tercer trimestre, si bien recientemente mostró cierta reducción. Prevalecen riesgos, tanto al alza como a la baja, para la inflación, por lo que el Banco de México ha seguido una política monetaria prudente, utilizando toda la información disponible y buscando que la postura monetaria conduzca a la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico previsto, reforzando la confianza en la economía nacional y propiciando un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la actividad económica.

En este contexto, en cada una de sus reuniones de agosto, septiembre y noviembre, la Junta de Gobierno del Banco de México redujo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base, para llevarla a un nivel de 7.50%. La Junta de Gobierno mencionó que la disminución de la tasa de referencia se llevó a cabo tomando en cuenta los menores niveles que registra la inflación general, así como la mayor amplitud de las condiciones de holgura de la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas.

Los pronósticos para la inflación general anual se revisan ligeramente a la baja en relación a los del Informe previo para el cierre de 2019. En particular, este ajuste responde a que domina el efecto de una menor inflación no subyacente sobre la ligera revisión al alza en la subyacente. Para 2020, los pronósticos para la inflación general anual son muy similares a los dados a conocer en el Informe anterior, pues los efectos de la mayor inflación subyacente prevista se ven contrarrestados por la expectativa de una menor inflación no subyacente. Por lo anterior, se anticipa que la inflación general anual se mantenga en niveles cercanos a 3%, si bien se prevé que presente un ligero aumento en el primer trimestre de 2020. Por su parte, para 2021 la mayor holgura prevista en la economía da lugar a una inflación general anual menor a la que se había considerado en el Informe previo. En cuanto a la inflación subyacente anual, los mayores niveles observados a los anticipados y el efecto de la actualización del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas presionan al alza la trayectoria prevista, mientras que la mayor holgura anticipada induce una reducción en esta durante el horizonte de pronóstico. Durante el resto de 2019 y la mayor parte de 2020 dominan los primeros efectos y a partir de finales de 2020 el efecto de la mayor holgura en la economía incide en mayor medida. Así, se prevé que la inflación subyacente anual se sitúe en niveles cercanos a 3% desde el tercer trimestre de 2020.

En el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza: i) que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente; ii) aumentos salariales por encima de las ganancias en productividad y que ello genere presiones de costos; iii) que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos; iv) la amenaza de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado; v) que se deterioren las finanzas públicas; y vi) aumentos en los precios agropecuarios o en los energéticos mayores a lo previsto. Por otra parte, en cuanto a los riesgos a la baja, destacan: i) que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales, o en caso de ratificarse el acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá; ii) que la

amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor al previsto; y iii) que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente. En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto de la trayectoria esperada.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa en un contexto externo en el que persisten riesgos, así como a la evolución de las condiciones de holgura y presiones de costos en la economía.

El entorno actual sigue presentando importantes riesgos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, es particularmente importante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente

las finanzas públicas. En este contexto, es necesario reforzar las perspectivas crediticias soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019 y los objetivos del Paquete Económico 2020. Asimismo, es indispensable fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad.

Cabe destacar que el 25 de noviembre se anunció la aprobación, por parte del Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional (FMI), de la solicitud de la Comisión de Cambios de renovar la Línea de

Crédito Flexible por dos años más. En línea con la estrategia gradual y ordenada de salida, anunciada desde 2017, las autoridades solicitaron una disminución en el monto de acceso ubicándolo en alrededor de 61 mil millones de dólares. Esto cobra relevancia ya que el FMI resaltó que el país ha continuado implementando políticas económicas y marcos de política sólidos, además de que cuenta con fuertes fundamentos económicos que le han permitido transitar exitosamente por un entorno externo complejo.

2. Entorno Económico y Financiero Prevaleciente en el Tercer Trimestre de 2019

2.1. Condiciones Externas

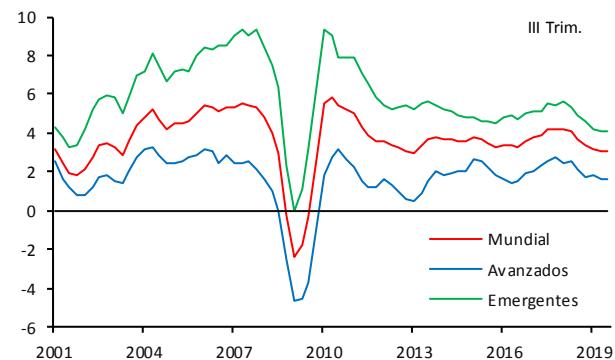
La información disponible sugiere que durante el tercer trimestre de 2019 continuó la desaceleración de la economía mundial, reflejando los efectos de las prolongadas tensiones comerciales, los elevados riesgos geopolíticos y algunos factores idiosincrásicos en varias de estas economías (Gráfica 1). Asimismo, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2019 y 2020 han seguido revisándose a la baja y mantienen un balance de riesgos negativo, a pesar de la posibilidad de un acuerdo comercial preliminar entre Estados Unidos y China para reducir las tensiones entre ambas economías y de los avances en la negociación de un acuerdo de salida entre el Reino Unido y la Unión Europea. Por su parte, las inflaciones general y subyacente en las principales economías se mantuvieron en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En respuesta a este entorno, algunas de estas instituciones han implementado acciones de relajamiento monetario, mientras que algunos gobiernos también han adoptado mayores estímulos fiscales.

En este contexto de elevada incertidumbre, los mercados financieros internacionales siguieron registrando recurrentes episodios de volatilidad y no puede descartarse un posible escenario de apretamiento en las condiciones financieras, especialmente para las economías emergentes. Este escenario pudiera presentarse ante un nuevo escalamiento en las tensiones comerciales, una desaceleración mayor a la anticipada en algunas de las principales economías o la intensificación de otros riesgos geopolíticos y políticos.

La desaceleración de la economía mundial ha sido resultado de la significativa caída en la actividad manufacturera y del comercio mundial. Lo anterior es reflejo de los mayores aranceles y la prolongada incertidumbre derivada de las tensiones comerciales, lo que ha afectado negativamente la confianza de los negocios y la inversión (Gráfica 2). En contraste, el sector de servicios ha continuado mostrando dinamismo. En este contexto, los indicadores de empleo, de confianza de los hogares y del gasto de los consumidores continúan mostrando solidez. No obstante, la persistente debilidad de la actividad

manufacturera podría inducir hacia adelante un debilitamiento de los servicios, lo que pudiera resultar en un mayor deterioro de la actividad económica mundial.

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.

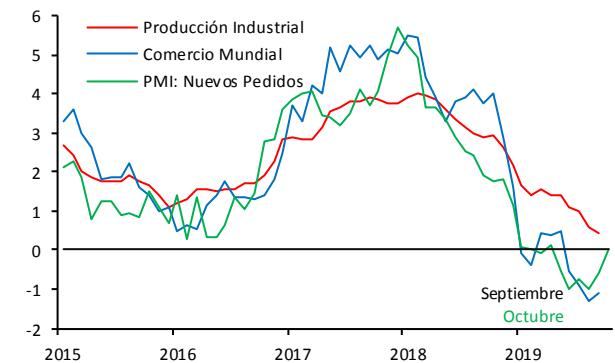


a. e./ Cifras con ajuste estacional.

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

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

Gráfica 2
Indicadores de Actividad Global
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50



Fuente: CPB Netherlands y Markit.

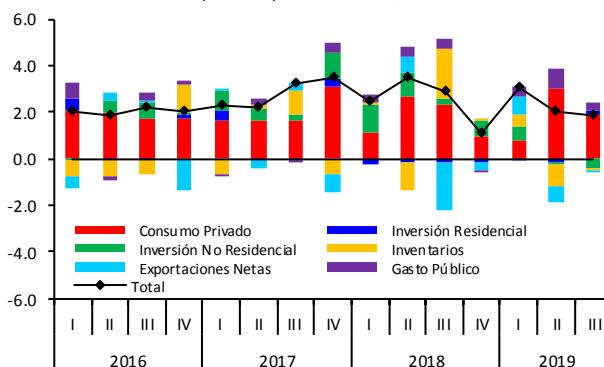
2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento del PIB se desaceleró ligeramente, al pasar de una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 2.0% en el segundo trimestre a una de 1.9% durante el tercero (Gráfica 3). El menor crecimiento de la actividad económica está asociado al mayor debilitamiento de la inversión fija no residencial y de

las exportaciones netas. En contraste, el consumo privado siguió siendo apoyado por el aún sólido crecimiento del empleo, el aumento del ingreso personal disponible y la elevada confianza de los hogares, mientras que la inversión residencial registró una incipiente recuperación, luego de una prolongada atonía, impulsada por las menores tasas de interés hipotecarias.

Gráfica 3
EUA: PIB Real y Componentes

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



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

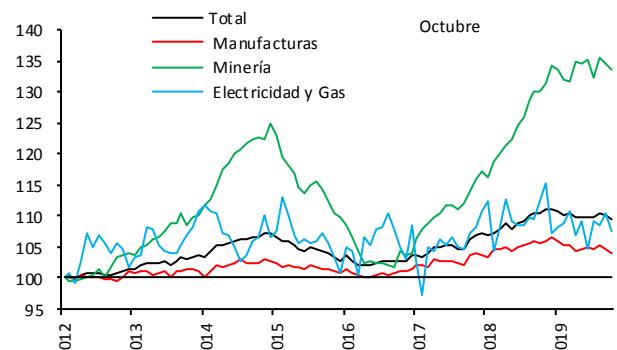
Fuente: BEA.

Por su parte, si bien la producción industrial creció 1.4% a tasa anualizada durante el tercer trimestre, esto se observó luego de registrar dos trimestres consecutivos de fuertes contracciones (Gráfica 4). La atonía de este sector refleja el menor crecimiento de la economía mundial, la debilidad del gasto en inversión y, recientemente, la caída en la producción automotriz derivada de huelgas en este sector. Por su parte, la generación de electricidad y gas repuntó debido a que las condiciones climáticas inusualmente cálidas para esa época del año elevaron la demanda de electricidad para aire acondicionado. En octubre, la producción industrial se contrae nuevamente debido principalmente a la disminución de la producción manufacturera asociada en parte, a su vez, a la continua disminución en la producción de vehículos. En cuanto a indicadores prospectivos, el Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero (PMI, por sus siglas en inglés) mostró una ligera recuperación en los últimos meses (Gráfica 5).

Gráfica 4

EUA: Producción Industrial

Índice enero 2012=100, a.e.



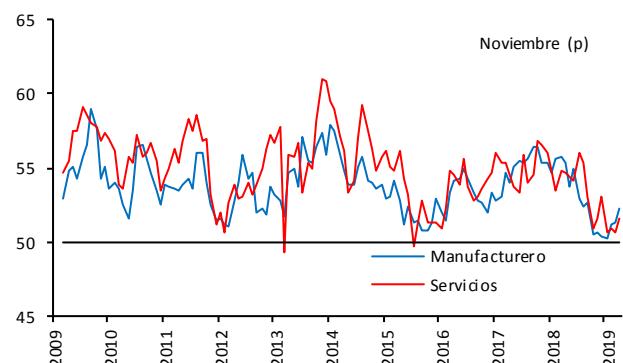
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

Gráfica 5

EUA: Índice de Gerentes de Compras

Índice de difusión, a.e.



(p) Cifra preliminar.

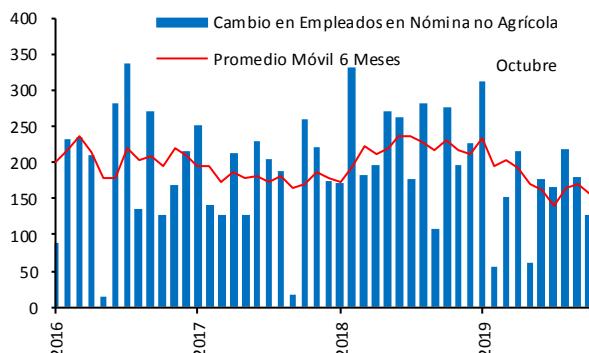
a.e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Markit.

En este entorno, el crecimiento del empleo en Estados Unidos se ha venido moderando gradualmente. La generación de empleo en el sector no agrícola se desaceleró de 223 mil nuevas plazas en promedio mensuales durante 2018 a 167 mil en lo que va de 2019, si bien este ritmo todavía es superior al nivel necesario para cubrir el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 6). Así, la tasa de desempleo disminuyó de 3.7% en junio a 3.6% en octubre, a pesar del alza en la tasa de participación laboral durante ese periodo. Las condiciones de fortaleza del mercado laboral en ese país se han seguido reflejando en un aumento moderado en los salarios (Gráfica 7).

Gráfica 6**EUA: Nómina No Agrícola**

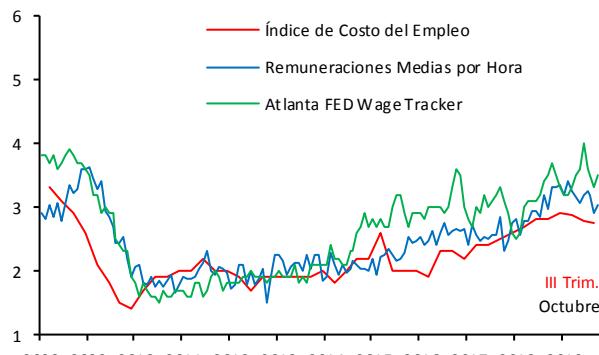
Cambio mensual y promedio móvil de seis meses del cambio mensual, en miles de empleos, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: BLS.

Gráfica 7
EUA: Indicadores Salariales
Variación en por ciento anual, a. e.



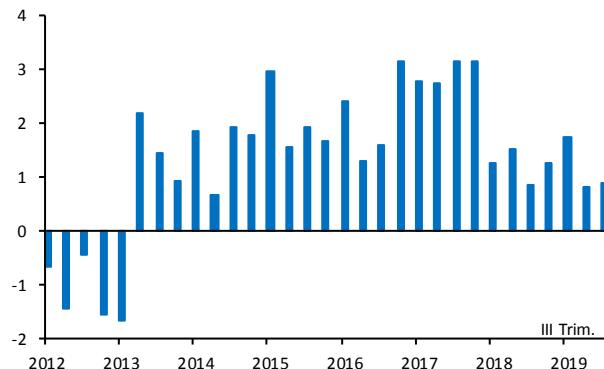
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal de Atlanta y BLS.

En la zona del euro, el PIB registró una tasa de crecimiento de 0.9% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el tercer trimestre del año, cifra similar a la observada durante el segundo. Los indicadores disponibles sugieren que el crecimiento de la economía siguió siendo apoyado por el consumo privado y la inversión residencial, mientras que las exportaciones netas continuaron contribuyendo negativamente a la expansión de la economía (Gráfica 8). En efecto, el crecimiento del consumo privado ha seguido mostrando una relativa fortaleza derivada del buen desempeño del mercado laboral y de la aún elevada confianza de los consumidores. Por otra parte, la debilidad de la demanda externa continúa afectando a la actividad manufacturera y a la inversión de los negocios en esa región. A esta debilidad ha contribuido en mayor medida Alemania, cuya economía mostró un

crecimiento muy bajo. Por su parte, la tasa de desempleo se mantuvo en niveles bajos, fluctuando alrededor de 7.5% durante el periodo que cubre este Informe. El índice de Gerentes de Compras del sector Manufacturero de la región se mantuvo en zona de contracción (Gráfica 9).

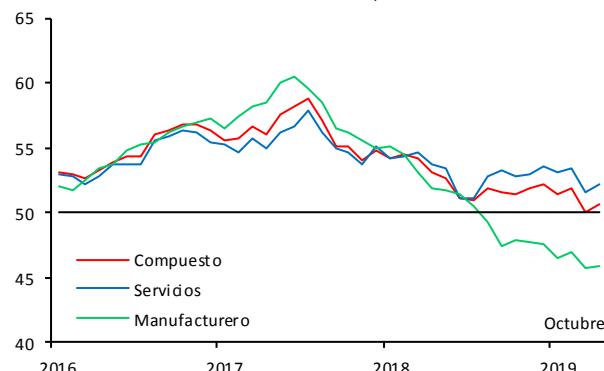
Gráfica 8
Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

Gráfica 9
Zona del Euro: Índice de Gerentes de Compras
Índice de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

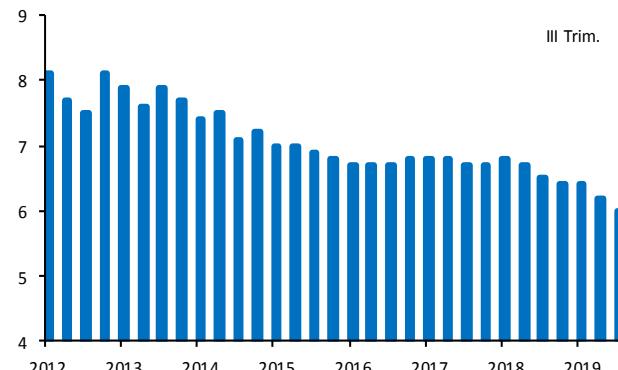
Fuente: Markit.

En el Reino Unido, el PIB creció a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 1.2% durante el tercer trimestre, después de contraerse 0.9% en el segundo. Si bien el consumo privado siguió expandiéndose a un ritmo moderado, debido al relativamente sólido crecimiento de los salarios, la incertidumbre sobre el proceso de salida de ese país de la Unión Europea continuó reflejándose en un estancamiento de la inversión de negocios. Por su parte, las exportaciones netas observaron un repunte después de haberse contraído en el trimestre previo.

En Japón, el crecimiento del PIB se desaceleró significativamente durante el tercer trimestre, al registrar una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.2%, luego de expandirse 1.8% durante el segundo, ante el fuerte deterioro de la demanda externa. Por su parte, el consumo mantuvo un ritmo de crecimiento moderado, en un contexto en el que entró en vigor el incremento al impuesto al valor agregado (IVA) a principios de octubre. Adicionalmente, los indicadores sobre confianza del consumidor y de los negocios disminuyeron lo que, junto al aumento en los impuestos al consumo, pudiera acentuar la debilidad de esa economía hacia adelante. El mercado laboral siguió mostrando una relativa fortaleza con una tasa de desempleo de 2.4% en septiembre, si bien el ritmo de creación de empleos se ha venido moderando.

El crecimiento de la actividad económica en la mayoría de las economías emergentes continuó siendo moderado durante el tercer trimestre del año. La economía china siguió desacelerándose, al pasar de un crecimiento anual de 6.2% en el segundo trimestre a 6.0% en el tercero, registrando así el crecimiento más bajo desde 1990 (Gráfica 10). Dicha moderación reflejó, parcialmente, los efectos de las tensiones comerciales con Estados Unidos. Asimismo, la mayoría de las economías de Asia emergente continuaron viéndose afectadas ante la menor demanda global, el menor crecimiento de China y la desaceleración del sector electrónico, lo que motivó a sus autoridades a implementar diversas políticas para estimular sus economías. En América Latina, la mayoría de las economías han registrado crecimientos menores a los anticipados. Finalmente, si bien las economías de Europa emergente han seguido creciendo a un ritmo relativamente elevado debido a la fortaleza de su demanda interna, pudieran enfrentar un deterioro ante el menor crecimiento de la zona del euro.

Gráfica 10
China: Producto Interno Bruto real
Variación anual en por ciento



Fuente: NBS.

Cabe destacar que durante el periodo que cubre este Informe, se atenuaron parcialmente algunos de los riesgos geopolíticos que ha enfrentado la economía global.

En particular:

- i. Luego de que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China registraran un fuerte escalamiento en agosto ante los anuncios de ambos países de nuevos aranceles, la designación de China por parte de Estados Unidos como país manipulador de divisas y la suspensión de compras de productos agrícolas estadounidenses por parte del país asiático, estas se han venido atenuando gradualmente.¹ En septiembre, las autoridades estadounidenses anunciaron que retrasarían hasta diciembre la entrada en vigor del arancel de 10% sobre la mitad de las importaciones adicionales por 300 mil millones de dólares provenientes de China, a lo que ese país respondió con la cancelación de los aranceles a las importaciones de cerdo y soya. A mediados de octubre, se anunció la posibilidad de que se llegue a un acuerdo preliminar entre Estados Unidos y China para reducir las tensiones comerciales. Este acuerdo, denominado como Fase 1, incluiría la reactivación de las compras de granos por parte de China, el aplazamiento indefinido por parte de Estados Unidos del incremento a los aranceles que estaba estipulado

¹ Para un recuento de estas tensiones véase el Informe Trimestral, Abril – Junio 2019, disponible en:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/%7B1CA9105C-D7BE-C2C3-4D0C-D2BCA5DB0EB8%7D.pdf>

para entrar en vigor el 15 de octubre, la posible eliminación de los aranceles impuestos a China en septiembre, y la implementación de medidas para proteger la propiedad intelectual y acelerar la estabilización de su mercado cambiario por parte del país asiático. A pesar de lo anterior, el acuerdo comercial señalado aún no se ha materializado y a mediados de noviembre el Presidente de Estados Unidos mencionó que los aranceles podrían incrementarse en caso de que dichas negociaciones no lleguen a buen término. Adicionalmente, el escalamiento en las tensiones sociales en Hong Kong se ha convertido en un factor que ha complicado las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos.

- ii. Se registraron acontecimientos importantes en cuanto a las negociaciones del proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, destacando el acuerdo alcanzado a mediados de octubre con la Comisión Europea sobre las condiciones de salida. La principal diferencia entre dicho acuerdo y el firmado previamente se refiere a las condiciones en las que operarían las relaciones comerciales entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda en caso de que al final del periodo de transición el Reino Unido y la Unión Europea no lograran un acuerdo comercial.² El nuevo acuerdo establece que, aunque el comercio entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda estaría sujeto a aranceles, los controles y verificaciones se darían entre la isla de Gran Bretaña e Irlanda del Norte. Lo anterior evitaría el establecimiento de revisiones en la frontera irlandesa, cumpliendo con lo estipulado en los tratados de paz firmados en 1998. Cabe destacar que el Parlamento Británico aprobó en principio el acuerdo de salida negociado con la Unión Europea, pero rechazó el cronograma planteado bajo el argumento de que es necesario analizar diversos aspectos del proyecto presentado. Finalmente, la Comisión Europea aceptó una extensión para llegar a un acuerdo de salida por parte de Reino Unido hasta el 31 de enero de 2020 y el parlamento británico aprobó la realización de elecciones el 12 de diciembre. Si bien estos últimos acontecimientos han reducido

significativamente la posibilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea, todavía se anticipa un periodo de incertidumbre sobre el futuro de las relaciones económicas de estas regiones hasta conocer el resultado de las elecciones de mediados de diciembre.

No obstante lo anterior, en este periodo hubo eventos políticos y sociales en países de América Latina, como Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú, que provocaron volatilidad financiera e incertidumbre sobre las perspectivas de crecimiento de la región.

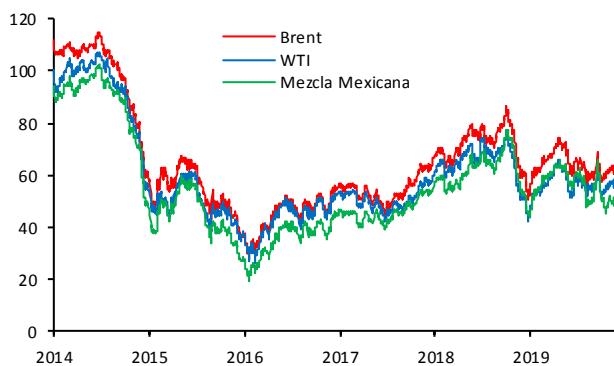
2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron en general una tendencia a la baja durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del crudo disminuyeron durante la mayor parte del tercer trimestre ante el agravamiento de las disputas entre Estados Unidos y China, el aumento de los inventarios de crudo estadounidenses y la desaceleración de la economía mundial (Gráfica 11). Si bien dichos precios subieron significativamente a mediados de septiembre, ante los ataques perpetrados a las principales instalaciones petroleras de Arabia Saudita, estos retrocedieron en los días posteriores al darse a conocer que la producción de petróleo se restablecería rápidamente. Por su parte, los precios de los granos mostraron una caída al inicio del tercer trimestre, debido al incremento en el volumen cosechado a nivel mundial. No obstante, estos se recuperaron parcialmente en las últimas semanas ante los retrasos en las cosechas estadounidenses, el ligero deterioro en las condiciones climáticas en Europa y Estados Unidos y la reanudación de compras de granos por parte de China. Por último, los precios de los metales industriales registraron cierta volatilidad y disminuyeron como resultado del escalamiento de las tensiones comerciales y por la profundización de la desaceleración de la producción industrial a nivel mundial, aunque con ciertos momentos de recuperación ante las perspectivas más favorables para las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos (Gráfica 12).

² El acuerdo previo adoptaba una salvaguarda para garantizar el tránsito de bienes y personas entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda.

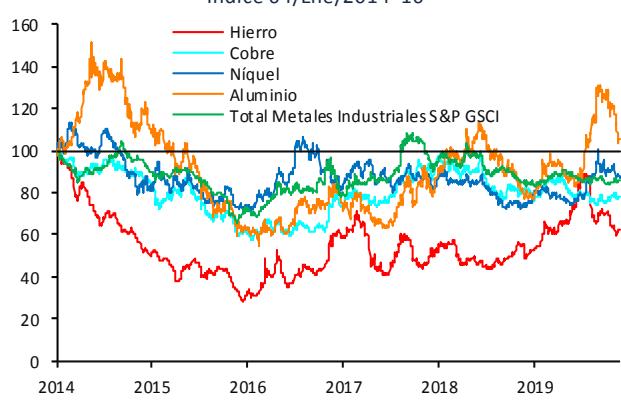
Dicha salvaguarda señalaba que en el escenario mencionado se establecería una unión aduanera con la Unión Europea.

Gráfica 11
Petróleo Crudo
En dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 12
Precios de Metales Industriales Seleccionados^{1/}
Índice 04/Ene/2014=10



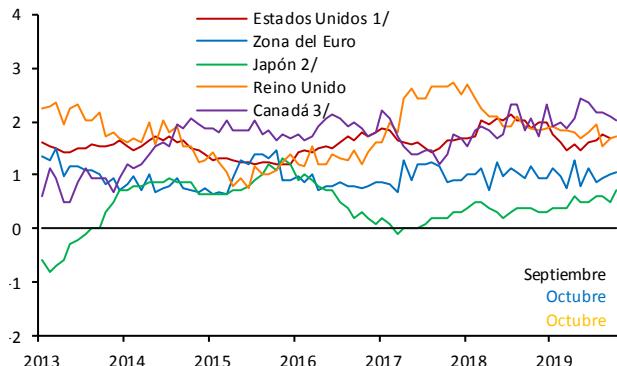
1/ El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.

Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

Las inflaciones general y subyacente se mantuvieron en niveles reducidos en la mayoría de las economías avanzadas en el periodo que cubre este Informe, debido a la mayor debilidad en el crecimiento y a los menores precios de la energía, manteniéndose así por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales (Gráfica 13). Mientras tanto, las expectativas de inflación provenientes de encuestas y de instrumentos de mercado en las principales economías avanzadas se mantuvieron en niveles reducidos (Gráfica 14).

Gráfica 13
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



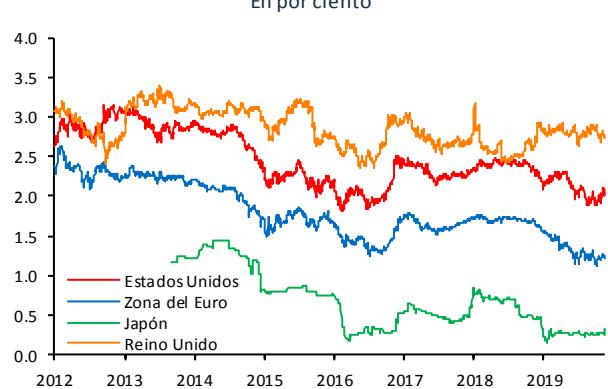
1/ Se empleó el deflactor del gasto en consumo.

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

3/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014.

Fuente: BEA, Eurostat, Oficina del Gabinete de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

Gráfica 14
Economías Avanzadas : Expectativas de Inflación Derivadas de Instrumentos Financieros^{1/}
En por ciento



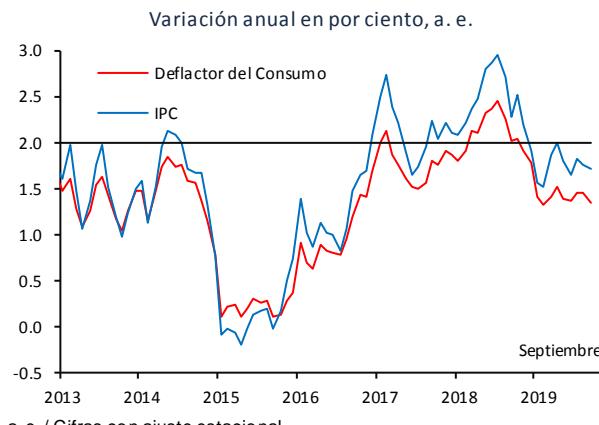
1/ Inflación que se espera dentro de 5 años para los próximos 5 años. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en el que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado.

Fuente: J.P. Morgan.

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, disminuyó de una tasa anual de 1.4% en junio a 1.3% en septiembre, nivel por debajo del objetivo simétrico de 2% de la Reserva Federal (Gráfica 15), ello debido al desvanecimiento de algunos factores transitorios. Por su parte, la inflación subyacente mostró una ligera aceleración, al pasar de 1.6% en junio a 1.7% en septiembre, al aumentar los precios de componentes volátiles, como el de autos usados, y de algunos servicios. Mientras tanto, las expectativas de inflación provenientes tanto de encuestas como de

instrumentos financieros se mantuvieron por debajo de la meta de la Reserva Federal.

Gráfica 15
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

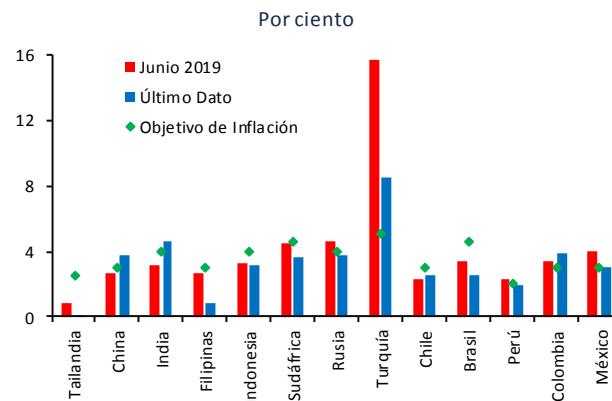
Fuente: BEA y BLS.

Por su parte, la inflación en la zona del euro y Japón se ha mantenido muy por debajo de sus metas. Además, las expectativas de inflación han continuado disminuyendo en ambas economías. En la zona del euro, la inflación general ha venido disminuyendo como resultado de los menores precios de la energía, al pasar de 1.3% a 0.7% a tasa anual de junio a octubre. Por su parte, la inflación subyacente, si bien siguió registrando una elevada volatilidad derivada del componente de servicios, ha seguido fluctuando alrededor del 1%. En Japón, la inflación general disminuyó de 0.6% en junio a 0.4% en octubre, mientras que la subyacente aumentó de 0.5% a 0.7% durante dicho periodo ante el gradual incremento de los precios de bienes no duraderos.

En la mayoría de las economías emergentes, la inflación general registró una disminución, ubicándose dentro del rango objetivo establecido por las respectivas autoridades monetarias (Gráfica 16). En la región asiática, los efectos transitorios que provocaron un repunte en la inflación durante la primera parte del año, particularmente en la de alimentos, continuaron afectando la inflación general, si bien la inflación subyacente de estos

países se ha desacelerado. En el resto de las economías, la inflación tanto general como subyacente continúa presentando una tendencia decreciente.

Gráfica 16
Economías Emergentes: Inflación General Anual



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

Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este contexto de menor crecimiento económico, ausencia de presiones inflacionarias y mayores riesgos para la economía mundial, algunos de los principales bancos centrales, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, implementaron acciones de relajamiento monetario. Adicionalmente, se mantiene la expectativa de que algunas de estas instituciones sigan recortando sus tasas de referencia e implementen otras medidas de política monetaria no convencionales. En este entorno, el Recuadro 1 estima las implicaciones cuantitativas para la actividad económica global de las tensiones comerciales, así como el posible efecto mitigante que podría tener una disminución en la tasa de fondos federales de Estados Unidos sobre el crecimiento de las economías emergentes y del resto de las avanzadas.

Recuadro 1. Algunas Consideraciones sobre los Posibles Efectos de las Tensiones Comerciales y la Política Monetaria de Estados Unidos sobre la Economía Mundial

1. Motivación

El objetivo de este recuadro es analizar dos de los principales factores que han incidido sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Por una parte, se han registrado choques negativos en el comercio internacional, la inversión y el crecimiento derivados del escalamiento de las tensiones comerciales, lo que ha contribuido a una disminución en las expectativas de crecimiento. Por otra parte, ante una desaceleración en el crecimiento de Estados Unidos, los riesgos de una menor demanda externa y la ausencia de presiones sobre la inflación, la Reserva Federal (FED) de ese país ha reducido en tres ocasiones consecutivas su tasa de interés de referencia. Esto último pudiera mitigar parcialmente los efectos negativos sobre el crecimiento, tanto de las economías emergentes, como del resto de las avanzadas, derivados de las tensiones comerciales.

Es importante señalar que los resultados presentados en este recuadro no consideran los factores indirectos que podrían conducir a mayores pérdidas en la actividad económica y productividad, tales como los efectos sobre las decisiones de inversión que las empresas pudieran tomar con motivo de la mayor incertidumbre en materia de política económica y comercial. El Recuadro 1 del Informe Trimestral del segundo trimestre de 2019, ilustra el impacto de un escenario de alta incertidumbre en la inversión fija de los negocios, indicando que a niveles elevados de incertidumbre existen canales no lineales que amplifican su efecto sobre la inversión, la actividad económica y el empleo. Estos efectos exacerbaban las consecuencias negativas directas que se estiman en este recuadro a partir de las distorsiones inducidas por las disputas comerciales.

2. Estimación de los Efectos del Escalamiento de las Tensiones Comerciales

Uno de los principales riesgos y factores de incertidumbre que enfrenta la economía mundial ha sido el escalamiento de medidas proteccionistas. Si bien recientemente ha habido avances en cuanto a las negociaciones comerciales, persiste la incertidumbre en torno a la magnitud de las distorsiones que dichas medidas tendrán sobre los patrones de comercio global y el funcionamiento de los procesos productivos en el futuro.

Entre los objetivos de este recuadro es estimar los efectos potenciales directos que la reciente ola de medidas arancelarias impuestas (o anunciadas), principalmente por Estados Unidos y China, pudieran tener en diferentes países. Para ello, es necesario un análisis que, más allá de una cuantificación de los montos de las importaciones afectadas, considere la interacción de varios mecanismos de transmisión

de estas medidas en un contexto de vínculos productivos complejos, como la posibilidad de sustitución de insumos o bienes de consumo final de un país a otro. Para ello se utiliza el modelo de equilibrio general desarrollado por Costinot y Rodríguez-Clare (2014), el cual permite hacer ejercicios de estática comparativa de escenarios de incremento de costos de comercio derivados de la imposición de aranceles por parte de diferentes países. Dicho modelo tiene como bloque fundamental las llamadas ecuaciones de gravedad¹ para explicar los flujos comerciales entre países, y engloba una amplia gama de estructuras de competencia e interrelaciones entre los diferentes sectores productivos utilizando las relaciones productivas y comerciales capturadas en la Matriz de Insumo-Producto Global (WIOD, por sus siglas en inglés).² Esta sección del recuadro actualiza, con base en las medidas comerciales adoptadas recientemente, el ejercicio publicado previamente en el Recuadro 2 del Informe Trimestral del cuarto trimestre de 2018, donde se puede encontrar una breve descripción del modelo.

El modelo permite inferir los cambios en el ingreso real asociados con mayores costos de comercio, modelados como un aumento de aranceles, usando dos variables: (i) la elasticidad de las importaciones bilaterales con respecto a los costos de comercio (elasticidad comercial), y (ii) cambios en la participación del gasto en bienes locales, los cuales a su vez se obtienen de variables observables como las proporciones iniciales del gasto de los diferentes países/sectores, así como los niveles iniciales de ingreso. Para el primer conjunto de variables (las elasticidades comerciales) se utilizan las estimaciones sectoriales de Caliendo y Parro (2015) y para el segundo se utiliza la información contenida en la WIOD.

Con base en los flujos comerciales afectados o amenazados por los cambios en aranceles descritos en el Cuadro 1, se calcula una tasa arancelaria adicional equivalente (TAAE) para cada uno de los flujos bilaterales de los 31 sectores contenidos en la WIOD. La TAAE se obtiene de multiplicar la tasa arancelaria promedio de los productos gravados en cada sector por la proporción de importaciones bilaterales afectadas dentro del sector. Estas tasas sirven como insumo del modelo para obtener estimaciones sobre el efecto en el ingreso real y en los precios.

Los resultados presentados en este primer ejercicio son indicativos de la afectación potencial a los consumidores, así como de la pérdida de eficiencia en los procesos productivos asociada a la regresión tecnológica generada por estas medidas.

¹ Los modelos de gravedad del comercio internacional afirman que el comercio entre dos países depende del tamaño de los países y los costos de comercio entre ellos. Las ecuaciones de gravedad han sido empíricamente útiles para explicar una gran proporción de la variación en los flujos comerciales bilaterales observados. El modelo de Armington, formulado como en Anderson (1979), proporcionó la

primera base teórica para la relación de gravedad. Posteriormente se han ampliado los fundamentos microeconómicos que dan pie a las ecuaciones de gravedad.

² Para una mayor descripción de la WIOD ver Timmer et al. (2015).

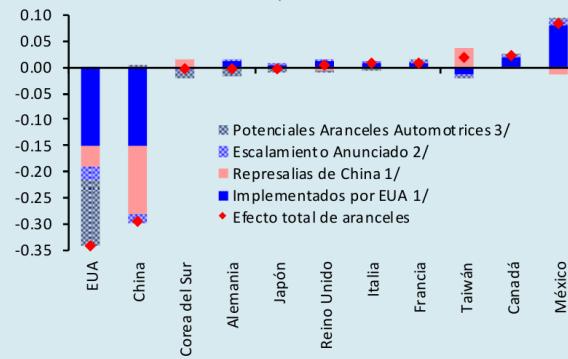
Cuadro 1
Principales Medidas Arancelarias Anunciadas y Aplicadas

De	Hacia	Descripción del evento
EUA	China	Arancel de 25% de las tres listas publicadas durante 2018 con un valor de 250 mil mdd.
	Sector automotriz	Arancel de 10% a un conjunto de bienes con valor de 300 mil mdd con vigor a partir de septiembre de 2019. Potencial alza de 5pp sobre aranceles: de 10 a 15% para 300 mil mdd de importaciones provenientes de China y de 25 a 30% para los 250 mil mdd ya sujetos a arancel en agosto de 2019.
China	EUA	Potencial arancel sobre las importaciones de autos anunciado en mayo del 2018. Represalias a las listas publicadas por EUA durante el 2018 a distintas tasas arancelarias por un equivalente de 110 mil mdd de importaciones provenientes de EUA. Aranceles sobre productos equivalentes a 75mmd con vigencia a partir del 1ero. de septiembre y el 15 de diciembre del 2019.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Oficina del Representante de Comercio de los Estados Unidos (USTR, por sus siglas en inglés), del Ministerio de Comercio de la República Popular de China y de Capital Economics.

El análisis muestra que las restricciones arancelarias implementadas entre Estados Unidos y China concentran sus efectos negativos en estos países, con efectos modestos en otras economías. En particular, resaltan los efectos positivos en socios comerciales importantes de ambas economías como son México, Canadá y Taiwán como resultado, principalmente, de la desviación del comercio. Si bien, en general, los efectos en el ingreso real de las medidas arancelarias impuestas hasta ahora son acotados, la implementación de todos los aranceles anunciados tendría un efecto significativamente mayor en ambas economías (Gráfica 1).

Gráfica 1
Efecto en el Ingreso Real
 En por ciento



1/ Considera todos los aranceles implementados por EUA a importaciones provenientes de China (250 mddd en 2018 y 300 mddd en 2019), así como las represalias implementadas por China.

2/ Considera el alza potencial en 5pp para cada conjunto de aranceles implementados por EUA.

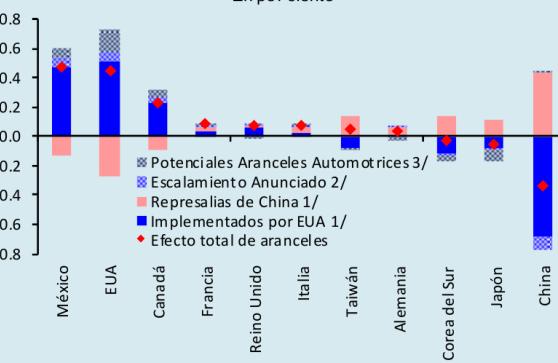
3/ Excluye a México y Canadá.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de World Input-Output Database 2016, con base en Costinot, A., & Rodríguez-Clare, A. (2014) "Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization". Handbook of International Economics, Volume 4, 197-261.

Nuevamente, es importante enfatizar que los aumentos en el ingreso real de algunos países, como México, pueden ser contrarrestados por el aumento en la incertidumbre comercial, la cual ha afectado los flujos de inversión, y por los efectos negativos que un menor crecimiento de Estados Unidos y China tendrían sobre el resto del mundo. En este sentido, el recuadro 1 del Informe Trimestral abril-junio 2019 muestra que un nivel elevado de incertidumbre activa un canal no lineal que amplifica sus efectos sobre la inversión fija, la actividad

económica y el empleo de Estados Unidos. Los resultados sugieren que esto podría conducir a un deterioro adicional y muy persistente en dichas variables y, por ende, en el crecimiento global. Resultados similares se observan si se aplica la misma metodología a México, en el sentido de que un aumento en la incertidumbre de política económica conduce, por sus efectos no lineales, a una caída en la inversión y la actividad económica de magnitud considerable. Por otra parte, es fundamental señalar que las aparentes ganancias en la actividad económica de algunos países vienen acompañadas por presiones inflacionarias (Gráfica 2). Los resultados sugieren que los aranceles pudieran representar una fuente significativa de presiones al alza en los precios en Estados Unidos, así como en México y Canadá. Dichas presiones no sólo se derivan de la mayor protección efectiva, sino también del entorpecimiento de los encadenamientos productivos presentes dentro del bloque de América del Norte.

Gráfica 2
Efecto de Largo Plazo en Precios al Consumidor
 En por ciento



1/ Considera todos los aranceles implementados por EUA a importaciones provenientes de China (250 mddd en 2018 y 300 mddd en 2019), así como las represalias implementadas por China.

2/ Considera el alza potencial en 5pp para cada conjunto de aranceles implementados por EUA.

3/ Excluye a México y Canadá.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de World Input-Output Database 2016, con base en Costinot, A., & Rodríguez-Clare, A. (2014) "Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization". Handbook of International Economics, Volume 4, 197-261.

3. Estimación de los Efectos de la Política Monetaria de Estados Unidos sobre el Crecimiento Mundial

El objetivo de esta segunda sección es estudiar el impacto de una disminución en la tasa de fondos federales de Estados Unidos sobre el crecimiento de las economías emergentes (resaltando el caso de México) y del resto de las avanzadas. Ello, en vista de que, como respuesta al reciente entorno de mayor incertidumbre, la FED redujo su tasa de referencia en tres ocasiones durante 2019. Para esto, se estiman funciones de impulso respuesta empleando el método de proyección local, siguiendo de cerca a Iacoviello y Navarro (2019), documento en el que la respuesta sobre el PIB puede variar según tres indicadores: 1) el régimen de tipo de cambio, 2) apertura comercial y 3) nivel de vulnerabilidad financiera de cada economía.

La inclusión de estos tres indicadores se sustenta en Ammer et al. (2016), documento en el que se identifican hasta tres canales distintos por los cuales las decisiones de política monetaria en un país afectan a otras economías. El primero es el canal de tipo de cambio en el que una política monetaria más acomodaticia en Estados Unidos reduce la tasa de interés de dicho país en relación con las tasas de otros países, lo cual deprecia el dólar. Ello, a su vez, mejora la balanza comercial estadounidense y, por lo tanto, su PIB, al tiempo que reduce los balances comerciales y el PIB de sus socios comerciales.³ Los otros dos canales operan en el sentido opuesto al canal del tipo de cambio. El segundo es el canal de comercio internacional, también conocido como el de demanda interna. Cuando se relaja la política monetaria en Estados Unidos, el gasto en consumo e inversión en dicho país se incrementa, lo que aumenta las importaciones estadounidenses y, por lo tanto, las exportaciones de otras economías, especialmente de las más integradas a Estados Unidos. De esta forma, una política monetaria expansiva en Estados Unidos incrementa el PIB del resto de países. El último canal es denominado financiero, pues opera a través de los precios de activos financieros e instrumentos de deuda en otras economías. Una política monetaria estadounidense más expansiva disminuye los rendimientos de largo plazo de dicho país. Ello genera flujos de capital hacia otras economías, lo cual implica menores rendimientos y precios de activos más altos en dichos países. Lo anterior implica condiciones financieras más holgadas que, finalmente, impulsan el PIB del resto de países. Al respecto, Iacoviello y Navarro (2019) señalan que los efectos serían de mayor magnitud cuando los fundamentos del resto de las economías son débiles. Así, cuando un país tiene un nivel elevado de deuda externa o un déficit en cuenta corriente excesivo, la respuesta en el PIB frente a una disminución de la tasa de interés en Estados Unidos podría ser más elevada.

Al existir tres canales de transmisión, la respuesta final sobre el PIB del resto de países dependerá de la relevancia de cada uno de estos canales en cada economía. Ello abre la posibilidad de que se presente heterogeneidad entre países. Sobre este punto, Iacoviello y Navarro (2019) reportan una dispersión importante entre países y para un mismo país en distintos puntos del tiempo en la respuesta del PIB frente a movimientos en la tasa de interés de la FED. Di Giovanni y Shambaugh (2008) encuentran que, para las principales economías avanzadas, los efectos de un incremento en las tasas de interés extranjeras son mayores en los países con un régimen de tipo de cambio fijo. Por su parte, Canova (2005) reporta que el canal financiero juega un rol importante en la transmisión de choques originados en Estados Unidos, hacia las economías de América Latina. Más recientemente, Georgiadis (2016) encuentra diferencias importantes entre economías avanzadas y emergentes, atribuibles principalmente a distintos niveles de

integración comercial y financiera, régimen de tipo de cambio, entre otros.

3.1 Datos y Metodología

La muestra, de frecuencia trimestral, incluye 50 países (26 avanzados y 24 emergentes) para el periodo 1970-2018. El indicador de régimen de tipo de cambio se construye siguiendo la metodología de Ilzetzki et al. (2017), quienes elaboran un índice entre 0 y 1, en donde 0 denota un tipo de cambio flexible, y 1 un tipo de cambio fijo. El indicador de apertura comercial es el cociente de exportaciones más importaciones con Estados Unidos, sobre el PIB de cada país. El indicador de vulnerabilidad financiera es el promedio simple de 4 variables: inflación del índice general de precios al consumidor, déficit de cuenta corriente, deuda externa y el negativo de las reservas internacionales, en donde las tres últimas se expresan como porcentaje del PIB. Finalmente, para facilitar la comparación entre indicadores, se realizan transformaciones a los indicadores de apertura comercial y de vulnerabilidad financiera de modo que estos tomen valores en el intervalo unitario.⁴

Como primer paso, se estiman los choques de política monetaria en Estados Unidos u_t , como los residuos de la siguiente regresión:

$$r_t = \theta_0 + \theta_1 Z_t + u_t$$

donde r_t es la tasa de fondos federales y Z_t es un conjunto de controles que incluye: valores contemporáneos y rezagados de la inflación, logaritmo del PIB y spreads corporativos de Estados Unidos, logaritmo del PIB del resto del mundo, rezagos de r_t , así como una tendencia cuadrática. Posteriormente, con los residuos u_t , se calculan los efectos sobre el PIB del resto de economías utilizando el método de proyección local desarrollado por Jorda (2005). Esta metodología permite calcular la respuesta para cierto horizonte " $t + h$ " en lugar de extrapolar hacia horizontes de tiempo cada vez más distantes, como se hace en el caso de sistemas VAR.⁵ Específicamente, para cada horizonte $t + h$, se estima la siguiente ecuación, por separado para economías avanzadas (sin incluir Estados Unidos) y emergentes:

$$y_{i,t+h} = \alpha_{i,h} + \beta_h u_t + \sum_{v \in V} \beta_h^v (e_{i,t-1}^v u_t)^\perp + A_{h,i} Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t+h}$$

donde $h = 0, 1, 2, \dots, H$, $y_{i,t+h}$ es el PIB del país i en el trimestre $t + h$, $\alpha_{i,h}$ es el efecto fijo por país y $Z_{i,t}$ es un conjunto de controles por país (rezagos del PIB de cada economía y tendencia cuadrática). Por su parte, $e_{i,t-1}^v$ es un índice de exposición para cada uno de los tres índices $v \in V$, igual a 1 cuando el factor es igual a su percentil 95 y cero cuando es igual a su mediana. Para ello, sea $\ell_{i,t}^v$ el indicador $v \in V$ definido en el intervalo unitario. Luego:

³ Este efecto de sustitución entre bienes producidos domésticamente y en el extranjero es una característica clave del modelo Mundell-Fleming-Dornbusch.

⁴ Las variables son estandarizadas, y luego se les aplica una transformación logística. Ver Iacoviello y Navarro (2019) para mayores detalles.

⁵ Este método produce estimaciones más robustas a errores de especificación que aquellas provenientes de VAR. Ver Jorda (2005).

$$e_{i,t}^v = \frac{\ell_{i,t}^v - \ell_{50}^v}{\ell_{95}^v - \ell_{50}^v}$$

donde ℓ_p^v corresponde al percentil p de $\{\ell_{i,t}^v\}$. Finalmente, los términos $(e_{i,t-1}^v u_t)^\perp$ son ortogonales al resto de regresores. Dichos términos son *ortogonalizados* de manera secuencial con el siguiente ordenamiento: tipo de cambio, comercio y vulnerabilidad financiera.⁶

De esta forma, $\{\beta_h\}$ es la respuesta del PIB del resto de países frente a un choque de política monetaria en Estados Unidos (u_t) de 100 puntos base, cuando todos los factores se encuentran en sus valores medianos, mientras que $\{\beta_h + \beta_h^v\}$ es la misma respuesta cuando el factor $v \in V$ se encuentra en el percentil 95 de su distribución. Por otro lado, la respuesta sobre el PIB para un percentil arbitrario p puede hallarse con la expresión $\{\beta_h + \beta_h^v e_p^v\}$, donde e_p^v se define a partir del valor del índice correspondiente a dicho percentil.⁷

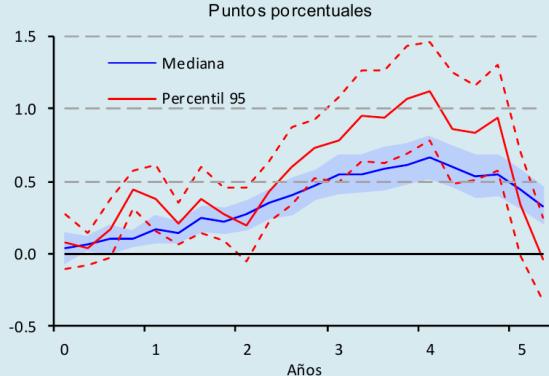
3.2 Resultados

3.2.1 Economías Avanzadas

Los resultados para economías avanzadas, en cuanto al indicador del nivel de comercio con Estados Unidos se refiere, se presentan en la Gráfica 3. Una disminución de la tasa de interés de fondos federales de 100 puntos base tiene, en promedio, un efecto positivo y significativo sobre el crecimiento de las economías avanzadas, con un máximo de 0.66 por ciento tras cuatro años del choque (línea azul). Sin embargo, en caso de que una economía avanzada tenga un elevado nivel de comercio con Estados Unidos, el máximo se incrementa hasta en 1.1 por ciento.

Gráfica 3

Impulso Respuesta del PIB de Economías Avanzadas ante un Choque Negativo en la Tasa de Interés de EUA por Nivel de Comercio con EUA 1/



1/ Corresponde a la suma de exportaciones e importaciones con EUA sobre PIB.

Fuente: Elaborado por Banco de México con base en la metodología de Iacoviello et al. (2019), con una muestra de 50 países (26 avanzados y 24 emergentes) con datos trimestrales de 1970 a 2018.

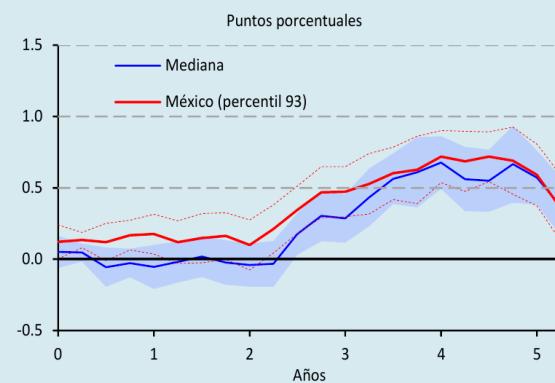
⁶ Dicho procedimiento se conoce como regresión por ortogonalización sucesiva. Distintos ordenamientos arrojan resultados similares.

⁷ Sea ℓ_p^v el percentil p de $\{\ell_{i,t}^v\}$. Entonces: $e_p^v = \frac{\ell_p^v - \ell_{50}^v}{\ell_{95}^v - \ell_{50}^v}$

3.2.2 Economías Emergentes

Los resultados para el caso de economías emergentes, por nivel de comercio con Estados Unidos se presentan en la Gráfica 4. De manera similar al caso de las economías avanzadas, la respuesta del PIB de las economías emergentes frente a una disminución de 100 puntos base en la tasa de fondos federales alcanza máximos de 0.7 por ciento entre 4 y 5 años (línea azul). Por su parte, tener un elevado comercio con Estados Unidos, como es el caso de México⁸, genera una respuesta mayor y estadísticamente significativa sobre el PIB en el corto plazo, con respecto a la respuesta mediana en las economías emergentes. Ello va en línea con lo discutido previamente sobre el canal de comercio internacional mediante el cual una disminución en la tasa de fondos federales en Estados Unidos incrementa las exportaciones de otras economías, y en mayor magnitud en el caso de las economías más integradas con Estados Unidos.

Gráfica 4
Impulso Respuesta del PIB de Economías Emergentes ante un Choque Negativo en la Tasa de Interés de EUA por Nivel de Comercio con EUA 1/



1/ Corresponde a la suma de exportaciones e importaciones con EUA sobre PIB.

Fuente: Elaborado por Banco de México con base en la metodología de Iacoviello et al. (2019), con una muestra de 50 países (26 avanzados y 24 emergentes) con datos trimestrales de 1970 a 2018.

4. Consideraciones Finales

En este recuadro se analizan los posibles impactos de dos factores relevantes para las perspectivas de crecimiento de la economía mundial. Por una parte, el escalamiento de las tensiones comerciales representa un riesgo a la baja para el crecimiento. Así, se estima que el efecto negativo de las medidas arancelarias implementadas hasta ahora sería relativamente modesto, concentrándose principalmente en Estados Unidos y China. No obstante, la implementación de aranceles adicionales pudiera elevar el impacto sobre el crecimiento global. Adicionalmente, los aranceles representan una fuente de presiones al alza en los precios y de deterioro en la competitividad del bloque de América del Norte. Por otra

⁸ El indicador de comercio con Estados Unidos se ubicó en el percentil 93 durante el año 2018.

parte, si bien la disminución en la tasa de interés de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos es un factor que podría aminorar el efecto de lo anterior sobre las economías emergentes y el resto de las avanzadas, es importante reconocer que dichas medidas no pueden contrarrestar el efecto negativo sobre la productividad y, por ende, sobre el PIB potencial derivado de un entorno de mayor proteccionismo. Más aún, su potencial para suavizar el ciclo económico pudiera verse significativamente limitado debido a los efectos de la mayor incertidumbre en las decisiones de inversión.

5. Bibliografía

- Ammer, P., De Pooter, M., Erceg, C.J., & Kamin, S.B., 2016. "International Spillovers of Monetary Policy," Tech. Rep. Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- Anderson, J.E. (1979). A theoretical foundation for the gravity equation. *The American Economic Review*, 69 (1), 106-116.
- Canova, F., 2005. "The transmission of US shocks to Latin America," *Journal of Applied Econometrics*, 20, pp. 229-251.
- Caliendo, L., & Parro, F. (2015). Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA. *The Review of Economic Studies*, 82(1), 1-44.
- Costinot, A., & Rodríguez-Clare, A. (2014). Trade theory with numbers: Quantifying the consequences of globalization. In *Handbook of International Economics* (Vol. 4, pp. 197-261). Elsevier.

Di Giovanni, J., & Shambaugh, J., 2008. "The impact of foreign interest rates on the economy: The role of the exchange rate regime," *Journal of International Economics*, 74, pp. 341-361.

Giorgiadis, G., 2016. "Determinants of global spillovers from US monetary policy," *The Journal of International Money and Finance*, 67, pp. 41-250.

Iacoviello, M. & Navarro, G., 2019. "Foreign effects of higher U.S. interest rates," *The Journal of International Money and Finance*, 95, pp. 232-250.

Ilzetzki, E., Reinhart, C.M., & Rogoff, K.S., 2017. "Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor will hold?" Tech. rep. National Bureau of Economic Research.

Jorda, O., 2005. "Estimation and inference of impulse responses by local projections," *American Economic Review*, 95 (1), pp. 161-182.

Timmer, M. P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R., & De Vries, G. J. (2015). An illustrated user guide to the world input-output database: the case of global automotive production. *Review of International Economics*, 23(3), 575-605.

Es importante destacar las dificultades que enfrenta actualmente la política monetaria para suavizar el ciclo económico. En las principales economías avanzadas, el espacio para relajar las condiciones monetarias mediante ajustes a la baja en las tasas de política es limitado, dados los niveles extraordinariamente bajos en que ya se encuentran dichas tasas, las cuales en algunos casos incluso se ubican en terreno negativo, así como por la tendencia descendente que ha mostrado la tasa neutral de interés en estas economías. En este entorno, es posible que los bancos centrales en economías avanzadas opten, en mayor medida, por políticas no convencionales adicionales, las cuales pueden tener efectos colaterales sobre la estabilidad financiera a nivel global. En el caso de las economías emergentes, el escenario para sus bancos centrales se ha vuelto más complejo, pues si bien las menores presiones inflacionarias pudieran facilitar recortes adicionales a las tasas de interés de referencia, dichas disminuciones podrían estar limitadas por los cambios en el apetito por riesgo global y por los elevados niveles de incertidumbre que enfrentan

esas economías, lo que implica primas de riesgo elevadas con posibles salidas de capital.

En su reunión de octubre, la Reserva Federal redujo en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales, ubicándolo entre 1.5 y 1.75%, después de implementar recortes de la misma magnitud en sus reuniones de julio y septiembre. El presidente de la Reserva Federal afirmó que continuarán dando seguimiento a los efectos de las decisiones de esta Institución y la información económica disponible para evaluar la trayectoria apropiada para el rango objetivo de la tasa de referencia, y aclaró que el rumbo de la política monetaria no está bajo una trayectoria predeterminada. Adicionalmente, el Presidente de esa Institución agregó que la actual postura monetaria es la apropiada considerando los riesgos que enfrenta la economía y que se requeriría de un cambio importante en las condiciones económicas para modificar dicha perspectiva, lo que fue interpretado como una posible pausa en el proceso de reducción de la tasa de interés de fondos federales. Dicha expectativa se fortaleció en las

minutas de la reunión de octubre. En este entorno, la trayectoria implícita en los futuros de la tasa de fondos federales refleja la expectativa de solo un recorte adicional durante 2020. Durante el tercer trimestre, esa Institución también dio por terminada la reducción programada de su tenencia de valores y anunció que expandiría su hoja de balance para incrementar su oferta de reservas y reducir las presiones al alza que se registraron en las tasas de reporto.

El Banco Central Europeo (BCE) anunció en septiembre cambios significativos en su política monetaria con el objetivo de alcanzar su objetivo de inflación, entre los que destacan: la reducción de su tasa de depósito, modificaciones a las tasas de interés aplicables a los préstamos de largo plazo (TLTRO III), la adopción de un sistema escalonado de tasas de interés para los requerimientos de reservas de los bancos, y la implementación de un nuevo programa de compra de activos por un monto mensual de 20 mil millones de euros, el cual comenzó a partir del primero de noviembre y se extenderá por el tiempo necesario, y terminará poco tiempo antes de que comiencen a incrementar las tasas de referencia. Asimismo, confirmó sus planes de seguir reinvirtiendo los vencimientos de los activos de su balance por un largo periodo, y hasta después de iniciado el proceso de alza de sus tasas de referencia. En octubre, el BCE ratificó las medidas anunciadas en la reunión previa, reiterando la necesidad de mantener una postura monetaria altamente acomodaticia por un periodo prolongado para apoyar la convergencia de la inflación a su meta.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores sin cambios en el periodo que cubre este Informe, si bien en su última reunión dos miembros votaron a favor de recortar su tasa de interés. En su comunicado señaló que la percepción de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea ha disminuido como consecuencia del reciente acuerdo negociado entre ambas partes y de la extensión de la fecha límite para aprobar dicho acuerdo. No obstante, destacó que los riesgos para el crecimiento siguen sesgados a la baja debido a la incertidumbre que existe sobre la naturaleza de dicha transición. En este entorno, esa Institución condicionó su postura monetaria a la evolución del

proceso de salida del Reino Unido, al señalar que un apretamiento gradual y limitado sería necesario en caso de que su economía se recuperara de acuerdo a sus proyecciones y sin que se materialicen los riesgos que esta enfrenta.

Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin cambio sus tasas de referencia durante el periodo que cubre este Informe, pero modificó su guía futura de tasas de interés en su reunión de octubre. En dicha reunión señaló que mantendría las tasas de interés de referencia en sus niveles actuales o más bajos, hasta que estuviera confiado en que la meta de inflación de 2% no estuviera en riesgo, contrastando con el lenguaje anterior que sugería que las tasas permanecerían en niveles bajos hasta la primavera de 2020. Dicha Institución también mencionó que no redujo sus tasas de referencia porque no considera que haya aumentado la probabilidad de que ocurra un retroceso en el avance hacia su meta de estabilidad de precios. No obstante, disminuyó sus pronósticos de crecimiento e inflación para los próximos tres años.

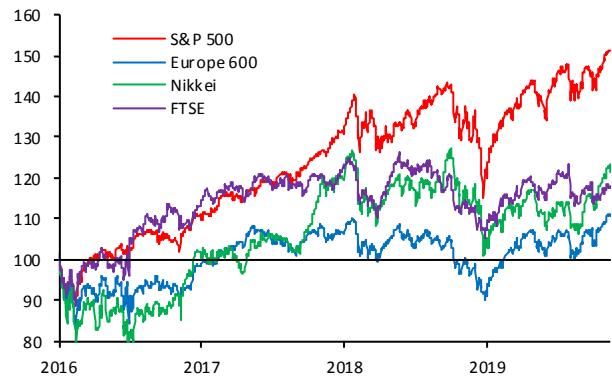
El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% durante el periodo que cubre este Informe, si bien en la reunión de octubre se discutió la posibilidad de un recorte para mitigar los riesgos a la baja que enfrenta el crecimiento en ese país. En su comunicado, esa Institución mencionó que prevé que la economía se desacelere durante el segundo semestre del año, anticipando un crecimiento menor al potencial, esto como reflejo de la incertidumbre asociada a los conflictos comerciales, los ajustes en el sector energético y el desvanecimiento de factores transitorios que provocaron un repunte en el segundo trimestre. Adicionalmente, ese Banco Central señaló que, en la determinación de su postura de política monetaria evaluará la posibilidad de que los efectos del debilitamiento de la economía mundial sobre la actividad económica en Canadá se extiendan más allá de la inversión y las manufacturas. En este contexto, indicó que seguirá de cerca los elementos que han apoyado el crecimiento, como el gasto en consumo privado, el sector inmobiliario y la política fiscal.

En las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales continuaron con un proceso de relajamiento de su postura de política monetaria en

un entorno de inflación baja y debilitamiento de la actividad económica externa e interna, especialmente en aquellas economías que han tenido una tasa de inflación por debajo de sus metas. En particular, Arabia Saudita, Brasil, Chile, Costa Rica, Filipinas, India, Indonesia, México, Paraguay, Rusia, Sudáfrica, Turquía y Ucrania recortaron sus tasas de interés de referencia. Por su parte, el Banco Popular de China redujo su tasa de préstamos y relajó los requerimientos de reserva de todos los bancos a un nivel mínimo desde 2007, buscando inyectar liquidez en la economía y contrarrestar la desaceleración interna y los efectos negativos derivados de las tensiones comerciales con Estados Unidos.

Durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, los mercados financieros internacionales siguieron registrando episodios de volatilidad, derivados principalmente de los altibajos en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, las menores perspectivas de crecimiento mundial, la evolución de las negociaciones en el Reino Unido para la salida de la Unión Europea y de cambios en las expectativas sobre las posturas monetarias de los principales bancos centrales. Si bien los precios de los activos financieros se ubicaron, en general, en niveles similares a los observados al inicio del tercer trimestre, estos presentaron fluctuaciones significativas. Desde finales de junio y hasta principios de septiembre, el deterioro de indicadores económicos y el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China propiciaron un entorno de mayor aversión al riesgo, lo que se reflejó en una disminución en las tasas de interés en las principales economías avanzadas y en una caída en los precios de activos de mayor riesgo. En particular, se registró una disminución en los precios en los mercados accionarios y un aumento de los diferenciales de instrumentos de deuda con mayor perfil de riesgo (Gráfica 17). Adicionalmente, la curva de rendimientos en Estados Unidos se aplano ante las disminuciones de las tasas de interés, principalmente de largo plazo (Gráfica 18).

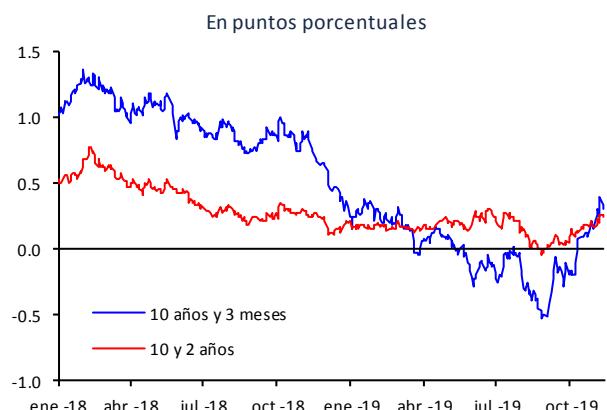
Gráfica 17
Mercados Accionarios de Economías Avanzadas
Seleccionadas
Índice 01/01/2016=100



Fuente: Bloomberg.

No obstante, a partir de septiembre se atenuaron algunos de los riesgos mencionados, por lo que los precios de los activos de mayor riesgo se recuperaron, en tanto que las tasas de interés de largo plazo de economías avanzadas presentaron altibajos durante el periodo, con incrementos respecto de sus menores niveles registrados a principios de septiembre. Además, el aplanamiento de la curva de rendimientos se revirtió como resultado de la disminución en las tasas de corto plazo, asociada a los recortes en la tasa de referencia implementados por la Reserva Federal, y a incrementos en las de largo plazo derivados de una mejoría en las expectativas de crecimiento y al mayor apetito por riesgo ante los menores riesgos percibidos en el panorama externo. En consecuencia, la pendiente de la curva de rendimiento en algunos segmentos dejó de estar invertida al final del periodo que cubre este Informe.

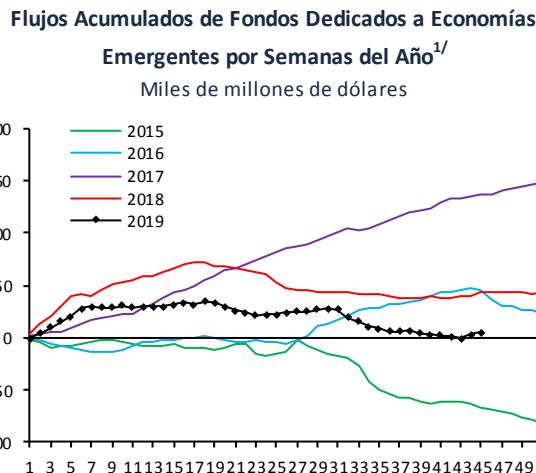
Gráfica 18
EUA: Diferencia en el Rendimiento de los Bonos del Tesoro
En puntos porcentuales



Fuente: Reserva Federal de San Luis (FRED).

De igual forma, entre finales de junio y principios de septiembre, el entorno de mayor aversión al riesgo se reflejó en mayores salidas de capital en las economías emergentes, lo que contribuyó a una ligera depreciación de sus divisas, una ampliación de los diferenciales de crédito soberano y un deterioro adicional en la mayoría de sus índices accionarios (Gráficas 19 y 20). No obstante, el relajamiento en las condiciones financieras globales a partir de mediados de septiembre propició un mejor desempeño de los mercados financieros en las economías emergentes, observándose una apreciación de sus divisas y una moderada recuperación de la mayoría de los índices accionarios. Cabe destacar que en algunos casos particulares, los mercados financieros se vieron afectados negativamente por la presencia de factores idiosincrásicos, destacando los casos de Chile, donde se han registrado fuertes manifestaciones en demanda de reformas de carácter social, y de Argentina, donde los resultados de las elecciones generales y el próximo cambio de gobierno han generado incertidumbre sobre el rumbo de la política económica de ese país.

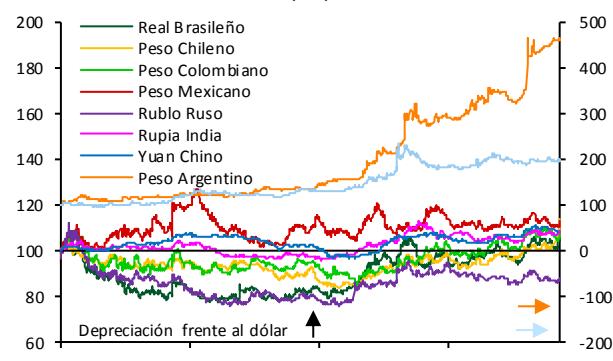
Gráfica 19



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

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

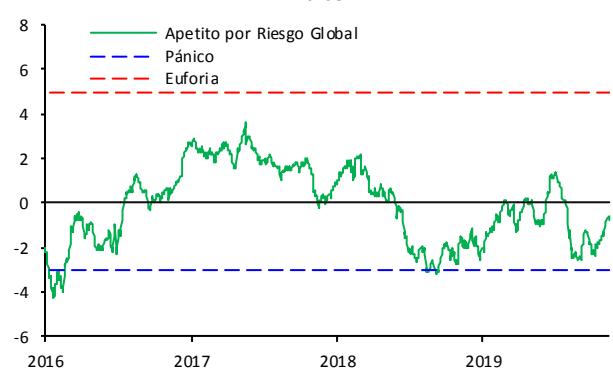
Gráfica 20
Tipo de Cambio de Países Emergentes
Índice 01/01/2016=100



Fuente: Bloomberg

Por su parte, el fortalecimiento de la perspectiva de un mayor relajamiento monetario en otras economías avanzadas contribuyó a que el dólar experimentara una ligera apreciación durante el periodo, si bien en octubre este se depreció, luego de que la moderación de algunos riesgos se tradujera en un mayor apetito por activos de riesgo (Gráfica 21).

Gráfica 21
Índice de Apetito por Riesgo Global
Índice



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

Fuente: Credit Suisse.

En este contexto, a pesar de que algunos de los riesgos que ha venido enfrentando la economía mundial se atenuaron recientemente, el balance continúa sesgado a la baja. En particular destacan:

- i. Un debilitamiento mayor al anticipado de la actividad económica global, que pudiera reflejarse en una mayor disminución de la inflación y de sus expectativas, en un entorno en el que el margen de maniobra de los bancos centrales es limitado. Dicho escenario pudiera darse a medida que la debilidad que ha registrado el sector manufacturero se transmita a otros sectores, como los servicios y la construcción.
- ii. El resurgimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales que pudiera poner en duda la viabilidad del sistema mundial de comercio y de cooperación internacional, al incorporar en sus discusiones temas de seguridad nacional, tecnología, finanzas internacionales, migración y política cambiaria, entre otros aspectos.
- iii. Un incremento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente que pudiera generar nuevamente inestabilidad en los precios de los energéticos.
- iv. Una desaceleración mayor a la anticipada de la economía de China ante las mayores tensiones comerciales con Estados Unidos que pudiera acentuar la debilidad de la demanda global.
- v. Un marcado aumento en la incertidumbre política y social en varios países, tales como Bolivia, Hong Kong, Líbano, Egipto y Chile, que pudiera afectar el rumbo de política económica de esos países y aumentar sus primas de riesgo.

La materialización de algunos de estos factores de riesgo podría generar un escenario de apretamiento en las condiciones financieras, particularmente para las economías emergentes, y exponer vulnerabilidades para la estabilidad financiera derivadas del largo periodo de bajas tasas de interés y búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas. En particular, destacan los altos niveles de endeudamiento del sector corporativo, el

incremento en la tenencia de activos de alto riesgo y baja liquidez, así como los mayores niveles de endeudamiento externo de algunas economías emergentes. Dichas vulnerabilidades pudieran manifestarse en caso de un aumento súbito en la aversión al riesgo.

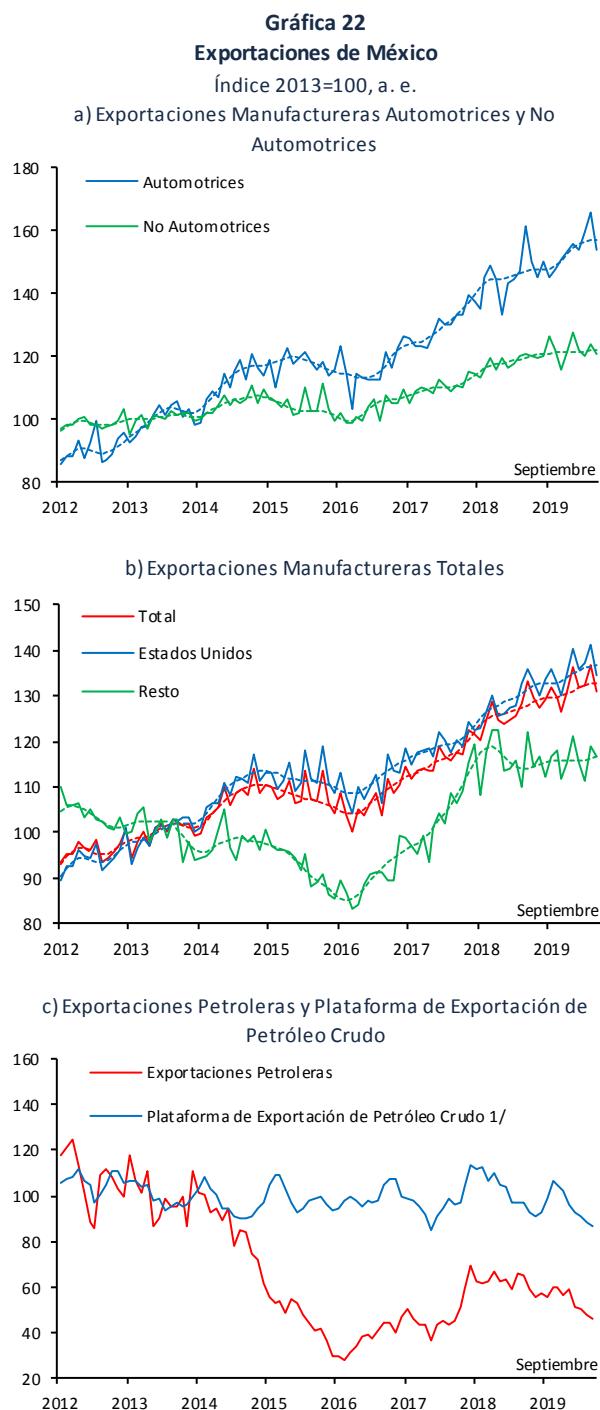
2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

Según la revisión más reciente del PIB, en el tercer trimestre de 2019 la actividad económica de México mostró un estancamiento, luego de registrar ligeras caídas consecutivas entre el cuarto trimestre de 2018 y el segundo de 2019. Dicho comportamiento reflejó una pérdida de dinamismo de la demanda agregada, en un contexto en el que prevaleció la incertidumbre asociada tanto a factores externos, como internos. En particular, se continuó observando debilidad en el consumo y un desempeño desfavorable en la inversión fija bruta, al tiempo que las exportaciones manufactureras presentaron una desaceleración respecto del trimestre previo.

Profundizando en la evolución de la demanda externa, en el periodo julio – septiembre de 2019 las exportaciones manufactureras mostraron una pérdida de dinamismo respecto del crecimiento exhibido en el segundo trimestre del año, en congruencia con el entorno de tensiones comerciales, de desaceleración del comercio mundial y especialmente de la producción manufacturera. Dicha evolución se asoció con la debilidad de las exportaciones no automotrices, toda vez que las automotrices siguieron avanzando (Gráfica 22a). Por destino, las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos mantuvieron una tendencia al alza, en tanto que en las canalizadas al resto del mundo prevaleció la atonía observada desde mediados de 2018 (Gráfica 22b).

Por su parte, en el tercer trimestre de 2019 las exportaciones petroleras presentaron una contracción trimestral. Lo anterior se debió a caídas tanto en la plataforma de crudo de exportación, como en el precio promedio de la mezcla mexicana (Gráfica 22c).



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

1/ Índice con base en el promedio móvil de tres meses de barriles diarios de la serie con ajuste estacional.

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

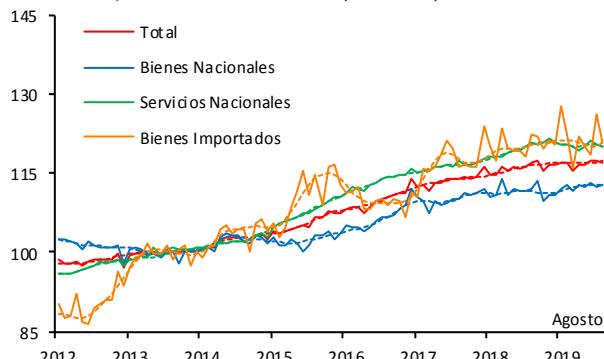
En cuanto al desempeño de la demanda interna, de acuerdo con el indicador mensual del consumo privado, en el bimestre julio – agosto dicho agregado continuó mostrando debilidad. Ello como consecuencia de una desaceleración del consumo tanto de servicios, como de bienes, especialmente de origen importado (Gráfica 23a).

- i. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, tales como los ingresos en establecimientos comerciales al menudeo y las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo de bienes en el mercado nacional mantuvieron una tendencia positiva. En contraste, las ventas de vehículos ligeros siguieron mostrando una trayectoria descendente (Gráfica 23b).
- ii. Respecto de los determinantes del consumo privado, durante el periodo julio – septiembre de 2019 la masa salarial real registró un nivel similar al del trimestre previo como reflejo de la combinación de una ligera disminución de las remuneraciones medias reales y la tendencia al alza que mantuvo el empleo remunerado (Gráfica 24a). Por su parte, las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior siguieron exhibiendo un elevado dinamismo, alcanzando en el periodo que se reporta un máximo histórico para un trimestre calendario (Gráfica 24b), en tanto que la confianza del consumidor permaneció en niveles relativamente altos (Gráfica 24c). Finalmente, el crédito destinado al consumo mantuvo un bajo crecimiento, si bien con cierta recuperación en el margen (ver Sección 2.2.3).

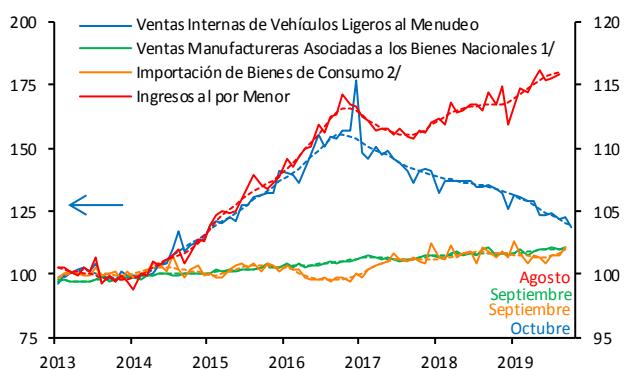
Gráfica 23
Indicadores de Consumo

Índice 2013=100, a. e.

a) Consumo Privado Total y sus Componentes



b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo, Ventas Manufactureras Asociadas a los Bienes Nacionales, Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor e Importaciones de Bienes de Consumo



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

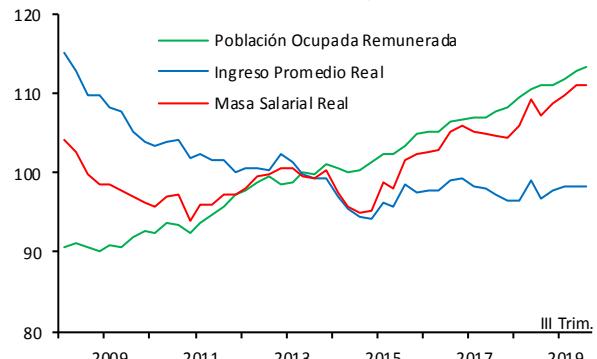
1/ Se refiere a las ventas de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EM IM) relacionadas al consumo privado de bienes.

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

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

Gráfica 24
Determinantes del Consumo

a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.



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



c) Confianza del Consumidor
Balance de respuestas, a. e.



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

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

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

Con relación a la inversión fija bruta, prevaleció el desempeño desfavorable que este indicador ha venido registrando desde la segunda mitad de 2015 y especialmente desde inicios de 2018 (Gráfica 25a), como reflejo del menor gasto en maquinaria y equipo y de la debilidad de la construcción. En particular:

- i. Respecto del gasto de inversión en construcción, se anticipa que para el trimestre en su conjunto este haya continuado exhibiendo un débil desempeño. En específico, el componente residencial presentó una moderada recuperación explicada, en buena medida, por la edificación de vivienda del sector informal, mientras que el rubro no residencial se mantuvo en niveles especialmente bajos (Gráfica 25b). Por sector institucional contratante, en el tercer trimestre de 2019 se profundizó la trayectoria a la baja que la obra contratada por el sector público ha venido mostrando desde principios de 2018, como reflejo de una debilidad relativamente generalizada entre los rubros que la integran. Asimismo, la tendencia decreciente que siguió exhibiendo la construcción privada formal fue resultado, en buena medida, de descensos en el gasto en edificación, en transporte y urbanización, en petróleo y petroquímica, así como en otras construcciones (Gráfica 25c).
- ii. Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo continuó exhibiendo una trayectoria a la baja. A su interior, el componente de origen nacional presentó una desaceleración asociada al equipo de transporte, el cual reflejó una menor inversión en vehículos pesados, luego del importante dinamismo que había venido mostrando en los meses previos. Asimismo, el rubro importado siguió exhibiendo debilidad, consistente con la tendencia negativa que han venido registrando las importaciones de bienes de capital.

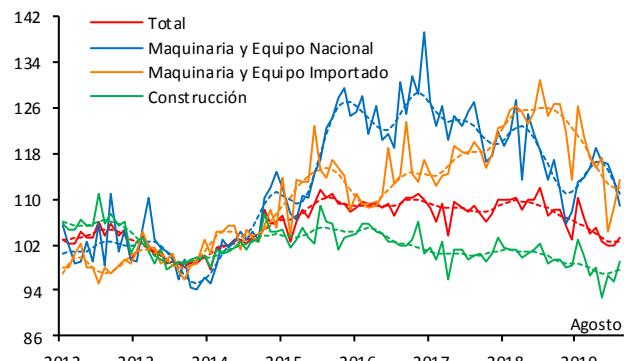
Cabe señalar que la persistencia de bajos niveles de inversión no solo disminuye el dinamismo de corto plazo de la actividad económica por el lado de la demanda agregada, sino que podría conducir a un menor crecimiento potencial.

Gráfica 25

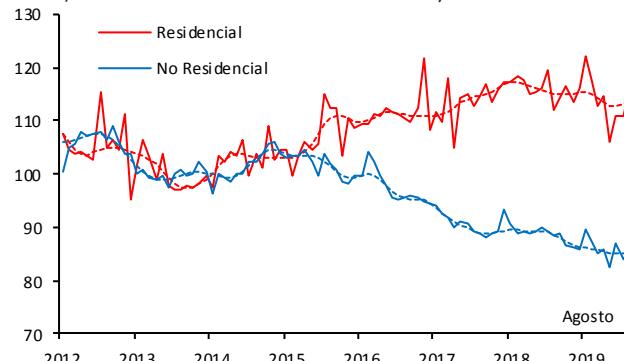
Indicadores de Inversión

Índice 2013=100, a. e.

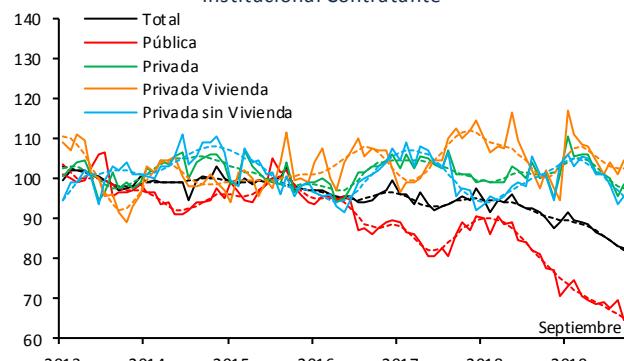
a) Inversión y sus Componentes



b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante



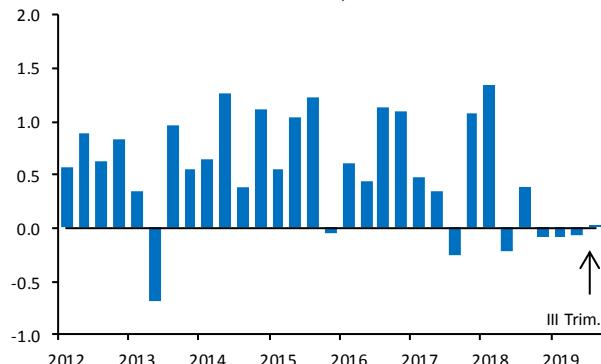
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

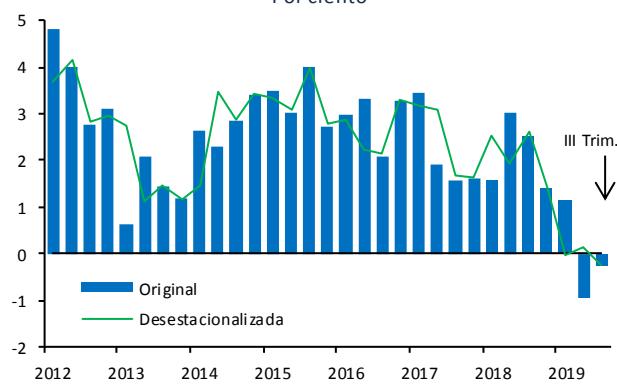
c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.

Por el lado de la producción, según la revisión más reciente del PIB, en el tercer trimestre de 2019 la actividad económica de México mostró un estancamiento, luego de registrar ligeras caídas consecutivas entre el cuarto trimestre de 2018 y el segundo de 2019. En efecto, en el periodo que se reporta el PIB presentó una variación trimestral de 0.01% con datos desestacionalizados (retroceso anual de 0.3% con cifras originales y de 0.2% con datos ajustados por estacionalidad), luego de caídas respectivas de 0.08%, de 0.09% y de 0.06% en el cuarto trimestre de 2018 y en el primero y segundo de 2019 (Gráfica 26).

Gráfica 26
Producto Interno Bruto
a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a.e.



b) Variaciones Anuales
Por ciento



a.e./ Serie con ajuste estacional.

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

El comportamiento de la actividad económica en el periodo de referencia fue reflejo de la atonía que exhibieron los servicios, así como del desempeño desfavorable que siguió mostrando la actividad industrial, toda vez que las actividades primarias

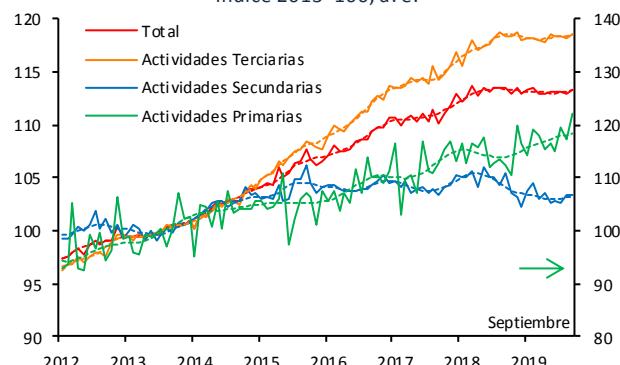
revirtieron la contracción presentada en el segundo trimestre (Gráficas 27 y 28a). En particular:

- i. Al interior de las actividades secundarias, se acentuó la trayectoria decreciente que la construcción ha venido exhibiendo desde inicios de 2018. En particular, se profundizó la tendencia negativa de la edificación, situándose en niveles similares a los reportados en 2015. Asimismo, tanto los trabajos especializados, como las obras de ingeniería civil siguieron registrando debilidad, permaneciendo este último rubro en niveles especialmente bajos (Gráfica 28b).
- ii. Por su parte, la minería parecería haber frenado la tendencia decreciente que había mostrado desde 2014, exhibiendo incluso un incipiente cambio de trayectoria al alza, resultado que se puede asociar con la estabilización de la plataforma petrolera, así como con la reactivación de los servicios relacionados con la minería, misma que podría deberse a mayores inversiones en el mantenimiento y reparación de los pozos existentes, así como a nuevos proyectos de perforación. En lo relacionado con el rubro de minerales metálicos y no metálicos, este siguió presentando un débil desempeño (Gráficas 28c y 28d).
- iii. En lo que concierne a la actividad manufacturera, en el periodo de referencia esta mantuvo una tendencia positiva, aunque con cierta pérdida de dinamismo respecto del segundo trimestre. En particular, se presentó una desaceleración en el rubro de equipo de transporte, la cual podría profundizarse en el último trimestre del año ante los efectos en octubre de la falta de suministros de autopartes sobre la producción automotriz en México derivada de las huelgas en plantas del sector automotriz en Estados Unidos, así como por la suspensión de actividades en otras ensambladoras mexicanas por cambios en las líneas de producción (Gráfica 28e). Por su parte, el agregado sin equipo de transporte mantuvo una trayectoria al alza en el periodo que se reporta. A su interior, los subsectores que más aportaron positivamente a su crecimiento fueron la fabricación de maquinaria y equipo, la industria alimentaria, las industrias metálicas básicas, la industria química y la fabricación de derivados

del petróleo y del carbón. Esta última favorecida por los mayores niveles de actividad en las refinerías recién reconversiones de Madero y Minatitlán. En contraste, los subsectores que más contribuyeron de manera negativa fueron la fabricación de equipo de computación y accesorios eléctricos, de insumos textiles y de equipo de generación eléctrica y aparatos electrónicos, siendo algunos de estos sectores altamente orientados al mercado externo, por lo que su desempeño desfavorable en el periodo de referencia es consistente con la pérdida de dinamismo observada en las exportaciones manufactureras no automotrices.

- iv. Por su parte, los servicios registraron cierto estancamiento en el tercer trimestre de 2019. Dicho comportamiento reflejó los menores niveles de actividad en los agregados de servicios financieros e inmobiliarios, de los servicios educativos y de salud y del comercio al por mayor, en tanto que el rubro de transporte e información en medios masivos tuvo una aportación positiva y el resto de los sectores de servicios mostraron atonía (Gráfica 29).
- v. Finalmente, las actividades primarias registraron una expansión en el tercer trimestre de 2019, luego de la contracción en el periodo previo. Dicho avance fue resultado, en parte, de un aumento en la superficie sembrada para el ciclo primavera – verano, así como de una mayor producción de algunos cultivos como uva, aguacate, maíz forrajero, jitomate, cebolla, piña y tomate verde. Lo anterior fue consistente con el crecimiento trimestral desestacionalizado de las exportaciones agropecuarias en el trimestre que se reporta.

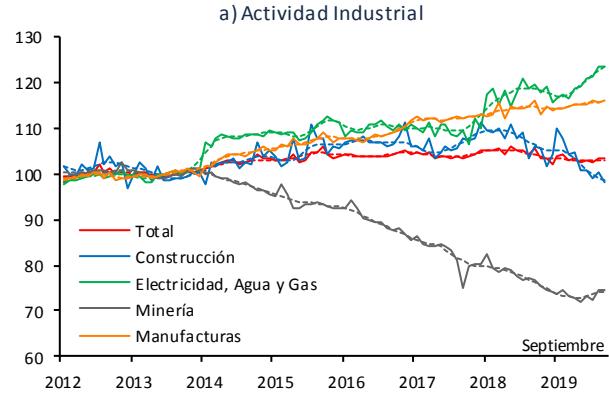
Gráfica 27
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2013=100, a. e.

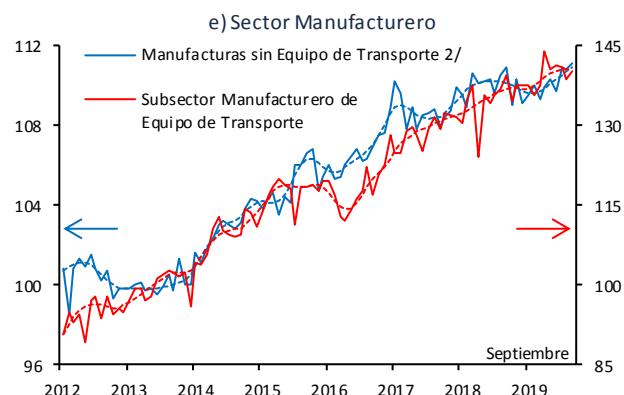
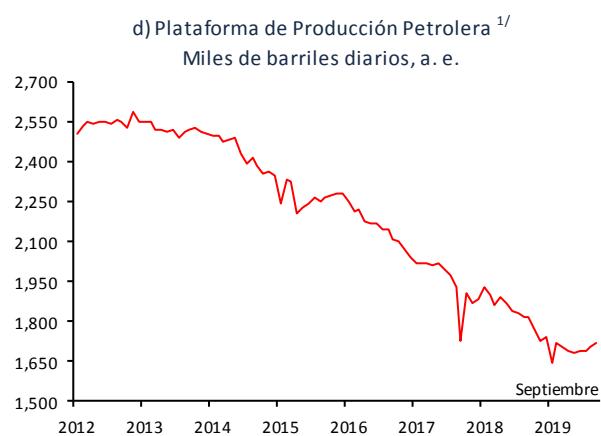
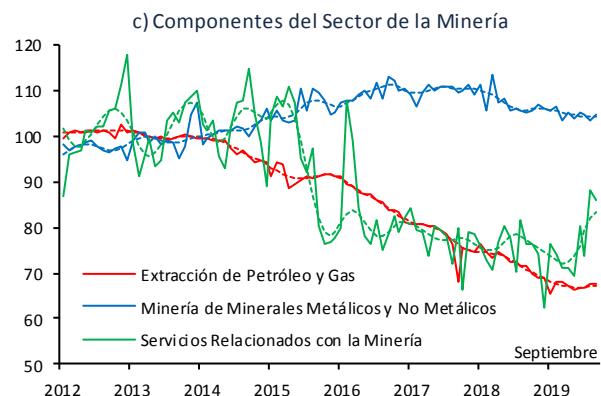


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Gráfica 28
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.





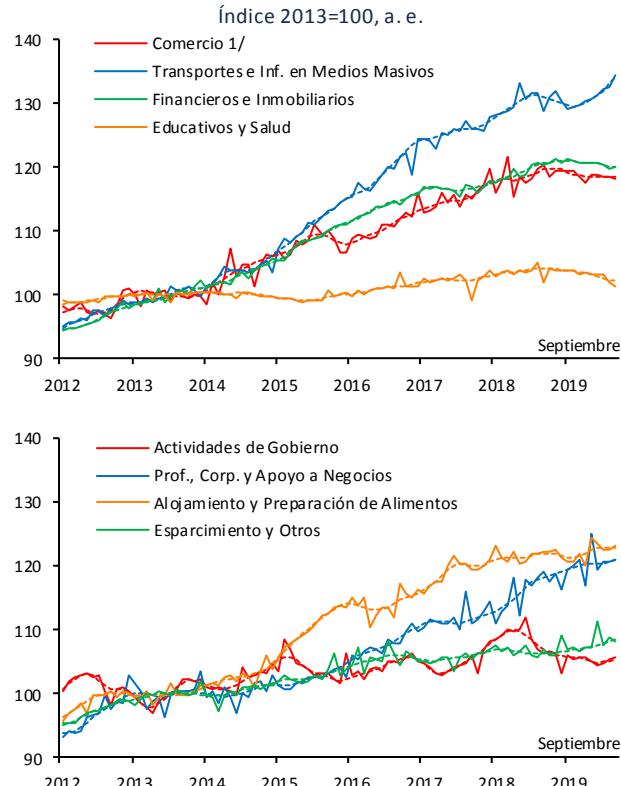
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

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

Gráfica 29
IGAE del Sector Servicios



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

1/ Incluye comercio al por menor y al por mayor.

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

El estancamiento de la actividad económica ha sido notorio tanto en la información que se obtiene de la medición del PIB por el lado de la oferta –el cual mide el desempeño de los diversos sectores de la producción–, como en la que se desprende de los indicadores de demanda agregada. En este contexto, el Recuadro 2 presenta una estimación que complementa la medición que provee el PIB por el lado de la oferta, con las señales que se derivan de los indicadores de la demanda agregada, con el fin de aprovechar de manera integral toda la información disponible sobre la actividad económica.

Recuadro 2. Indicador Latente de Actividad Económica con base en un Modelo de Extracción de Señales

1. Introducción

En México, el Producto Interno Bruto (PIB) se mide y se publica inicialmente para cada trimestre desde la perspectiva de la actividad sectorial, calculando el valor bruto de los bienes y servicios producidos y sustrayendo el valor del consumo intermedio, para así contar con una medida del valor agregado generado por la economía en un trimestre dado. Por otro lado, de manera posterior se publican los indicadores de oferta y demanda agregadas del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM) correspondientes a los distintos componentes del gasto agregado, de modo que es posible obtener información complementaria de la actividad económica por el lado del gasto con base en la información disponible para el consumo privado, la inversión privada, el gasto del gobierno y las exportaciones netas.^{1,2} Si bien en México la medición por el lado de la oferta se considera más robusta y se publica con mayor oportunidad, los dos conjuntos de información son útiles para evaluar la actividad económica. En este contexto, en este Recuadro se estima una medida a la que se denominará Indicador Latente de Actividad Económica (ILAE) que aprovecha de manera óptima a través de un modelo de extracción de señales la información contenida en el PIB por el lado de la oferta y la medición de la actividad económica a partir de los componentes del gasto agregado, con el fin de contar con una medida que combine de manera integral la información contenida en estas dos perspectivas de la actividad económica y provea una visión general del estado de la actividad económica.

2. Modelo de Extracción de Señales

El indicador de actividad económica que se estima en este Recuadro se basa en la metodología propuesta por Aruoba et al. (2016), la cual consiste en el siguiente modelo de extracción de señales de tres ecuaciones en su representación de estado-espacio:³

$$\begin{bmatrix} \Delta GA_t \\ \Delta PIB_t^O \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 \\ 1 \end{bmatrix} \Delta ILAE_t + \begin{bmatrix} \varepsilon_t^G \\ \varepsilon_t^O \end{bmatrix} \quad (1)$$

$$\Delta ILAE_t = \mu(1 - \rho) + \rho\Delta ILAE_{t-1} + \varepsilon_t. \quad (2)$$

Se denota por $\Delta ILAE$ a la variable latente que se desea estimar (la tasa de crecimiento trimestral del ILAE).⁴ Las primeras dos ecuaciones relacionan las mediciones alternativas de la actividad económica, por el lado de la oferta (ΔPIB^O) y por el

lado del gasto (ΔGA), con el ILAE a través de los errores de medición ε^G y ε^O , respectivamente. La tercera ecuación es la ecuación de transición para el ILAE, misma que representa la dinámica para esta variable. Así, el parámetro μ representa la tasa de crecimiento promedio del ILAE y el parámetro ρ representa la persistencia en el tiempo de choques a la tasa de crecimiento de este. La variable ε representa las innovaciones a la variable latente. Finalmente, se supone que $(\varepsilon_t, \varepsilon_t^G, \varepsilon_t^O) \sim iid N(\bar{\varepsilon}, \Sigma)$, en donde la matriz de varianza-covarianza solamente impone la restricción de que la innovación ε sea ortogonal a los errores de medición ε^G y ε^O .⁵ Nótese que este último supuesto permite al modelo contemplar la posibilidad de que los errores de medición estén correlacionados. Esto es importante, toda vez que las mediciones de la actividad económica por el lado de la oferta y por el del gasto comparten algunas fuentes de información.

3. Datos y Estimación

Los datos utilizados para la estimación del indicador corresponden a las series a precios constantes base 2013 del PIB y de los componentes del gasto agregado con ajuste estacional y frecuencia trimestral, publicadas por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI). En particular, la medida del gasto agregado corresponde a la suma de las series de consumo total, formación bruta de capital fijo, variación de existencias, exportación de bienes y servicios y el negativo de la serie de importación de bienes y servicios. La estimación cubre el periodo que va del primer trimestre de 1994 al segundo trimestre de 2019.⁶

El modelo es estimado a través de métodos Bayesianos. La serie de tiempo para el ILAE se obtiene a partir del filtro de Kalman, el cual es óptimo desde un punto de vista estadístico para la extracción de señales dados los supuestos del modelo. De la estimación de los parámetros del modelo destaca el hecho de que el valor estimado para la variabilidad de los errores de medición por el lado del gasto ($\sigma_{GG}^2 = 4.71$) es mayor que la variabilidad estimada de los errores de medición por el lado de la oferta ($\sigma_{OO}^2 = 3.33$), lo cual es congruente con la percepción de que la medición de la actividad económica mediante la suma de los componentes del gasto ofrece una señal relativamente más ruidosa del verdadero estado de la economía que la señal que se obtiene a partir de la medición por el lado de la oferta. Los resultados de la estimación de la serie de tiempo del ILAE se presentan en la Gráfica 1.

Recuadro para estimar lo que ellos denominan “GDP Plus” con base en las mediciones trimestrales del PIB por el lado del gasto y del ingreso.

¹ Un tercer enfoque para medir la actividad económica es el del ingreso. En el caso de México, dicha estimación solo está disponible en frecuencia anual y con un mayor rezago.

² Cabe mencionar que la medición del PIB para un trimestre dado es publicada a los 50 días naturales después de terminado dicho trimestre, mientras que la información por el lado del gasto se encuentra disponible aproximadamente 80 días después de concluido el trimestre de referencia.

³ Ver: Aruoba, S.B., Diebold, F.X., Malewaik, J., Schorfheide, F., y Song, D. (2016). “Improving GDP measurement: A measurement-error perspective.” *Journal of Econometrics*, 191, 384-397.

⁴ La Reserva Federal de Filadelfia utiliza la misma metodología descrita en este

⁵ La independencia de los errores de medición a través del tiempo es un supuesto importante. En particular, la estimación se realiza sobre las tasas de crecimiento del PIB, y no sobre sus niveles, toda vez que de esta forma las variables en el sistema son estacionarias y el supuesto de errores de medición idénticamente e independientemente distribuidos es más justificable.

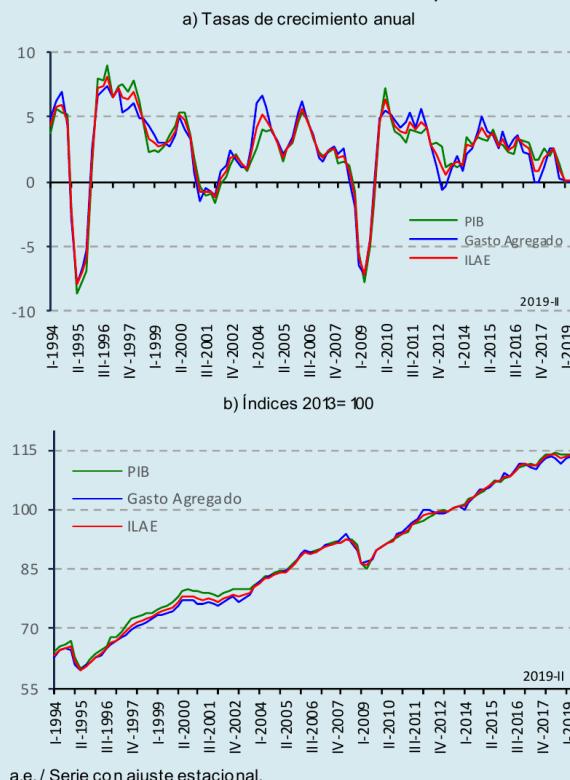
⁶ Si bien la estimación abarca hasta el segundo trimestre de 2019, esta se realizó con la información disponible al tercer trimestre de 2019, la cual corresponde a datos del PIB al tercer trimestre y a datos para los componentes del gasto agregado al segundo trimestre de 2019.

Cabe señalar que, si bien, el ILAE tiende a ubicarse en general entre los valores para las dos estimaciones de la actividad económica, este no debe interpretarse como un promedio ponderado de las tasas de crecimiento del PIB y del gasto agregado, ya que la estimación en cualquier trimestre t se basa en la información disponible para la medición por el lado del gasto y el PIB por el lado de la oferta contenida en *toda* la serie de tiempo y no solo en las observaciones en el momento t . No obstante, para dar mayor intuición sobre el peso relativo de las señales extraídas de cada insumo, se estima la combinación convexa de ΔGA_t y ΔPIB_t^0 que mejor aproxima a $\Delta ILAE$:⁷

$$\hat{\lambda} = \underset{\lambda}{\operatorname{argmin}} \sum_{t=1}^T [\Delta ILAE_t - (\lambda \Delta PIB_t^0 + (1 - \lambda) \Delta GA_t)]^2.$$

En particular, se estima $\hat{\lambda} = 0.53$, lo que implica que el ILAE otorga un peso ligeramente más alto a la señal obtenida de la medición del PIB por el lado de la oferta.⁸

Gráfica 1
Indicadores de Actividad Económica; a. e.



a.e./ Serie con ajuste estacional.

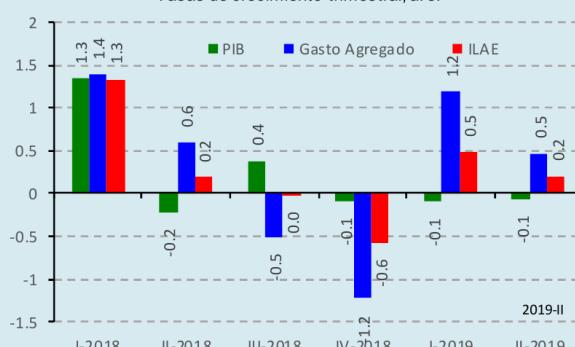
Fuente: Banco de México.

4. Lectura Reciente de la Economía de México con base en el ILAE

La Gráfica 2 presenta las variaciones trimestrales ajustadas por estacionalidad del PIB, el gasto agregado y el ILAE para

trimestres recientes. Destaca que el PIB y el gasto agregado han diferido en su evolución reciente, toda vez que en cuatro de los últimos cinco trimestres, sus variaciones mostraron signos contrarios. A su vez, la lectura de la evolución reciente de la actividad económica en México con base en la estimación del ILAE sugiere que en los últimos dos trimestres de 2018 la debilidad de la actividad económica pudo haber sido mayor que lo que se obtiene con base en la medición del PIB por el lado de la oferta. Esto se deriva de las contracciones registradas en el gasto agregado en ese periodo. En particular, la estimación del ILAE sugiere que la tasa de crecimiento de la actividad económica del último semestre de 2018 fue negativa. En cambio, este mismo indicador sugiere que, partiendo de una menor base de comparación, la tasa de crecimiento de la actividad económica en los dos primeros trimestres de 2019 fue mayor a la lectura que se obtiene con base en el PIB. No obstante las diferencias en su evolución, las tasas de crecimiento trimestral de los tres indicadores han sido, en promedio, iguales a cero desde el tercer trimestre de 2018.

Gráfica 2
Indicadores de Actividad Económica
Tasas de crecimiento trimestral; a. e.



a.e./ Elaboración a partir de cifras con ajuste estacional.

Fuente: Banco de México con datos del INEGI.

5. Consideraciones Finales

Contar con un indicador que complemente la información que provee la medición del PIB por el lado de la oferta con las señales que se derivan de los indicadores del gasto agregado puede ser de utilidad, especialmente cuando estas perspectivas arrojan lecturas de la evolución de la economía que pueden llegar a ser contrastantes. Como se describió en este Recuadro, tal ha sido el caso, hasta cierto grado, en la evolución reciente de la actividad económica en México desde la perspectiva de la oferta y la demanda. En este sentido, es importante subrayar que, si bien los resultados obtenidos dan un cierto matiz a la evolución reciente de la actividad económica en México, también confirman el estancamiento que esta ha venido presentando por varios trimestres, tanto por el lado de la oferta como del gasto.

⁷ La estimación se realiza por mínimos cuadrados ordinarios restringidos. La estimación implica una R^2 igual a 0.99.

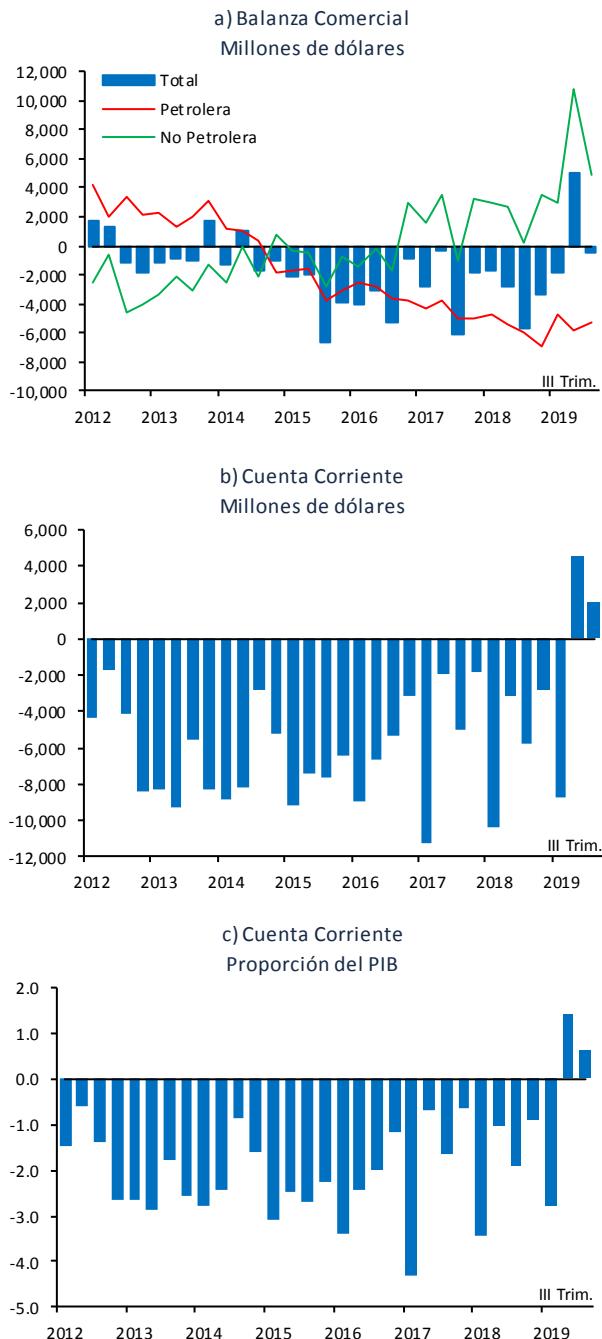
⁸ Este resultado es se compara con los hallazgos de Aruoba et al. (2016) para el caso de Estados Unidos, en donde encuentran que la combinación convexa óptima

otorga un peso de 0.7 al PIB medido por el lado del ingreso y de 0.3 al medido por el lado del gasto.

Con relación a las cuentas externas del país, en el periodo julio – septiembre de 2019 la cuenta corriente registró un superávit por segundo trimestre consecutivo. En efecto, el saldo superavitario de la cuenta corriente en el periodo de referencia se ubicó en 0.7% del PIB, superávit inferior al de 1.4% del segundo trimestre de este año y que contrasta con el déficit de 1.9% observado en el tercer trimestre de 2018 (Gráficas 30b y 30c). El incremento anual del saldo de la cuenta corriente en el tercer trimestre de 2019 fue reflejo, principalmente, de una importante ampliación anual del superávit de la balanza comercial no petrolera, así como de un mayor superávit del ingreso secundario, este último como resultado de ingresos por remesas en niveles históricamente altos, y de un menor déficit de la balanza de servicios (Gráfica 30a).

En el segundo y tercer trimestres de 2019, el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de un déficit a un superávit en su comparación anual, siendo el superávit del periodo abril – junio el nivel máximo del que se tiene registro. Si bien diversos rubros han contribuido a este comportamiento, la principal causa fue la importante ampliación del superávit de la balanza comercial de mercancías no petroleras. En este contexto, el Recuadro 3 analiza el efecto de la dinámica de los precios y volúmenes de los bienes exportados e importados por México sobre el comportamiento de dicha balanza comercial.

Gráfica 30
Balanza Comercial y Cuenta Corriente



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

Recuadro 3. Estimación de los Efectos Precio y Cantidad en la Evolución de la Dinámica de la Balanza Comercial No Petrolera de México

1. Introducción

En el segundo y tercer trimestres de 2019, la balanza comercial de mercancías no petroleras mostró importantes saldos superavitarios, de 10,811 y 4,836 millones de dólares, respectivamente. Estos niveles se comparan con los superávits de 2,726 y 270 millones de dólares reportados durante los mismos períodos de 2018. Destaca que estos resultados son la principal razón por la cual la cuenta corriente de México presentó un saldo superavitario de 1.4% como proporción del PIB en el segundo trimestre de 2019, siendo este el superávit más elevado desde que se tiene registro, y de 0.7% en el tercer trimestre. En este contexto, el propósito de este Recuadro es descomponer el efecto precio y el efecto cantidad de las exportaciones y de las importaciones para determinar de qué manera estos márgenes de ajuste han contribuido al comportamiento superavitario recientemente observado de la balanza comercial no petrolera.

2. Evolución de la Balanza Comercial No Petrolera de México

La considerable ampliación del superávit de la balanza de productos no petroleros en el segundo y tercer trimestres del presente año fue reflejo, por una parte, del dinamismo que continuó exhibiendo el valor de las exportaciones, así como del estancamiento que se ha observado por varios trimestres del valor de las importaciones de ese tipo de productos (Gráfica 1). Para analizar el comportamiento del valor de las exportaciones e importaciones no petroleras de México, distinguiendo entre la dinámica en los precios y en las cantidades comerciadas, se llevó a cabo una aproximación de estas variables mediante la estimación de índices de valores unitarios (IVU) y de los respectivos volúmenes de comercio implícitos.¹

Respecto de la evolución de las exportaciones, es útil distinguir entre el comportamiento de los bienes automotrices y el del resto de las mercancías no petroleras (Gráfica 2). Se observa que una demanda creciente del exterior por bienes automotrices, en conjunción con un aumento sostenido en el precio de este tipo de bienes exportados por México, ha conducido a niveles históricamente altos en el valor de estas exportaciones en los trimestres recientes. En efecto, en este periodo México ha abastecido una mayor demanda tanto de autopartes, como de vehículos. En el caso de este último rubro, destaca además una mayor exportación de unidades SUV (Sport Utility Vehicles)² y del segmento de autos compactos *premium*,³ vehículos cuyo precio es mayor y podría explicar en buena parte el aumento del IVU automotriz.

A su vez, el volumen de las exportaciones no petroleras no automotrices se incrementó de manera considerable entre finales de 2018 y mediados de 2019, mostrando cierta desaceleración en el tercer trimestre, en tanto que desde inicios de 2019 el IVU de estas exportaciones ha presentado una tendencia a la baja. Dicha evolución ha ocurrido en un contexto en el que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China parecerían haber tenido cierto impacto positivo en la participación de México en el mercado estadounidense de productos no automotrices, si bien, como se argumentó en un Recuadro previo, dicha ganancia no es completamente atribuible a dicho conflicto comercial.⁴

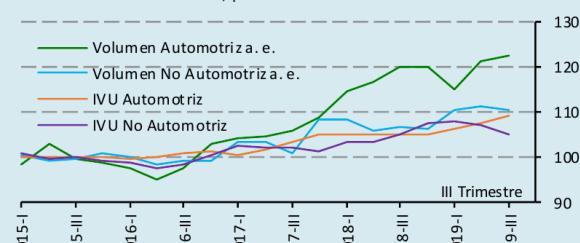
Gráfica 1
Balanza Comercial No Petrolera
Miles de millones de dólares, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional

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

Gráfica 2
Índices de Valores Unitarios y del Volumen Implícito de las Exportaciones Automotrices y No Automotrices; a. e
Índice 2015=100, promedio móvil de tres trimestres



a. e./ Cifras con ajuste estacional

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

¹ La metodología para calcular los valores unitarios se basa en Anitori, et al. (2008), misma que fue descrita en el Recuadro 2 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre de 2015: “Comportamiento Reciente del Mercado Mundial de Petróleo y sus Efectos sobre la Balanza Comercial Petrolera de México”. Al igual que lo señalado en dicho Recuadro, para resolver las dificultades de obtener información adecuada sobre los valores unitarios de los productos exportados e importados, se utilizó un algoritmo que utiliza supuestos sobre la distribución de los valores unitarios por producto para cada mes, con observaciones a nivel transacción. Para la estimación, se calcularon índices de Fisher para los valores unitarios de las importaciones y de las exportaciones.

² Se estima que el valor de las exportaciones de SUV de México en el periodo enero-septiembre de 2019 registró una expansión anual de alrededor del 100%, comparado con el aumento anual de 2% que exhibieron las exportaciones del resto de los vehículos.

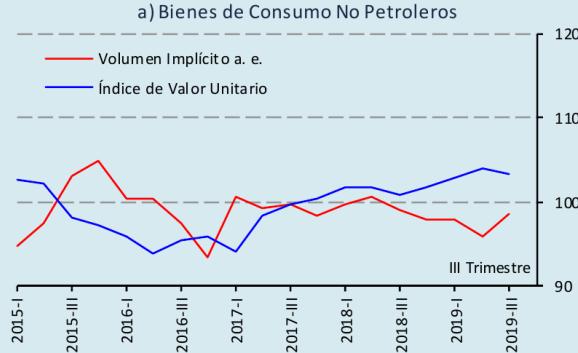
³ Adicional a los vehículos producidos por Audi en la planta de San José Chiapa, Puebla; a partir de abril de 2019, la planta de BMW en San Luis Potosí comenzó a exportar automóviles.

⁴ Ver Recuadro 2 del Informe Trimestral Enero – Marzo 2019: “Efecto de las Medidas Arancelarias Establecidas por Estados Unidos a China en la Participación de México en las Importaciones Estadounidenses”.

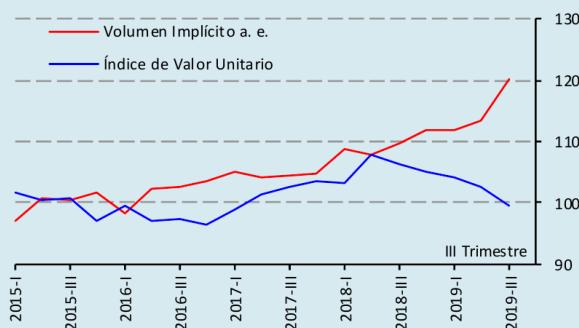
En el caso de las importaciones no petroleras de México, la atonía que se ha observado en su valor los trimestres recientes ha sido reflejo, principalmente, de una reducción en los precios promedio, toda vez que el volumen implícito se ha incrementado. No obstante, el comportamiento por tipo de bien ha sido heterogéneo (Gráfica 3). En efecto, de manera consistente con el estancamiento que la actividad económica en México ha presentado por varios trimestres, el volumen importado de bienes de consumo se ha venido desacelerando, al tiempo que se ha profundizado la tendencia negativa de los bienes de capital, en ambos casos con IVU crecientes. En contraste, el volumen importado de bienes intermedios no petroleros ha mostrado un importante dinamismo, mientras que sus precios han exhibido reducciones persistentes. Este último efecto implicó una considerable disminución del valor de las importaciones de bienes de uso intermedio no petrolero de México, el cual representa alrededor del 70% de las importaciones totales de México. Así, como se detallará más adelante, la evolución de los precios de los insumos importados contribuyó de manera importante a los superávits de la balanza comercial no petrolera registrados en el segundo y tercer trimestres del año. El comportamiento divergente del volumen importado de bienes intermedios respecto del de los bienes de consumo y de capital puede asociarse con la integración de México en las cadenas globales de valor, de modo tal que una demanda creciente por exportaciones manufactureras mexicanas es congruente con un dinamismo correspondiente en los insumos importados.

Gráfica 3
Índices de Valores Unitarios y Volumen Implícito de las Importaciones de México por tipo de bien, a. e.

Índice 2015=100

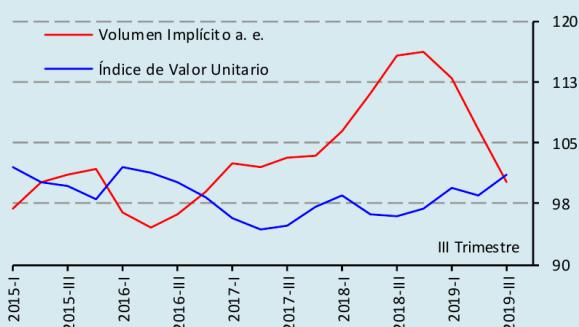


b) Bienes de Uso Intermedio No Petroleros



c) Bienes de Capital

Promedio móvil de tres trimestres



a. e./ Cifras con ajuste estacional

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

3. Efecto Precio y Efecto Cantidad: Desagregación del Superávit Comercial

Derivado del análisis de la evolución de los IVU y de los volúmenes implícitos de las exportaciones e importaciones no petroleras de México, se puede concluir que el incremento en el saldo superavitario de la balanza comercial se asocia con un aumento de la demanda externa de bienes mexicanos, tanto automotrices, como no automotrices, con una debilidad en las importaciones de consumo y capital, así como con un incremento en los términos de intercambio no petroleros de México, los cuales representan los precios relativos de las exportaciones de mercancías no petroleras exportadas por México con respecto a las importadas (Gráfica 4). Con el fin de cuantificar dichos efectos en la dinámica de la balanza comercial no petrolera, se realizó un ejercicio de descomposición del cambio anual en el valor del comercio exterior de mercancías de México de productos no petroleros en "efectos precio" y "efectos cantidad".⁵

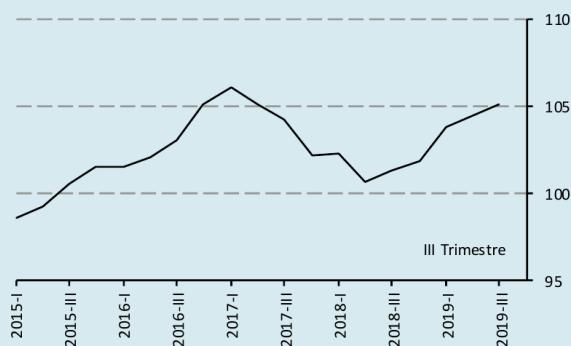
⁵ El "efecto precio" mide el impacto que tiene en la balanza comercial no petrolera un cambio en los precios de los productos exportados e importados entre períodos. Así, por ejemplo, un incremento (reducción) en el precio de los bienes de exportación entre los períodos t y t+n, repercute de forma positiva (negativa) en el saldo de la balanza comercial. Lo opuesto ocurre en el caso de los bienes importados. Por otro lado, el "efecto cantidad" mide la incidencia de las variaciones en las cantidades exportadas e importadas entre los períodos t y t+n. De esta manera, un crecimiento

en los volúmenes exportados ampliaría el superávit comercial y un aumento en los importados lo reduciría.

Gráfica 4

Términos de Intercambio de Bienes No Petroleros

Índice 2015=100, promedio móvil de tres trimestres; s. o.



s. o./ Series originales.

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

En particular, el cambio en el valor total de la balanza comercial puede representarse mediante la siguiente expresión:⁶

$$\begin{aligned} \Delta S_{t+n,t} &= \Delta X_{t+n,t} - \Delta M_{t+n,t} \\ &= (P_{X_{t+n}} Q_{X_{t+n}} - P_{X_t} Q_{X_t}) - (P_{M_{t+n}} Q_{M_{t+n}} - P_{M_t} Q_{M_t}) \\ &= \underbrace{P_{X_t}(Q_{X_{t+n}} - Q_{X_t})}_{\text{Efecto Cantidad Exportaciones}} + \underbrace{Q_{X_{t+n}}(P_{X_{t+n}} - P_{X_t})}_{\text{Efecto Precio Exportaciones}} - \underbrace{P_{M_t}(Q_{M_{t+n}} - Q_{M_t})}_{\text{Efecto Cantidad Importaciones}} - \underbrace{Q_{M_{t+n}}(P_{M_{t+n}} - P_{M_t})}_{\text{Efecto Precio Importaciones}} \end{aligned}$$

Donde:

 $\Delta S_{t+n,t}$: Cambio en el saldo de la balanza comercial entre los períodos t y $t+n$. $\Delta X_{t+n,t}$: Cambio en el valor de las exportaciones entre los períodos t y $t+n$. $\Delta M_{t+n,t}$: Cambio en el valor de las importaciones entre los períodos t y $t+n$. P_{i_t} : Se refiere a los precios de la operación i (exportación o importación) en el período t , los cuales se aproximan a través del Índice de Valor Unitario. Q_{i_t} : Se refiere a los volúmenes implícitos de la operación i en el período t , los cuales se obtuvieron a partir del valor comercial y el Índice de Valor Unitario.

El ejercicio de descomposición sugiere que el “efecto precio” contribuyó de manera positiva con alrededor de 5,300 y con 5,000 millones de dólares al aumento anual de los superávits registrados en el segundo y tercer trimestres de 2019, respectivamente. Ello como reflejo, en mayor medida, de una reducción en los precios de los bienes importados. Por su parte, el “efecto cantidad” sobre el saldo comercial fue reducido, toda vez que, si bien la cantidad de exportaciones aumentó, ello fue contrarrestado en buena medida por un mayor volumen de mercancías importadas (Gráfica 5a).

El Cuadro 1 presenta los resultados para el cambio anual acumulado en el período enero – septiembre de 2019, los cuales confirman que el aumento anual en el valor de las exportaciones estuvo apoyado tanto por mayores precios, como por un mayor volumen, mientras que la relativa debilidad del valor de las importaciones reflejó menores precios, toda vez que su volumen siguió creciendo. Así, la variación anual del saldo de la balanza comercial no petrolera se explica fundamentalmente por el efecto precio.

Cuadro 1

Cambio en la Balanza Comercial entre 2018 y 2019: Estimación de los Efectos Precio y Cantidad

Enero – Septiembre de 2019, millones de dólares, s. o.

	Δ Exportaciones (+)	Δ Importaciones (-)	Δ Balanza Comercial (=)
Efecto Cantidad	9,388	8,628	760
Efecto Precio	5,098	-6,734	11,833
Total	14,486	1,893	12,593

s. o./ Series originales.

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

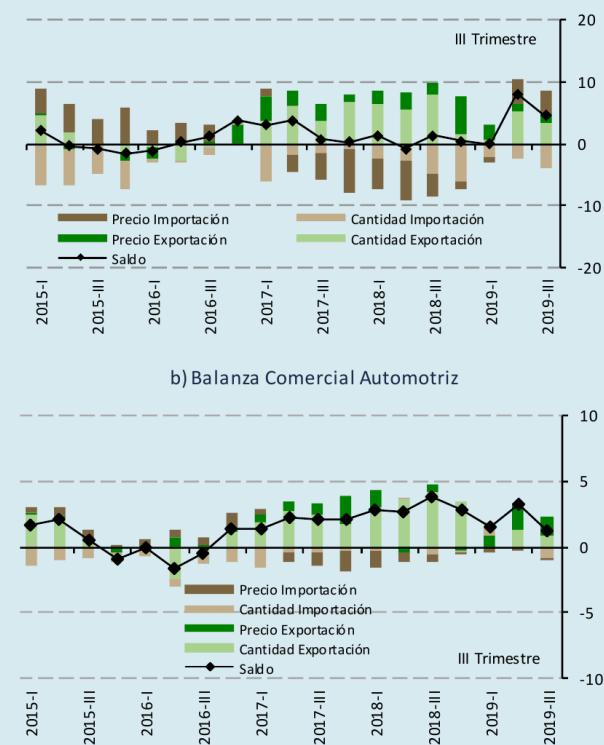
La separación de la balanza no petrolera entre automotriz y no automotriz confirma que en el segundo y tercer trimestres de 2019 el aumento en el superávit del segmento automotriz ha respondido, en buena medida, a un incremento tanto del precio, como del volumen de los productos exportados (Gráfica 5b). A su vez, la reducción anual del déficit comercial del rubro no automotriz en los dos trimestres más recientes se originó de un mayor volumen de exportaciones y de menores precios en los bienes importados por México, particularmente de insumos, como se mostró en la sección previa (Gráfica 5c).

Gráfica 5

Cambio Anual en la Balanza Comercial No Petrolera

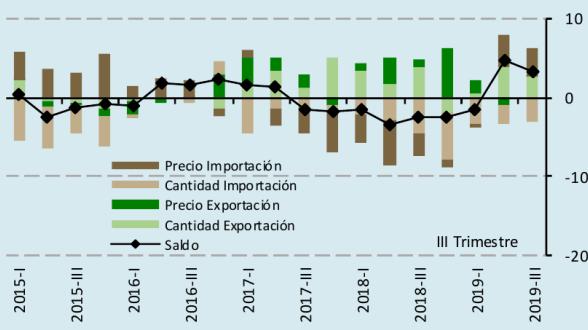
Estimación de los Efectos Precio y Cantidad

Miles de millones de dólares; s. o.



⁶ Este procedimiento fue utilizado y descrito en el Recuadro 2 del Informe Trimestral del Banco de México del período Octubre-Diciembre de 2015.

c) Balanza Comercial No Automotriz



s. o. / Series originales.

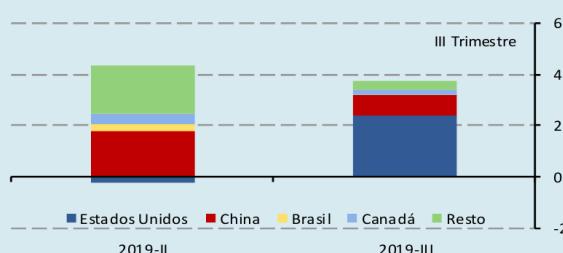
Fuente: Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

Profundizando en el comportamiento de los IVU de las importaciones, la descomposición del “efecto precio” por país sugiere que los bienes no petroleros no automotrices provenientes de Estados Unidos y China son los que más han contribuido a la disminución estimada (Gráfica 6), lo cual podría asociarse con los efectos de las tensiones comerciales entre ambas economías.⁷

Gráfica 6

Efecto Precio por País de las Importaciones No Petroleras No Automotrices

Miles de millones de dólares; s. o.



s. o. / Series originales.

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

⁷ Para esta estimación se utilizó la misma metodología que aproxima los precios a partir de los índices de valores unitarios (IVU) y de los respectivos volúmenes de comercio implícitos con base en información a nivel de país de origen.

4. Consideraciones finales

El cambio del saldo de la cuenta corriente de México de déficits en el segundo y tercer trimestres de 2018 a superávits en los mismos lapsos de 2019 se explica, fundamentalmente, por la considerable ampliación del superávit de la balanza comercial no petrolera en dichos períodos. Este comportamiento estuvo, a su vez, determinado por una dinámica diferenciada en el valor de las exportaciones e importaciones de dichos productos. Por una parte, los menores volúmenes observados de importaciones de bienes de consumo no petrolero y de capital son congruentes con la debilidad de la actividad económica en general, y de la inversión en particular, que ha prevalecido por varios trimestres en México, en tanto que el volumen de importaciones de bienes intermedios ha continuado aumentando, de manera consistente con el dinamismo mostrado por las exportaciones manufactureras. Por otra parte, los términos de intercambio de México en este tipo de bienes han venido mostrando incrementos, contribuyendo de manera importante a los mayores superávits que la balanza comercial no petrolera ha venido registrando en trimestres recientes, en un contexto en el que el conflicto comercial entre Estados Unidos y China parecería estar influyendo en los precios de las mercancías comerciadas por México, particularmente las de bienes intermedios importados.

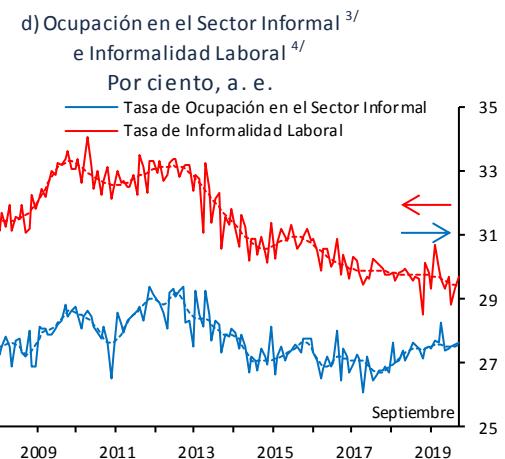
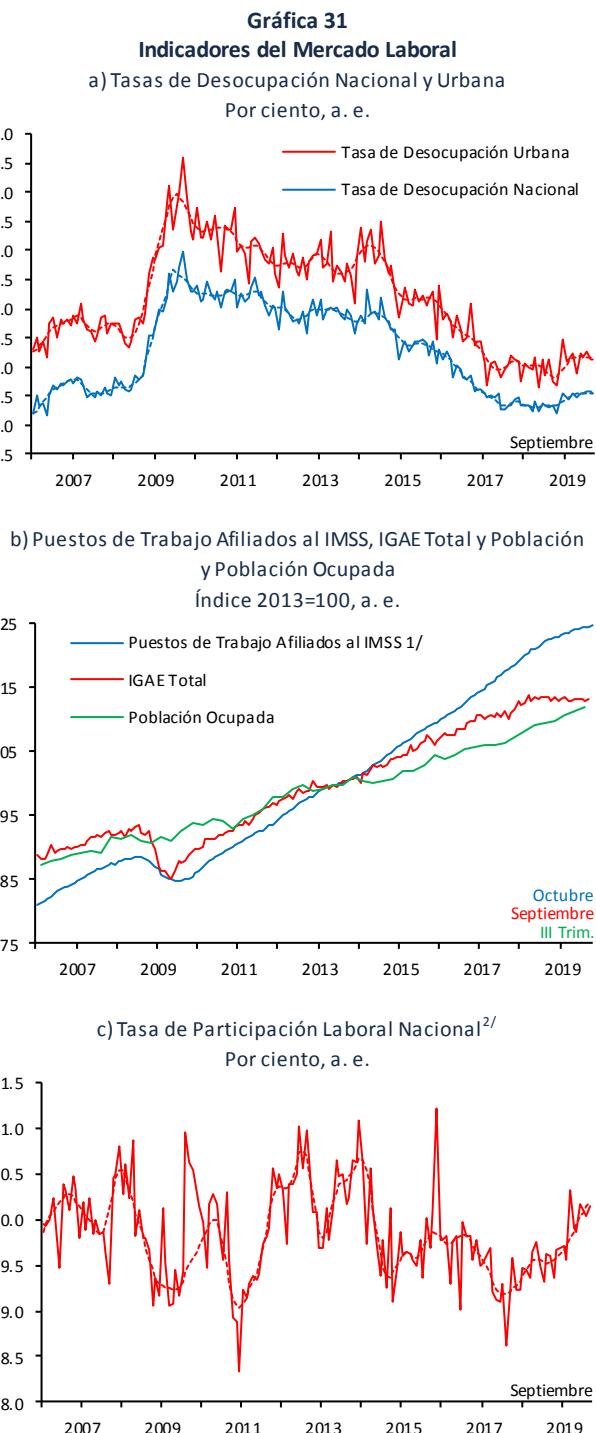
5. Bibliografía

Anitori, Paola y María Serena Causo (2008). “Outlier Detection and Treatment: Quality Improvements in the Italian Unit Value Indexes”, ISTAT – Instituto Nacional de Estadísticas de Italia.

2.2.2. Mercado Laboral

En el tercer trimestre de 2019, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, siguieron mostrando niveles superiores a los reportados en 2018. A su vez, la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS siguió exhibiendo una desaceleración en su ritmo de crecimiento (Gráfica 31). Lo anterior se observó en un contexto en

el que la tasa de participación de la fuerza laboral mantuvo una tendencia al alza y en el que la tasa de ocupación en el sector informal mostró niveles similares a los observados a principios del año en curso. Por su parte, las estimaciones puntuales de la brecha del desempleo exhibieron niveles similares a los observados desde principios del presente año (Gráfica 32).



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

1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

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

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

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

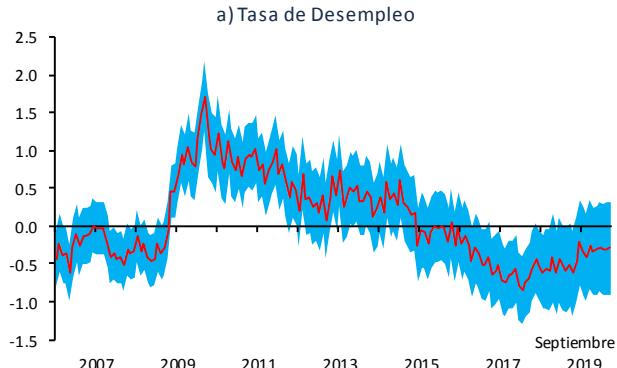
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

En el tercer trimestre de 2019, los indicadores salariales disponibles mostraron cierta moderación en su ritmo de crecimiento respecto del observado en el trimestre anterior. En particular, el salario promedio para la economía en su conjunto se incrementó a una tasa anual de 4.0%, menor a la de 4.6% reportada el trimestre previo. A su vez, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 6.5% en promedio, cifra que se compara con la de 6.7% registrada el trimestre previo (Gráfica 33). Ello fue resultado de una expansión a tasa anual de 14.6% del salario para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte y de un incremento de 5.6% para los trabajadores que laboran en el resto del país, avances ligeramente inferiores a los de 14.7 y 5.9% del trimestre anterior. Estos avances, aunado al comportamiento de la inflación, dieron como resultado un aumento en términos reales para ambos indicadores salariales. Por su parte, en el periodo julio — septiembre de 2019, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal fue de 5.0%, tasa inferior a la de 5.9% observada en el mismo trimestre de 2018. Las revisiones promedio en empresas privadas y públicas

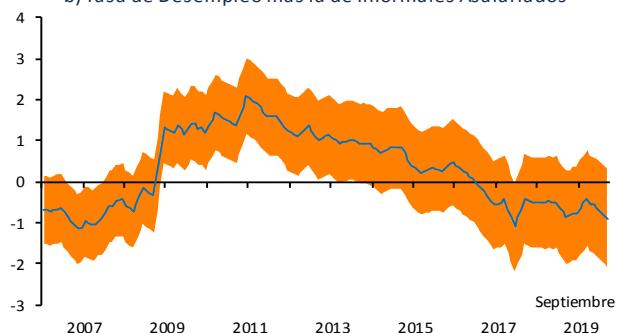
se ubicaron en 6.1 y 3.4%, respectivamente, mientras que las tasas registradas en el mismo lapso de 2018 se situaron en niveles de 6.0 y 3.4%, en el mismo orden.

Gráfica 32
Estimación de la Brecha de Desempleo^{1/}

Por ciento, a. e.



b) Tasa de Desempleo más la de Informales Asalariados



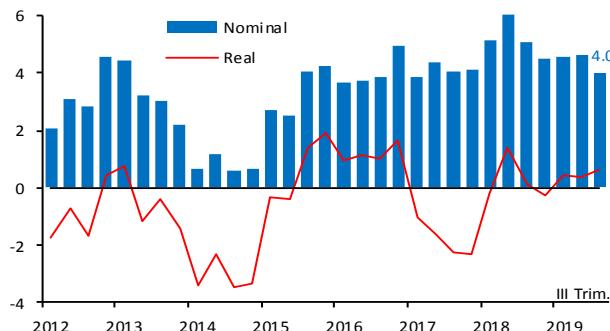
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

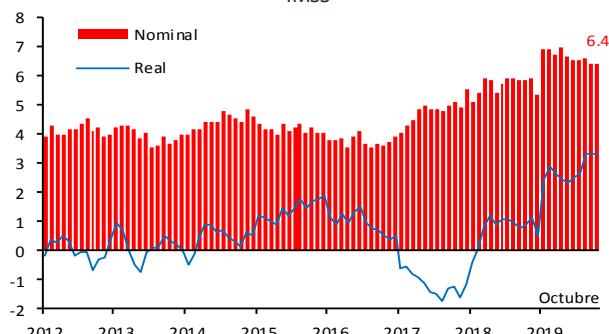
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE.

Gráfica 33
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

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



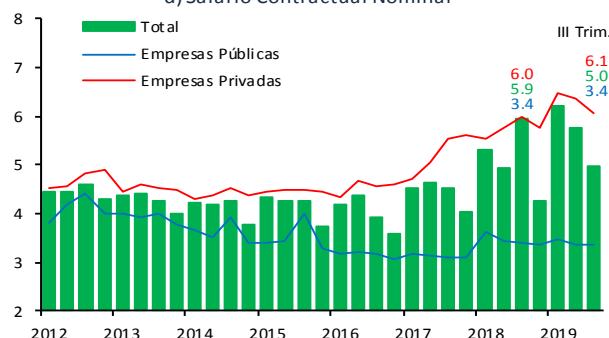
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS^{2/}



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



d) Salario Contractual Nominal^{4/}



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

2/ Durante el tercer trimestre de 2019 se registraron en promedio 20.5 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

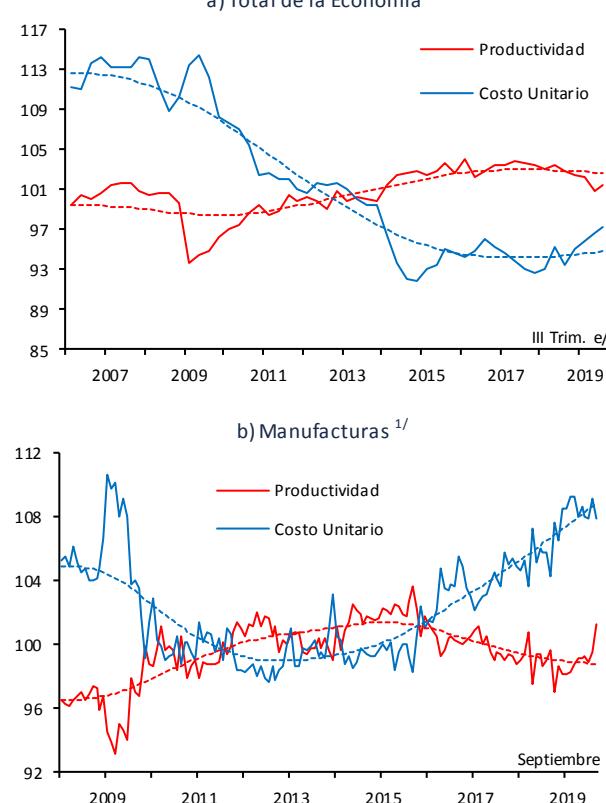
3/ Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

4/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.4 millones.

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

Por su parte, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto mantuvo una trayectoria ascendente en el tercer trimestre de 2019, en tanto que los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron ubicándose en niveles relativamente elevados (Gráfica 34).

Gráfica 34
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra
Índice 2013=100, a. e.



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

^{1/} Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

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

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Índicador Mensual de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía³

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

En el tercer trimestre de 2019, las fuentes de recursos financieros de la economía continuaron creciendo a un ritmo bajo respecto a lo observado en años anteriores. En particular, se estima que registraron un flujo anual de 5.4% del PIB al tercer trimestre de 2019, cifra similar a la observada en el trimestre anterior y que se compara con un flujo de 6.5% del PIB en promedio entre 2015 y 2018 (Cuadro 1). En particular:

- i. Las fuentes externas registraron un flujo anual de 0.3% del PIB en el tercer trimestre de 2019, cifra inferior al 1.0% del PIB del trimestre anterior y al promedio observado entre 2015 y 2018 de 1.3% (Gráfica 35). Ello reflejó una disminución en la tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes en el periodo que se reporta —especialmente en títulos de corto plazo—, así como un menor volumen neto de recursos del exterior destinados a financiar al sector público, en parte como resultado de las operaciones de manejo de pasivos realizadas por Pemex. Así, las fuentes externas continuaron creciendo a un ritmo bajo, reflejo de la mayor restricción de financiamiento externo enfrentada por el país a partir de 2014 y que se ha mencionado en informes previos (Gráfica 36c).
- ii. El flujo anual de las fuentes internas —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— registró un ligero repunte, al ubicarse en 5.1% del PIB en el tercer trimestre de 2019, lo cual se compara con un flujo de 4.4% del PIB en el trimestre previo y con un flujo de 5.2% del PIB en promedio entre 2015 y 2018 (Gráfica 35). La recuperación en las fuentes internas durante el tercer trimestre se explica en buena medida por una mayor tenencia de instrumentos monetarios por parte del sector privado. Pese a ello, las fuentes internas continúan presentando un bajo dinamismo respecto a lo observado en años anteriores.

³ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

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

Cuadro 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T3	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T3
	Flujos anuales como porcentaje del PIB						Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.4	5.4	3.3	3.8	1.2	0.2	2.3
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.6	4.6	5.5	6.6	4.2	5.1	5.1	5.2	5.4	3.7	1.7	4.8
Monetarias ^{2/}	3.2	2.7	3.6	4.3	2.8	3.0	4.1	4.6	5.7	3.9	1.9	4.2
No Monetarias ^{3/}	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	2.1	7.0	6.3	4.9	3.4	1.3	5.7
Fuentes Externas ^{4/}	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	0.3	5.7	0.5	1.4	-2.8	-2.4	2.0
Total de Usos	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.4	5.4	3.3	3.8	1.2	0.2	2.3
Reserva Internacional ^{5/}	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.5	2.0	-9.1	-3.5	-8.5	-3.8	0.8
Financiamiento al Sector Público	4.7	4.1	2.9	1.1	2.2	1.6	5.8	6.3	2.4	-4.1	0.1	0.5
Público Federal ^{6/}	4.5	4.0	2.8	1.1	2.2	1.6	6.0	6.5	2.6	-4.1	0.3	0.7
Estados y municipios	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-3.7
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	2.5	3.0	2.9	3.9	2.2	1.9	2.0	5.4	4.0	3.0	0.7	1.6
Interno	1.6	3.0	3.0	3.2	2.7	1.9	1.8	8.9	7.2	4.5	4.2	3.2
Externo	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	0.0	2.5	-2.1	-3.5	-0.8	-8.8	-3.2
Otros conceptos ^{8/}	1.3	0.0	1.6	3.4	0.5	1.4	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año, excepto para 2019, donde se muestra al tercer trimestre.

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

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

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

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

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

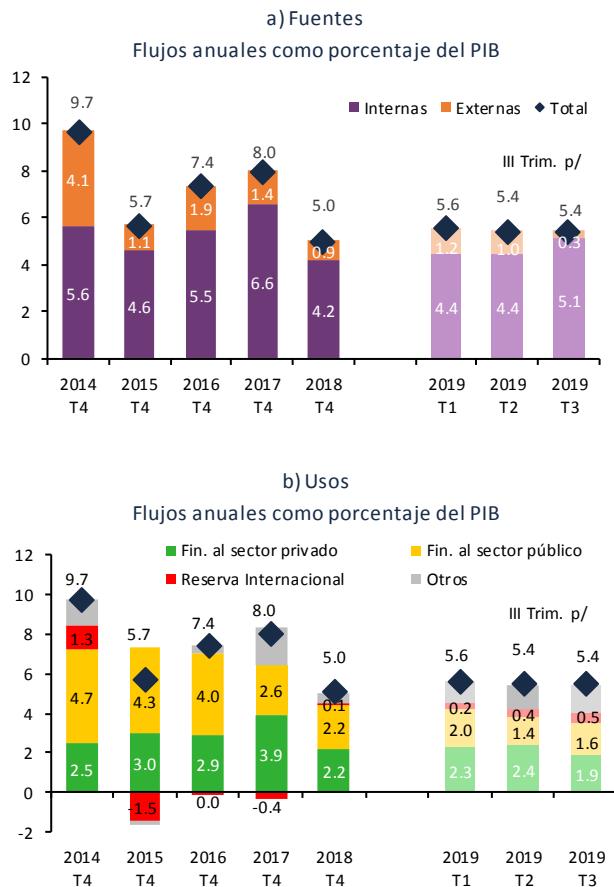
6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica 35.

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

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 35
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía



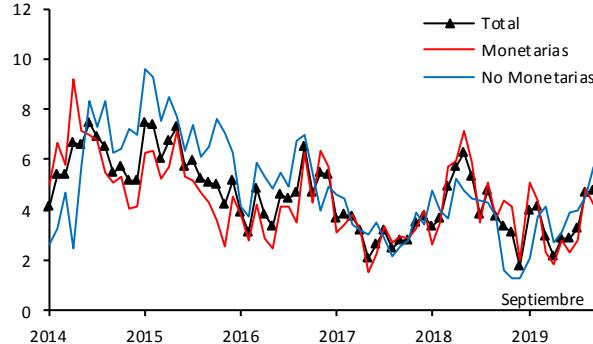
p/ Cifras preliminares.

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

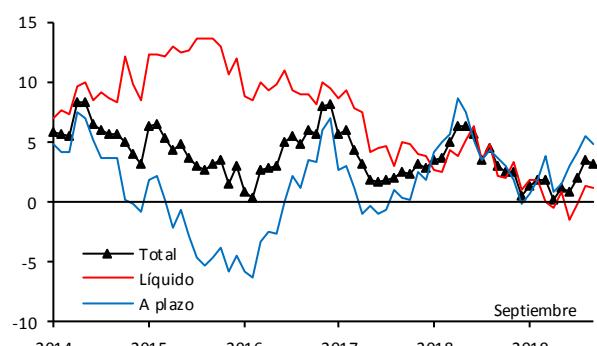
Gráfica 36
Fuentes de Recursos Financieros

a) Fuentes Internas (F1)

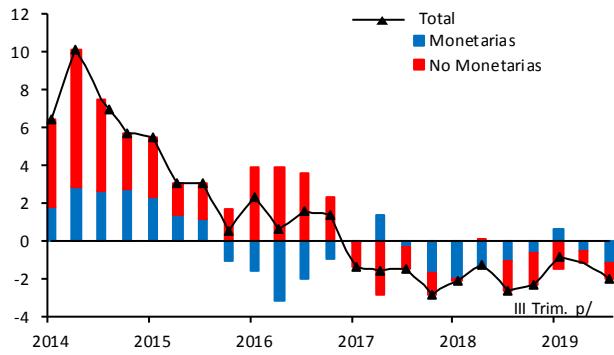
Variación real anual en por ciento



b) Agregado Monetario M2
 Variación real anual en por ciento



c) Fuentes Externas
 Variación real anual en por ciento y contribución al crecimiento



p/ Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco de México.

Las fuentes monetarias (M3) registraron un flujo anual de 3.0% del PIB al tercer trimestre, cifra superior a la observada al cierre del trimestre anterior (2.6% del PIB) aunque inferior a la de años previos (en promedio 3.3% del PIB entre 2015 y 2018,

Cuadro 1 y Gráfica 36a).⁴ Este mayor flujo se debe tanto a una ligera recuperación en el agregado monetario más estrecho (M1), el cual se ubica aún en niveles históricamente bajos como resultado de la fuerte desaceleración que registró en trimestres previos, así como a un incremento en la tenencia de instrumentos a plazo por parte del sector privado, reportada por el agregado monetario M2-M1 (Cuadro 1 y Gráfica 36b; ver también Recuadro 4). En tanto, las fuentes no monetarias registraron un flujo de 2.1% del PIB al cierre del trimestre de referencia, cifra ligeramente superior a la observada al cierre del trimestre anterior de 1.9% del PIB (Cuadro 1 y Gráfica 36a). Ello obedeció principalmente a una expansión de los fondos de ahorro para el retiro en el trimestre que se reporta.

Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se situó en 1.6% del PIB al tercer trimestre de 2019, cifra similar al 1.4% del PIB del segundo trimestre. Cabe señalar que los Criterios Generales de Política Económica para 2020 estiman que este rubro finalice el año en 2.7% del PIB. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se ubicó en 180.2 miles de millones de dólares al tercer trimestre, cifra similar a la observada al cierre del trimestre anterior (178.9 miles de millones de dólares). En lo que se refiere al financiamiento total al sector privado no financiero, se registró un flujo anual de 1.9% del PIB al tercer trimestre, por debajo del flujo observado en el trimestre anterior (2.4% del PIB). Así, en los últimos cuatro trimestres este flujo de financiamiento se ha situado en los niveles más bajos observados desde el tercer trimestre de 2015. Este comportamiento es congruente con la pérdida de dinamismo de la actividad económica registrada durante el año.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía

En esta sección se profundiza sobre la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, entendido como el financiamiento bruto que reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero.⁵

En el tercer trimestre del año, el financiamiento total a la economía continúo expandiéndose a un ritmo moderado, propiciado por un bajo crecimiento tanto del financiamiento al sector público en lo general como al sector privado (Gráfica 37a). En lo que toca al financiamiento al sector público federal, este mantuvo una modesta tasa de crecimiento, tanto en su componente externo como interno, tendencia que ha prevalecido desde la segunda mitad de 2016 (Gráfica 37b).⁶ Cabe mencionar que en dicho año el Gobierno Federal implementó un ajuste en su postura fiscal que redujo sus requerimientos de financiamiento de manera persistente. Por último, el financiamiento a los estados y municipios ha registrado una contracción desde el tercer trimestre de 2016 (Gráfica 37b).

⁴ Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en M3, el cual está compuesto por M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. M2, a su vez, se compone por instrumentos líquidos (billetes, monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro, crédito popular y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporto de valores).

⁵ El financiamiento bruto al sector público considera el que recibe el Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y

municipios, mientras que el del sector privado incluye el financiamiento otorgado a hogares y empresas.

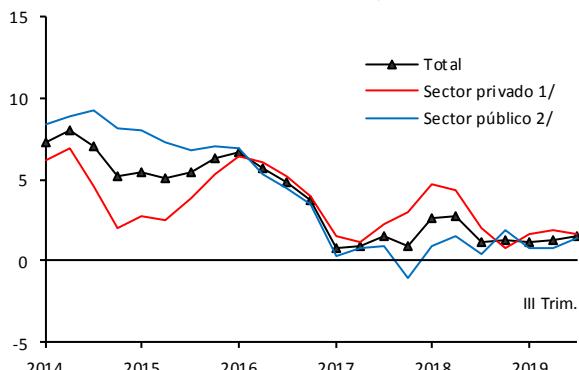
⁶ A diferencia del Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP) que se presentó en la sección anterior, que es una medida de endeudamiento neto y que además considera pasivos contingentes, esta medida de financiamiento no contempla su tenencia de activos financieros, ni otros pasivos de este sector, tales como los correspondientes al IPAB y Fonadin, las obligaciones de la Ley del ISSSTE, los bonos de pensión de Pemex y CFE, entre otros.

Gráfica 37

Financiamiento a la Economía

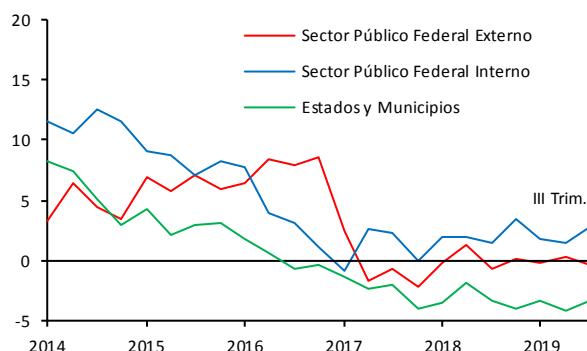
a) Financiamiento a sectores no financieros

Variación real anual en por ciento



b) Financiamiento al Sector Público No Financiero

Variación real anual en por ciento



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

2/ Incluye al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios.

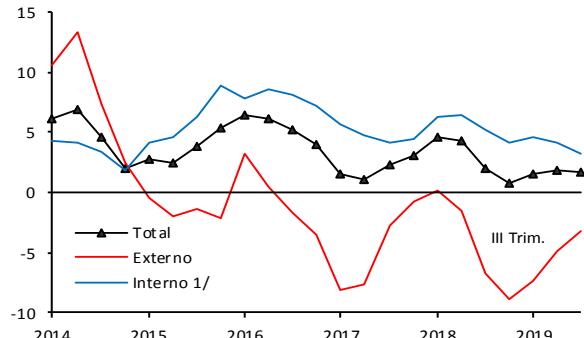
Fuente: Banco de México.

Con respecto al financiamiento total al sector privado no financiero, este creció a una tasa real anual de 1.6% en el trimestre que se reporta, que se compara con una cifra de 1.8% en el segundo trimestre (Gráfica 38). A su interior, el financiamiento externo presentó una contracción real anual de menor magnitud respecto a las registradas en trimestres previos. A lo anterior abonó una importante colocación de deuda privada en los mercados externos por segundo trimestre consecutivo. Ello podría reflejar la intención de algunas empresas emisoras de aprovechar la disminución de los costos de financiamiento en el mercado internacional con el fin de refinanciar pasivos.

Gráfica 38

Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero

Variación real anual en por ciento



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

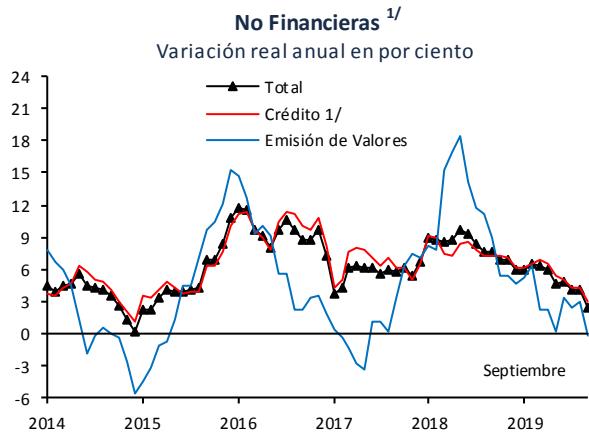
Fuente: Banco de México.

En cuanto al saldo del financiamiento interno, el canalizado a las empresas acentuó su desaceleración, la cual comenzó a observarse desde el tercer trimestre de 2018. Así, en septiembre de 2019 este saldo registró una variación real anual de 2.4%, inferior a la del segundo trimestre del año (de 4.8%, Gráfica 39). A su interior, el mercado de deuda interna observó una variación negativa en el saldo de valores de mediano plazo debido a que las colocaciones fueron menores a las amortizaciones y pagos anticipados, hecho que no se registraba desde el primer trimestre de 2017 (Gráfica 40). Asimismo, el crédito de la banca comercial y de desarrollo a las empresas continuó presentando un bajo dinamismo (Gráfica 41a). El segmento de empresas grandes no emisoras presentó una desaceleración, mientras que el crédito de la banca comercial a las empresas grandes emisoras registró una contracción real anual, reflejando en parte, una sustitución de pasivos internos por externos. En tanto, el crédito destinado a las empresas de menor tamaño se contraíó al igual que en el segundo trimestre del año (Gráfica 41b).

De acuerdo a la encuesta que realiza el Banco de México a la banca comercial (EnBan), el menor crecimiento del crédito bancario sería resultado de una disminución de la demanda de crédito tanto de empresas grandes, por dos trimestres consecutivos, como de empresas de menor tamaño, quienes habrían contraído su demanda desde el segundo

semestre de 2017.⁷ Asimismo, la EnBan reporta una menor demanda de crédito para adquirir activos fijos, lo cual es congruente con la atonía registrada en la inversión fija bruta en los últimos trimestres. De igual modo, los bancos comerciales continúan reportando cierto estancamiento en la demanda de recursos de las empresas para financiar capital de trabajo (Gráfica 42b). Asimismo, dichos bancos reportaron una mayor necesidad de las empresas para reestructurar pasivos. Por su parte, la encuesta a empresas que implementa el Banco de México continuó reportando, en el tercer trimestre de 2019, un porcentaje menor de nuevos créditos que se destinan a la inversión con respecto a los niveles observados en 2016 (Gráfica 42a).⁸

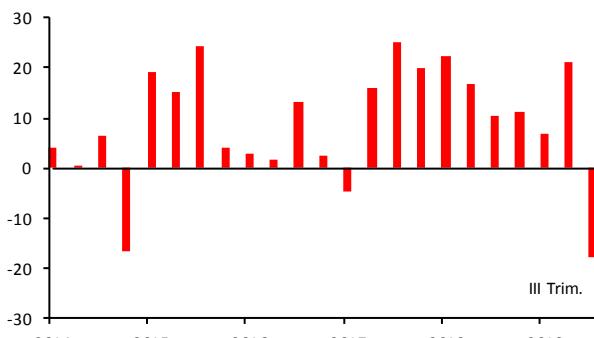
Gráfica 39
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas



⁷ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

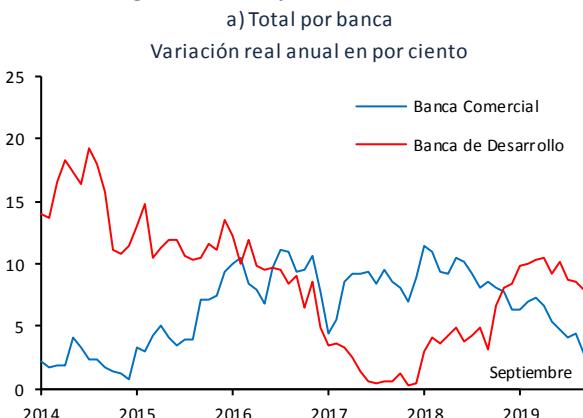
Gráfica 40
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas
Privadas No Financieras ^{1/}
Miles de millones de pesos



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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 41
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
a) Total por banca



Fuente: Banco de México.

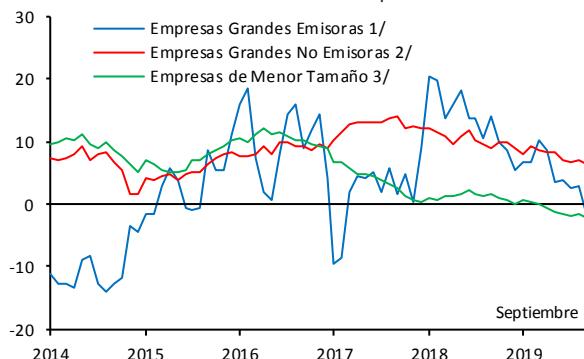
⁷ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario durante el trimestre Julio – Septiembre de 2019, disponible en la siguiente liga:

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

⁸ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa sobre la Evolución Trimestral del Financiamiento a las Empresas durante el trimestre Julio – Septiembre de 2019, disponible en la siguiente liga:

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

b) Crédito de la banca comercial por tamaño de Variación real anual en por ciento



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

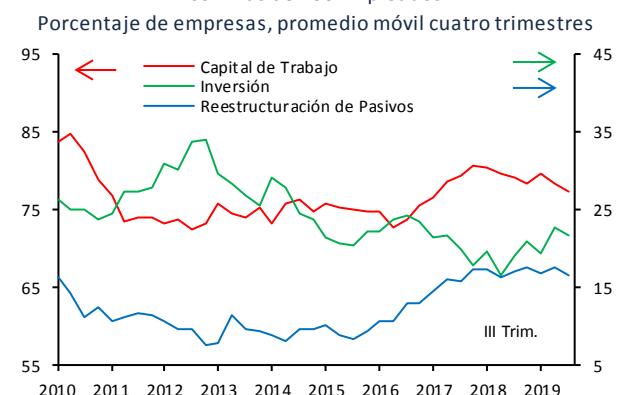
2/ Empresas no emisoras que han obtenido créditos superiores a 100 millones de pesos al menos en algún mes de diciembre de 2003 a la fecha.

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

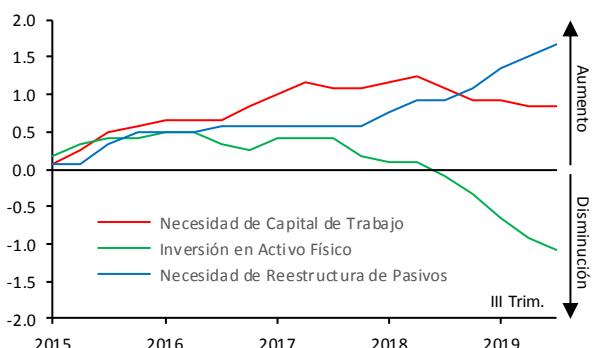
Fuente: Banco de México.

Gráfica 42
Uso de Crédito Bancario por parte de Empresas Grandes

a) Destino Principal del Nuevo Crédito Bancario según Empresas con más de 100 Empleados



b) Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento
Índice de difusión acumulado ^{1/}



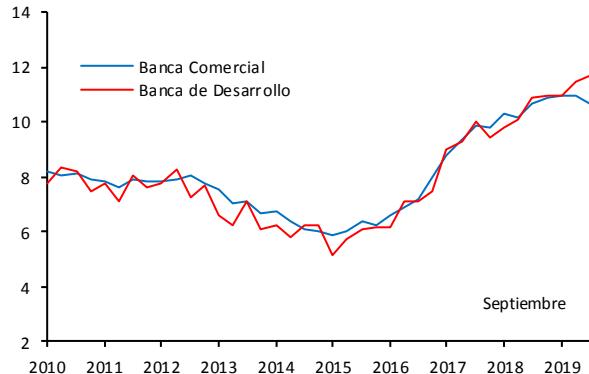
1/ Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres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

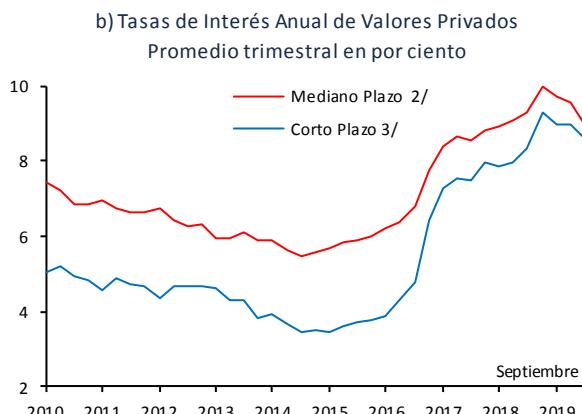
Fuente: Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio (EECMC) y Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

Respecto a las condiciones de financiamiento, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que hubo un apretamiento de los estándares de otorgamiento de crédito para las empresas, en particular para las de menor tamaño. En tanto, acorde con la reducción de la tasa de interés de fondeo bancario, las tasas de interés del financiamiento a las empresas comenzaron a disminuir (Gráfica 43).

Gráfica 43
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras

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





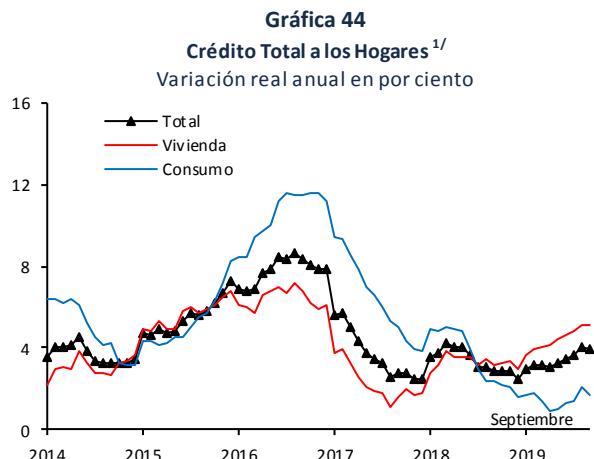
1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos convenidos.

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

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

Fuente: Banco de México.

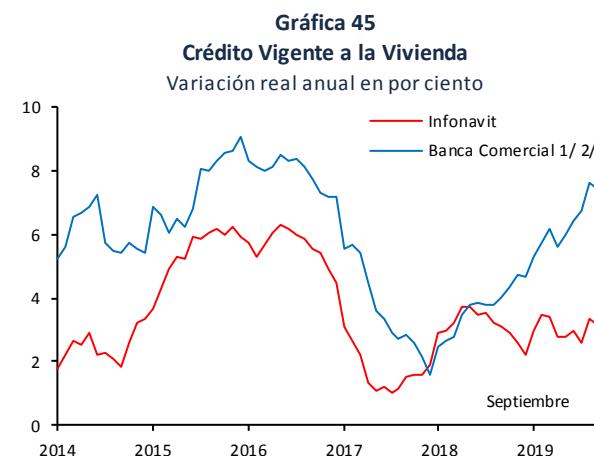
El saldo del crédito a los hogares presentó en el tercer trimestre de 2019 un mayor crecimiento real anual respecto al del trimestre previo (3.9% contra 3.5%). A su interior, la cartera de vivienda siguió presentando dinamismo, al registrar una tasa de crecimiento real anual de 5.1% en el tercer trimestre, que se compara con 4.6% del segundo trimestre. En tanto, la tasa de crecimiento del crédito al consumo continúa siendo baja, en congruencia con la debilidad que ha mostrado el consumo privado durante el año. La variación real anual de esta cartera fue de 1.7% en el trimestre que se reporta contra 1.3% del trimestre previo (Gráfica 44).



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

Fuente: Banco de México.

El crédito hipotecario otorgado por el Infonavit presentó en el tercer trimestre un crecimiento similar al observado en el trimestre previo. Por su parte, la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo la tendencia a la alza en su ritmo de expansión, misma que se ha observado desde 2018 (Gráfica 45). Esto último podría estar explicado, de acuerdo con la EnBan, por una mayor demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del segundo trimestre de 2018. Respecto a las condiciones del crédito a la vivienda, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que los estándares de otorgamiento continuaron sin mostrar cambios significativos, mientras que las tasas de interés de los nuevos créditos se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017 (Gráfica 46). Ello puede explicarse en parte por la contribución de la política monetaria a la contención de las primas de riesgo inflacionario que inciden en las tasas de interés de largo plazo. En el trimestre que se reporta, se registraron diminuciones notables en las tasas de interés de los bonos gubernamentales de mediano y largo plazos. Estas reducciones también reflejan los importantes ajustes a la baja en las tasas de interés a nivel mundial. En este contexto, de prevalecer estas condiciones, podrían esperarse hacia adelante menores tasas de interés hipotecarias.



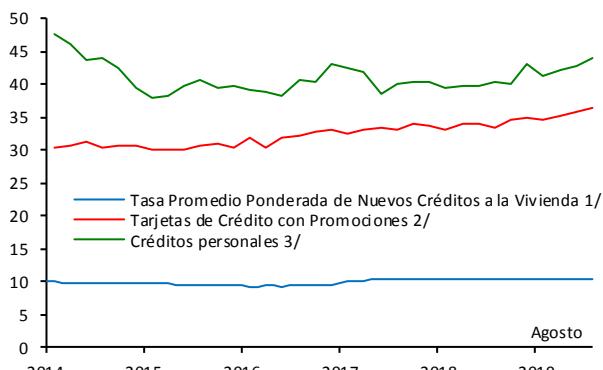
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

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 46**Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares**

Por ciento



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

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

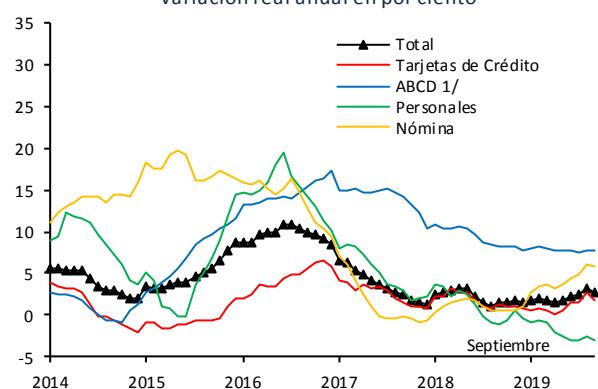
3/ La fuente es el formulario de créditos al consumo no revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de nuevos créditos, se excluyen créditos vencidos, atrasados o en reestructura, otorgados a personas relacionadas con la institución, créditos otorgados en condiciones preferenciales a sus empleados,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

Fuente: Banco de México.

En contraste, el crédito de la banca comercial al consumo mantuvo un bajo ritmo de expansión, mismo que se ha registrado desde el segundo semestre de 2018 (Gráfica 47). Ello, en un entorno en el que, de acuerdo con la EnBan, los bancos con mayor participación de mercado reportaron haber percibido durante el tercer trimestre cierto incremento de la demanda de crédito con respecto del trimestre previo, al tiempo que también mencionaron que persisten condiciones apretadas de otorgamiento de crédito al consumo. Respecto a las tasas de interés, cuyas cifras están reportadas al mes de agosto, destaca que aquellas asociadas a las tarjetas de crédito y créditos personales se incrementaron (Gráfica 46).

Gráfica 47**Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo**

Variación real anual en por ciento



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

Fuente: Banco de México.

En suma, las fuentes de recursos financieros exhibieron cierta recuperación durante el tercer trimestre de 2019. Pese a ello, su ritmo de expansión continúa siendo menor al observado en años previos, y persiste el riesgo de que la disponibilidad de recursos financieros siga siendo limitada en el futuro. Ante este panorama, es fundamental continuar con los esfuerzos para consolidar sosteniblemente las finanzas públicas. Ello coadyuvará al fortalecimiento del marco macroeconómico del país, al tiempo que contribuirá a mantener la canalización de recursos al sector privado. En este contexto, es importante atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex. Asimismo, el cumplimiento de las metas fiscales para 2019, así como de las planteadas en el Paquete Económico 2020, es necesario para continuar con el fortalecimiento del marco macroeconómico del país, el cual ha permitido un ajuste ordenado de la economía ante un entorno adverso.

2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F)⁹

En el tercer trimestre de 2019 los activos financieros internos —medidos por el agregado F— registraron un crecimiento anual en términos reales de -1.5%. Ello se compara con la contracción registrada al cierre del trimestre anterior de 2.1% (Gráfica 48). Las tasas anuales negativas que se han observado a partir del cuarto trimestre de 2018 reflejan un menor dinamismo en el ritmo de crecimiento de las fuentes de recursos financieros, así como efectos de valuación negativos. Estos últimos se han disipado parcialmente en el trimestre que se reporta. A su interior, los activos financieros en poder de residentes —medidos en el agregado F2— registraron un crecimiento real anual de 0.3% en el tercer trimestre, cifra superior a la observada al cierre del trimestre previo (-1.4%). Por otro lado, los activos financieros internos en poder de no residentes —medidos en el agregado FNR— registraron una contracción de 8.4% real anual durante el tercer

trimestre de 2019, reducción de mayor magnitud a la observada al cierre del segundo trimestre de 2019 (-5.3%).



⁹ Para mayor información sobre el cálculo de estos indicadores, consultar la nota metodológica “Redefinición de los agregados monetarios y medición de los activos financieros internos”, disponible en la siguiente liga:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/agregados-monetarios-y-actividad-financiera/metodologia/%7BBC0BC472-BB40-A80B-5BAA-0BC43DF162E2%7D.pdf>

Recuadro 4. M1 y su Potencial de Predicción de la Actividad Económica

1. Introducción

En este Recuadro se muestra la relación a través del tiempo que existe en México entre las variaciones del agregado monetario M1 y la actividad económica. En particular, se muestra evidencia estadística que sugiere que los cambios en ese agregado monetario guardan una correlación positiva y adelantada con los de la actividad económica. Dicha relación también se ha documentado para otros países.¹ En particular, se analiza si el agregado M1 contiene información relevante para estimar la probabilidad de que se observe una desaceleración en la actividad económica hacia delante.

En la actual coyuntura, este ejercicio es de interés debido a que, después del elevado crecimiento que registró M1 entre 2014 y 2016 (por razones que se expondrán más adelante), a partir del primer trimestre de 2017 se observó una desaceleración en su tasa de crecimiento, acentuándose la pérdida de dinamismo desde la segunda mitad de 2018. Cabe mencionar que, si bien M1 exhibió cierta recuperación durante el tercer trimestre de 2019, su ritmo de expansión actual se mantiene en un nivel históricamente bajo.

En este contexto, este Recuadro presenta indicadores recientes de la dinámica de M1, tanto de manera agregada como por tenedor económico, así como una estimación de la demanda de dinero, en saldos reales, y la desviación observada con respecto a este nivel en el corto plazo. Se muestra que dicha desviación precede a la actividad económica, de tal forma que el agregado monetario M1 parece ser un indicador adelantado del crecimiento económico en México. A partir de este resultado, se estima un modelo econométrico que calcula la probabilidad de observar una pérdida de dinamismo en la actividad económica en los siguientes seis meses con base en el crecimiento real observado de M1. Los resultados apuntan a que dicha variable contiene información que ayuda a predecir períodos de desaceleración económica en México.

2. Evolución Reciente del Agregado Monetario M1

La Gráfica 1 ilustra la desaceleración que ha exhibido en los últimos años el agregado monetario M1. Después de haber alcanzado una tasa de crecimiento elevada en 2015 —en un contexto en el que las tasas de interés se ubicaban en niveles históricamente bajos y el sector privado reacomodaba su uso de medios de pago ante la Reforma Hacendaria de 2014²—, el ritmo de expansión de M1 inició una tendencia a la baja a partir de 2016, la cual se volvió más pronunciada en términos reales a inicios de 2017. Alrededor de 2018 se observó una ligera recuperación en M1, la cual pudo estar asociada en parte al

aumento temporal en la demanda de dinero que se suele observar alrededor de las fechas en que se celebran elecciones federales en el país. El incremento en M1 alrededor de 2018 se observó principalmente en billetes y monedas, el componente que típicamente es más afectado por este efecto estacional (Gráfica 1a). A partir de la segunda mitad de 2018, se observó una desaceleración más marcada, reflejando una menor tenencia de activos líquidos tanto de hogares como de empresas privadas no financieras (Gráfica 1b). Así, durante el segundo trimestre de 2019 el agregado monetario M1 alcanzó una tasa de crecimiento real anual negativa por primera vez desde 2008. Por último, durante el periodo junio-septiembre 2019 el agregado monetario M1 exhibió cierta recuperación, si bien su ritmo de expansión continúa ubicándose en niveles bajos respecto a años anteriores.

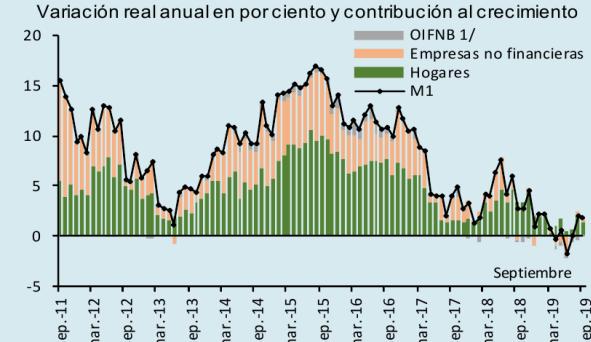
Gráfica 1

M1

a) Por instrumento



b) Portenedor



¹ Corresponde a Otros Intermediarios Financieros no Bancarios. Incluye casas de bolsa, sofomes no bancarias, compañías de seguros, almacenes generales de depósito y afianzadoras.

Fuente: Banco de México.

² Para una revisión de la literatura empírica en torno al tema, ver Brand, C., Reimers, H.-E. and Seitz, F., "Forecasting real GDP: what role for narrow money?", *Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy*, ECB, 2003, pp. 302-333.

² Para obtener más información sobre el efecto de la Reforma Hacendaria sobre la demanda de dinero del sector privado, ver Recuadro 2 del Informe Trimestral, Enero-Marzo de 2015, titulado "Evolución Reciente de la Base Monetaria y los Medios de Pago".

La Gráfica 2 contextualiza la reciente desaceleración observada en M1 al mostrar su desviación respecto a su tendencia de largo plazo, calculada a través del filtro de Hodrick-Prescott. Se encuentra que M1, en términos reales, exhibe en los últimos meses una diferencia de más de dos desviaciones estándar por debajo de su tendencia, siendo esta la mayor desviación negativa que se tiene registrada en las últimas dos décadas. Asimismo, se muestra también la dinámica de M1 respecto a su nivel fundamental de acuerdo a un modelo econométrico que estima la demanda de dinero de largo plazo en términos reales. Ello permite contrastar la evolución observada de M1 respecto a la que se podría esperar a partir de la dinámica de sus principales determinantes. En particular, la demanda de dinero estimada con métodos Bayesianos es la siguiente:

$$\log \left(\frac{M1_t}{P_t} \right) = 0.98 \log Y_t - 1.21 R_t + Z'_t \beta + \varepsilon_t,$$

donde:

$\frac{M1_t}{P_t}$ = Saldos reales de M1 con ajuste estacional.

Y_t = PIB real desestacionalizado.

R_t = Rendimiento de Cetes 28 días.

Z'_t = Un vector de variables que capturan otros determinantes idiosincráticos de la demanda de dinero.³

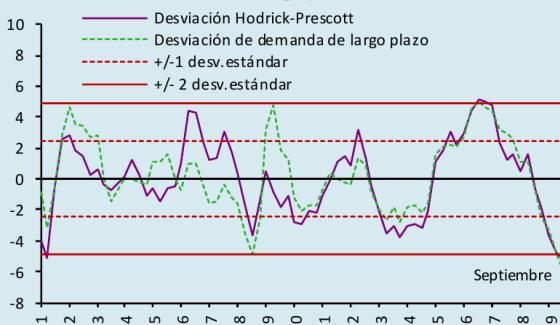
En congruencia con la literatura empírica, el modelo identifica una relación positiva entre M1 real y la variable de escala —la cual capturaría la demanda de dinero por motivos transaccionales— y una relación negativa con la tasa de interés —la cual, a su vez, capturaría la demanda de dinero por motivos especulativos o de balance de portafolio—. No obstante, existen desviaciones considerables respecto a su valor de tendencia. En particular, destaca que entre 2015 y 2016 se observó una desviación positiva respecto a su valor fundamental de largo plazo, reflejando en parte el reacomodo en el uso de medios de pagos por parte del sector privado mencionado anteriormente, y que en contraste, a partir de 2019, se observa una desviación negativa significativa (Gráfica 2). Dicha desviación parecería preceder al debilitamiento de la actividad económica observada en el presente año.

Gráfica 2

M1

Desviación porcentual con respecto a su tendencia y a ecuación

de largo plazo



Fuente: Banco de México.

3. La Relación de M1 con la Actividad Económica

A continuación, se muestra evidencia que sugiere que el agregado monetario estrecho M1 parece guardar una relación adelantada con la actividad económica en México.⁴ Ello obedece a varios motivos, toda vez que la tenencia de instrumentos financieros líquidos por parte del sector privado —medidos en M1— podría reflejar cambios en el patrón de consumo de los hogares o bien estar relacionado con transacciones de las empresas que podrían generar beneficios futuros, como la liquidación de instrumentos financieros a plazo para invertir en maquinaria y equipo.

Con el fin de explorar con mayor precisión la relación que guarda el agregado monetario M1 con la actividad económica y sus determinantes, se estiman correlaciones dinámicas condicionadas al siguiente modelo de vectores autorregresivos:

$$Y_t = C + \sum_{\ell=1}^6 B_\ell Y_{t-\ell} + \varepsilon_t,$$

donde Y contiene las siguientes variables:

- i. **Variables exógenas:** Producción Industrial de EUA*; Tasa de fondos federales; Diferencial de bono del tesoro de 10-2 años.
- ii. **Variables endógenas:** Remesas*; IGAE*; Crédito al consumo*; Tasa Cetes 28; M1 real*; Tipo de cambio, variación mensual.

* / Desviación porcentual con respecto a su tendencia.

La muestra abarca el periodo de febrero de 2002 a septiembre de 2019, con frecuencia mensual.⁵ El modelo se estima con

³ Siguiendo a Ramos Francia et al (2015), se incluyen las remesas, considerando que funcionan como complemento al ingreso de los hogares en México y, por lo tanto, podrían estar vinculadas a la demanda de dinero. El modelo incluye también una tendencia autónoma cuyo objetivo es capturar la velocidad del dinero.

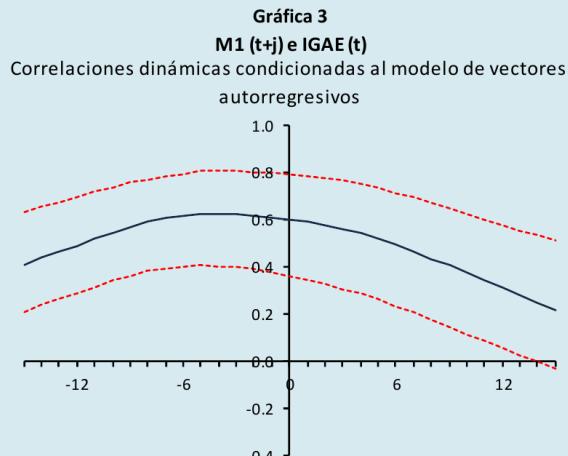
⁴ Ver el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre de 2017, titulado Consideraciones sobre las Nuevas Medidas de los Agregados Monetarios y los

Activos Financieros Internos en México, donde se puede encontrar una discusión sobre algunas hipótesis que podrían racionalizar dicho hallazgo.

⁵ El inicio de la muestra está determinado por la disponibilidad de datos sobre la curva de rendimiento gubernamental de México. Los resultados son robustos a la inclusión de la masa salarial en el modelo.

métodos bayesianos, bajo el supuesto de que los choques a las variables endógenas no afectan la dinámica agregada de las variables exógenas.

Los resultados arrojan que M1 guarda una relación positiva y adelantada con el IGAE (Gráfica 3). Condicional al modelo de vectores autorregresivos, la correlación entre M1 y el IGAE alcanza un máximo cuando M1 se adelanta entre dos y seis meses a la actividad económica. Dicha correlación es significativa estadísticamente. Así, el agregado monetario M1 parece ser un indicador adelantado de la actividad económica en un horizonte temporal de alrededor de seis meses.



Fuente: Banco de México.

4. Evaluación del Poder Predictivo de M1

En la sección anterior se mostró evidencia que indica que M1 guarda una relación positiva y adelantada con la actividad económica. A partir de este resultado, cabe preguntar si M1 contiene información suficiente para estimar la probabilidad de que se observe una reducción de la actividad económica por dos trimestres consecutivos hacia adelante. Para responder esta pregunta, se estiman tres variantes de un modelo Probit:⁶

- (i) $\Pr(ON_{t+1,t+6} = 1) = \Phi(\beta_1 \times \gamma_{M1,t})$,
- (ii) $\Pr(ON_{t+1,t+6} = 1) = \Phi(\beta_1 \times \gamma_{M1*,t})$,
- (iii) $\Pr(ON_{t+1,t+6} = 1) = \Phi(\beta_1 \times \gamma_{M1,t} + \beta_2 CR_t)$,

en donde ON es una variable dicotómica que toma el valor de 1 en aquellos meses donde la actividad económica exhibe una variación trimestral negativa por dos trimestres consecutivos, con cifras ajustadas por estacionalidad, y 0 en otro caso; $\gamma_{M1,t}$ es el crecimiento de M1 real; $\gamma_{M1*,t}$ es el crecimiento de M1 real ajustado por cambios en la tasa de interés (calculado a partir de la demanda de dinero); y CR_t es la pendiente $10A -$

$3M$ de la curva de rendimiento de valores gubernamentales. Es importante destacar que la variable dependiente cubre un periodo de $t+1$ a $t+6$, el cual fue elegido con base en los resultados de la sección anterior, donde se encontró que la correlación entre M1 y la actividad económica alcanza un máximo con la actividad económica adelantada entre dos y seis meses. De esta forma, el modelo (i) calcula la probabilidad de observar una contracción en la actividad económica con base exclusivamente en la información contenida en M1 real. El modelo (ii), a su vez, ajusta el crecimiento de M1 real por cambios en la tasa de interés de corto plazo. Ello permite aislar los resultados del modelo (i) por efectos de cambios en la parte corta de la curva de rendimientos. Por último, el modelo (iii) controla adicionalmente por cambios en la pendiente de la curva de rendimientos de valores gubernamentales.

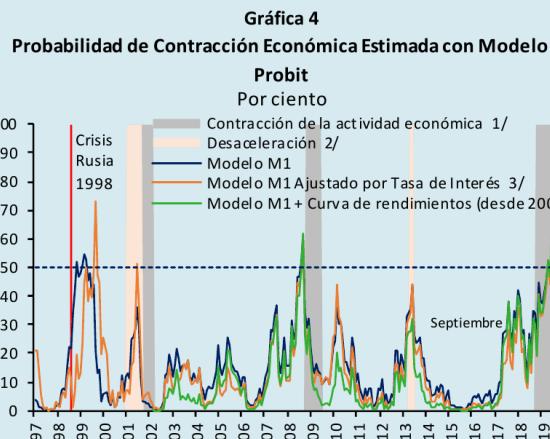
La Gráfica 4 resume los resultados de los modelos estimados.⁷ Las estimaciones se realizaron con datos mensuales para el periodo de enero de 1997 a septiembre de 2019. Los resultados sugieren que el crecimiento real de M1 parece contener información que ayuda a predecir períodos de desaceleración económica en México. En particular, se observan incrementos significativos en la probabilidad estimada de contracción económica basada en el crecimiento real de M1 en todos los episodios de desaceleración o contracción económica entre 1997 y 2019. El único periodo en el que se observó un pico en la probabilidad estimada y no se registró una desaceleración o contracción de la actividad bajo los parámetros establecidos fue en la segunda mitad de 1998. Dicho episodio, no obstante, estuvo caracterizado por una fuerte crisis financiera originada en Rusia y que afectó a varias economías emergentes, entre ellas México. Cabe mencionar que si bien la actividad económica en el país no registró tasas negativas, dado que presentaba un nivel elevado de crecimiento, se observó una desaceleración importante en su ritmo de expansión, al pasar de 8% anual en promedio en 1996 y 1997 a 3% en 1998 y 1999. Cabe destacar que los resultados del modelo (i) son robustos a los controles adicionales que se utilizan en modelos (ii) y (iii).

Respecto a los datos más recientes, se encuentra que a partir del tercer trimestre de 2018 comenzó a incrementarse la probabilidad de observar una desaceleración en la actividad económica, alcanzando niveles elevados en términos históricos en el segundo trimestre de 2019, con lo cual la señal del modelo fue congruente con la debilidad que ha mostrado la actividad económica a partir del cuarto trimestre del año pasado. Para el periodo que reporta este informe, dicha probabilidad permanece en un nivel alto, si bien ha disminuido en el margen.

⁶ Un ejercicio similar para la zona euro se encuentra en "The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area" en el ECB Economic Bulletin, Issue 3/2019.

⁷ El coeficiente estimado para β_1 en el modelo (i) es -0.15; en el modelo (ii), el coeficiente asociado a β_1 es -0.19; y en el modelo (iii), el coeficiente estimado de

β_1 es -0.17, en tanto que el coeficiente de β_2 es -0.16. Todos los coeficientes son significativos con un nivel de confianza del 99%, con excepción de β_2 en (ii), el cual no es significativo.



Fuente: Banco de México.

5. Consideraciones Finales

Los resultados de las estimaciones econométricas que se presentaron en este Recuadro sugieren que el crecimiento real de M1 guarda una relación positiva y adelantada con la actividad económica. Adicionalmente, la tasa de crecimiento real de M1 parece contener información relevante para anticipar episodios de desaceleración económica en el país. En este sentido, en caso de observarse una recuperación en el M1

en los siguientes meses, podría anticiparse una reducción en los riesgos a la baja en el crecimiento económico del país. No obstante, si bien este Recuadro muestra evidencia de que el agregado monetario M1 permite extraer señales sobre la fase del ciclo económico, su interpretación debe tomarse con cautela ya que, como se muestra en el Recuadro, la evolución de M1 puede verse afectada por otros factores que no necesariamente guardan una relación con la actividad económica.

6. Referencias

Banco de México (2015), "Evolución Reciente de la Base Monetaria y los Medios de Pago", Informe Trimestral Enero-Marzo 2015, Recuadro 2, pp. 35-38.

Banco de México (2017), "Consideraciones sobre las Nuevas Medidas de los Agregados Monetarios y los Activos Financieros Internos en México", Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017, Recuadro 3, pp. 34-37.

Brand, C., Reimers, H.-E. y Seitz, F. (2003), "Forecasting real GDP: what role for narrow money?", Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, ECB, pp. 302-333.

European Central Bank (2019), "The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area", ECB Economic Bulletin, Issue 3/2019.

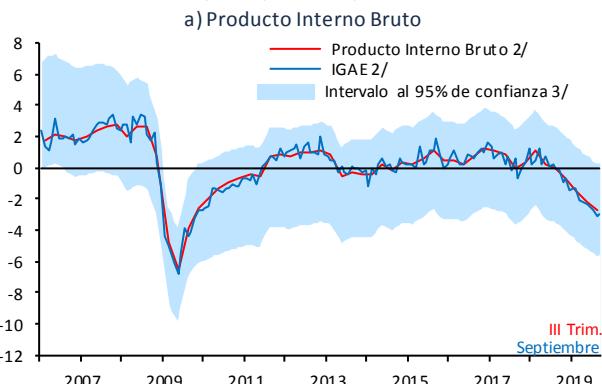
Ramos-Francia, M., Noriega, A.E. y Rodríguez Pérez, C.A. (2015), "Uso de agregados monetarios como indicadores de la evolución futura de los precios al consumidor: Crecimiento monetario y meta de inflación", Banco de México, Documento de Investigación 2015-14.

2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

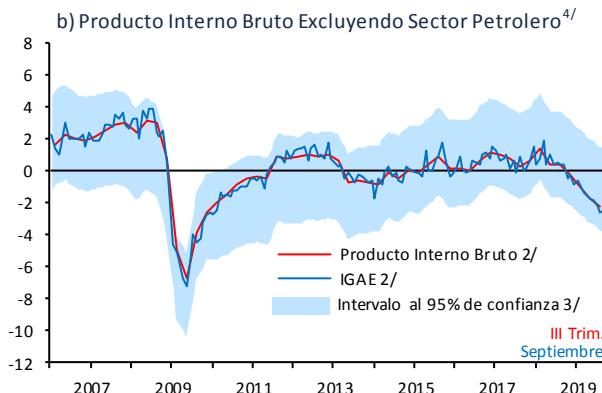
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura se hayan ampliado en terreno negativo a un ritmo mayor al previsto en el tercer trimestre de 2019, en congruencia con el estancamiento que la actividad económica ha venido mostrando (Gráficas 49 y 50a). En particular, las estimaciones de la brecha del producto, tanto la que se basa en el PIB total, como la que excluye al sector petrolero, mostraron una magnitud negativa mayor a la del trimestre previo. Por agrupación de indicadores de holgura, con información al mes de agosto de 2019 el relacionado con el consumo mostró un mayor relajamiento, el asociado con el mercado laboral continuó reduciendo su grado de estrechez, y el relacionado con el mercado de fondos prestables se mantuvo en niveles

similares a los registrados en meses previos (Gráfica 50b).¹⁰

Gráfica 49
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.



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



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

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

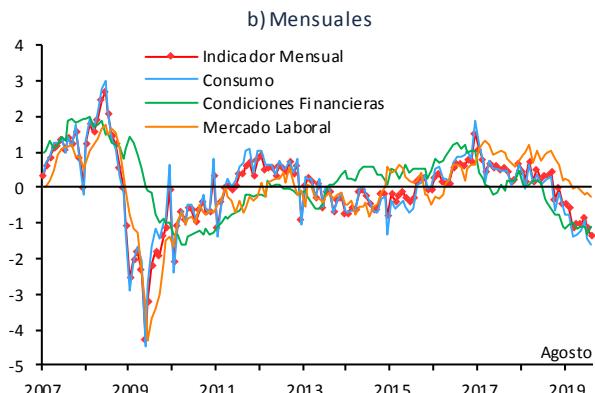
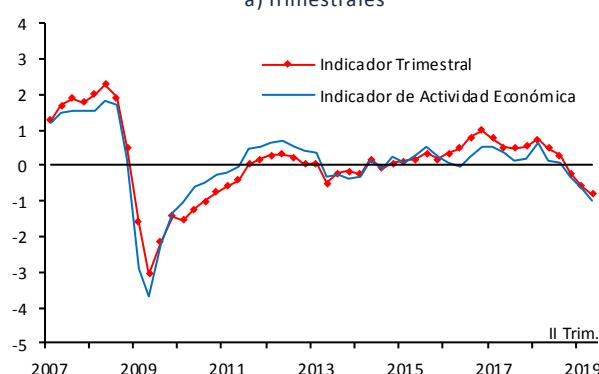
2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2019; cifras del IGAE a septiembre de 2019.

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

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

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

Gráfica 50
Primer Componente Principal por Frecuencia y Grupo de Indicadores^{1/}
Por ciento



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Banco de México (2018), "Informe Trimestral, Octubre-Diciembre 2017", pág.47. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. Los índices de holgura de consumo, de la actividad económica y demanda agregada, del mercado laboral y de las condiciones de demanda en el mercado de fondos prestables se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 4, 3 y 6 indicadores, respectivamente.

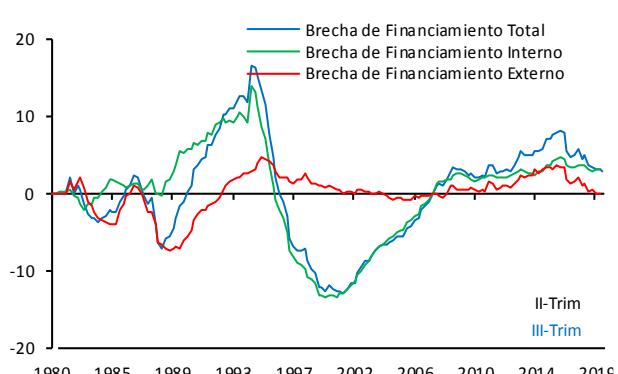
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

Durante el tercer trimestre de 2019, la brecha de financiamiento continuó con la tendencia decreciente que ha venido mostrando desde 2016. Lo anterior se explica por una disminución tanto en las fuentes de financiamiento externas como internas (Gráfica 51).

Gráfica 51
Brecha de Financiamiento Interno y Externo^{1/}
Por ciento



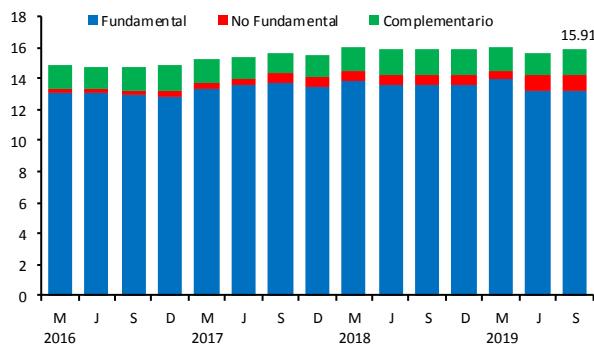
1/ Antes de 1995, el financiamiento externo se estimó calculando la diferencia entre crédito bancario y crédito total.

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

2.2.5.2. Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple

El índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple registró un nivel de 15.91% en septiembre de 2019, cifra superior a la de 15.68% observada en junio. Este comportamiento del ICAP fue reflejo de un incremento en el capital neto mayor al presentado en los activos sujetos a riesgo respecto al nivel observado en junio de 2019. En particular, el aumento en el capital regulatorio se originó por el mayor dinamismo del capital ganado, así como por la emisión de obligaciones subordinadas entre junio y septiembre de 2019. Por su parte, el crecimiento de los activos sujetos a riesgos reflejó tanto un mayor nivel de actividad de la banca en el mercado de derivados, como en el de dinero. De esta manera, en el tercer trimestre de 2019 la banca múltiple continuó mostrando elevados niveles de capital regulatorio para afrontar los riesgos de su operación (Gráfica 52).

Gráfica 52
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



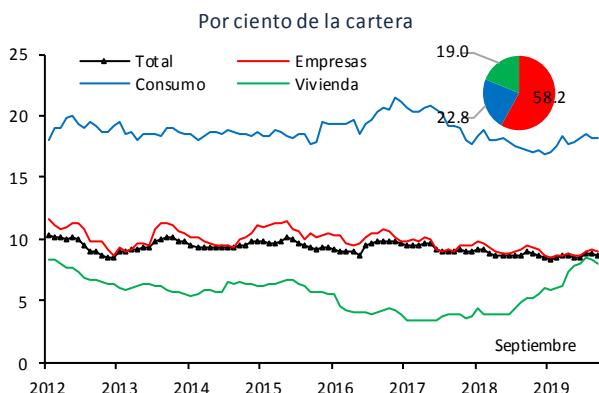
Fuente: Banco de México.

2.2.5.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)¹¹ a un nivel de confianza del 99.9% como proporción del portafolio de crédito, aumentó 0.14 puntos porcentuales en el

tercer trimestre de 2019, al pasar de 8.53% en junio a 8.67% en septiembre. Este incremento estuvo impulsado por el aumento en el riesgo de la cartera de crédito empresarial, que a su vez, se explica principalmente por una mayor concentración en los saldos de los créditos de este segmento de cartera (Gráfica 53).

Gráfica 53
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito



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

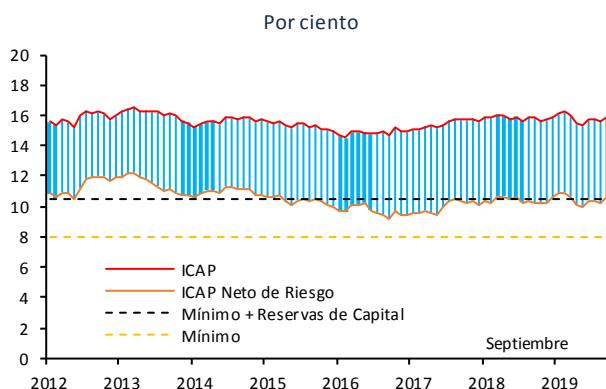
Por su parte, el índice de capitalización neta de riesgo,¹² indicador que permite evaluar si los niveles de capitalización de los bancos son adecuados para hacer frente a pérdidas extremas no anticipadas, aumentó marginalmente durante el trimestre de referencia, pasando de 10.39% en junio a 10.66% en septiembre; lo anterior a pesar del incremento del CVaR de la cartera crediticia en este mismo periodo, lo que se explica por el aumento de 23 puntos base en el ICAP. Los niveles del índice siguen siendo mayores al mínimo regulatorio sin considerar las reservas de capital, mostrando la resiliencia de la banca para absorber pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus carteras (Gráfica 54).

¹¹ El valor en riesgo condicional (CVaR) representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos

sujetos a riesgo de crédito. El CVaR permite analizar las pérdidas potenciales en la cola de la distribución.

¹² Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

Gráfica 54
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}

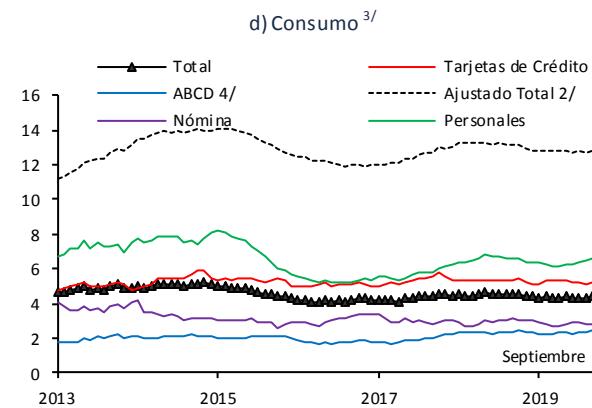
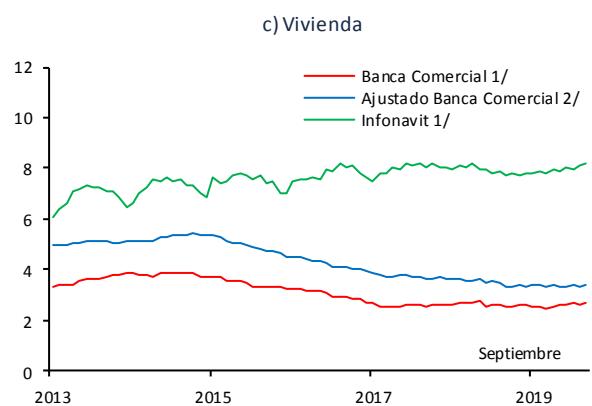
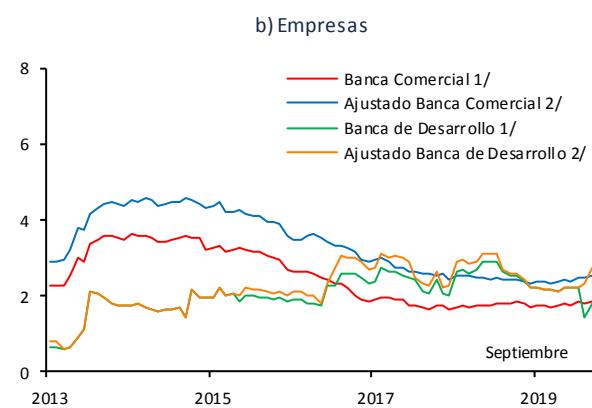
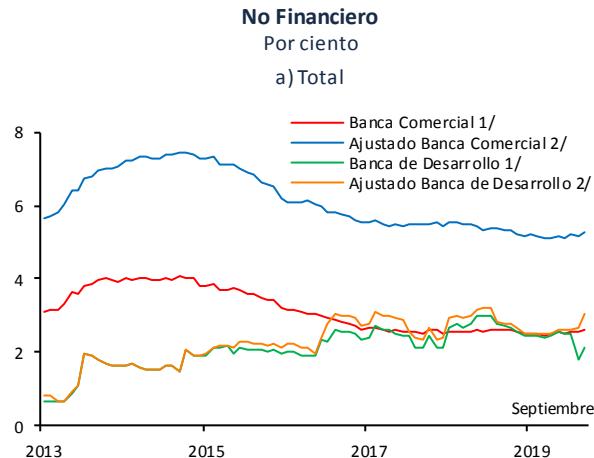


^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

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

Con datos a septiembre de 2019, la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero mostró un nivel de 2.60%, cifra superior a la de 2.52% observada en junio del año en curso. Por su parte, el índice de morosidad (IMOR) de la banca de desarrollo disminuyó 37 puntos base entre junio y septiembre de 2019 (Gráfica 55).

Gráfica 55
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado



^{1/} El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

^{2/} El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.

^{3/} Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

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

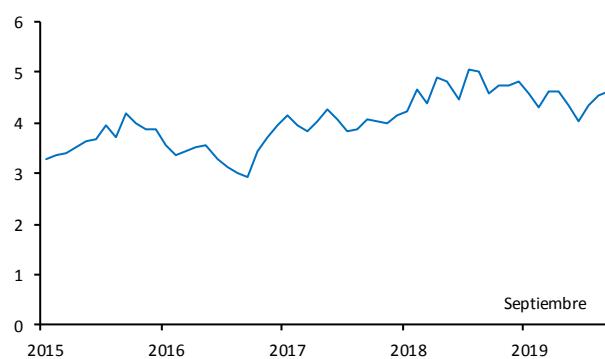
Fuente: Banco de México.

En particular, el aumento en el IMOR del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero fue resultado de incrementos de 13 puntos base en el IMOR del crédito a la vivienda, de 7 puntos base en el crédito a las empresas, y de 4 puntos base en el crédito al consumo. A su vez, dentro de los componentes del crédito al consumo, destaca que el IMOR de los créditos personales registró en septiembre de 2019 un nivel 35 puntos base mayor que el observado en junio. Por su parte, se presentaron reducciones de 9 puntos base en el IMOR de los créditos de nómina y de 5 puntos base en las tarjetas de crédito. En este contexto, cabe mencionar que el IMOR de los créditos al consumo continúa por debajo del nivel mostrado en el mismo periodo de 2018, al pasar de un nivel de 4.55% en septiembre de 2018 a uno de 4.39% en septiembre de 2019.

2.2.5.4. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple

El riesgo de mercado de los bancos, medido a través del CVaR de mercado al 99.9% de confianza como proporción del capital neto aumentó durante el tercer trimestre, pasando de un nivel de 4.03% en junio a 4.64% en septiembre. Lo anterior debido principalmente a cambios en la composición de los portafolios de los bancos que propiciaron un aumento marginal en la sensibilidad de los portafolios ante movimientos de las tasas de interés (Gráfica 56).

Gráfica 56
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de
Mercado de la Banca
Por ciento del capital neto



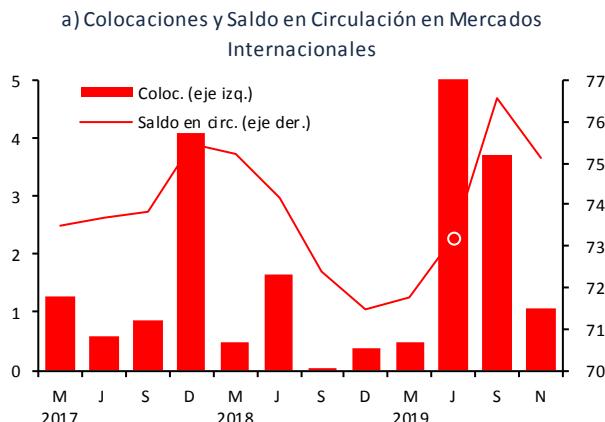
Fuente: Banco de México, CNBV, BMV, Bloomberg y Valmer.

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

El financiamiento al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió en septiembre de 2019 a 1.24 billones de pesos, representando un 10.8% del financiamiento total. Este registró un crecimiento real anual del 7.4% respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por el crecimiento observado en la cartera comercial. Cabe destacar que si bien la morosidad de la cartera originada por estas entidades se ubica en niveles superiores a los de la banca múltiple, esta se ha mantenido estable en los últimos meses. Asimismo, derivado de una buena gestión en el otorgamiento y una concentración de riesgo crediticio relativamente baja, el riesgo de la banca múltiple por los créditos otorgados a entidades y empresas financieras no bancarias del país está acotado, ya que a agosto de 2019 esta cartera representó un 0.7% de la cartera total.

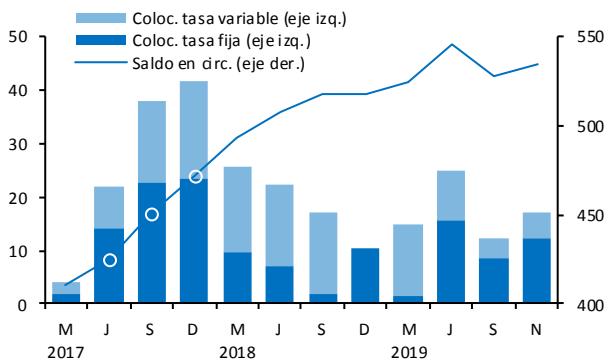
Durante el tercer trimestre de 2019 y hasta el 25 de noviembre, continuaron las colocaciones brutas por parte de empresas no financieras mexicanas en mercados internacionales. Cabe destacar que la mayoría de los recursos recabados por las nuevas emisiones fue utilizada para el refinaciamiento de deuda, aunque algunas empresas también destinaron recursos a proyectos de inversión. Asimismo, durante el periodo analizado continuaron las colocaciones en el mercado local de deuda corporativa de largo plazo. A su vez, se registraron fuertes prepagos de deuda por parte de algunas empresas, por lo que el saldo en circulación disminuyó al cierre del tercer trimestre; sin embargo, el saldo se ha venido recuperando a raíz de las fuertes colocaciones de deuda registradas durante noviembre (Gráfica 57).

Gráfica 57
Colocaciones Trimestrales y Saldo en Circulación de Deuda de Largo Plazo de Empresas Privadas
Miles de millones de dólares



Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

b) Colocaciones y Saldo en Circulación en México

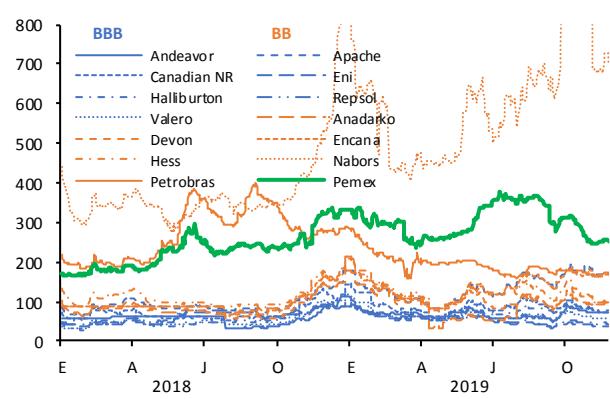


Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

Si bien el costo de la cobertura crediticia de la deuda de Pemex, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio a un plazo de 5 años (CDS por sus siglas en inglés), había aumentado de forma

importante a principios de junio, este se redujo luego de que el 11 de septiembre se anunciara que el Gobierno Federal realizaría una aportación de capital a Pemex por 5 mil millones de dólares para reducir su deuda por vencer en 2020-2023, así como una operación de manejo de pasivos (Gráfica 58). No obstante, a partir de la segunda mitad de noviembre el CDS de Pemex ha aumentado ligeramente.

Gráfica 58
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB^{1/}
Puntos base



^{1/} La calificación corresponde a la calificación mínima que otorgó Fitch, Moody's o S&P usando la escala de S&P.

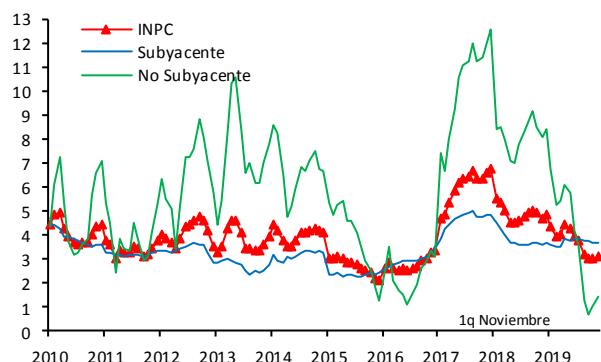
Fuente: Bloomberg.

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2019

En el tercer trimestre de 2019, la inflación general anual mostró una tendencia descendente. Así, mientras que en el segundo trimestre la inflación general anual promedio fue 4.21%, en el tercer trimestre se ubicó en 3.31%, registrando 3.10% en la primera quincena de noviembre (Cuadro 2 y Gráfica 59). Este comportamiento es atribuible al importante descenso que ha exhibido la inflación no subyacente anual (Gráfica 60), destacando al respecto las menores tasas de variación anual que han mostrado los precios de los energéticos, aunque las de los productos agropecuarios también se moderaron. Por su parte, la inflación subyacente anual continúa presentando persistencia, si bien a lo largo del tercer trimestre, en octubre y en la primera quincena de noviembre, exhibió cierto descenso.

Gráfica 59
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

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

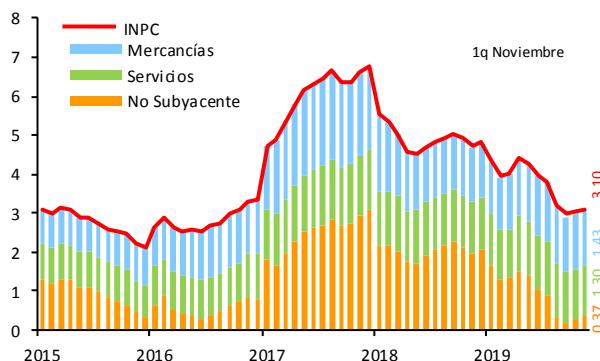
	2018					2019
	III	IV	I	II	III	1q Noviembre
INPC	4.91	4.82	4.10	4.21	3.31	3.10
Subyacente	3.64	3.68	3.56	3.83	3.78	3.66
Mercancías	3.95	3.93	3.66	3.83	3.79	3.69
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.62	4.79	4.40	4.88	4.70	4.54
Mercancías No Alimenticias	3.38	3.19	2.94	2.79	2.84	2.80
Servicios	3.35	3.44	3.44	3.80	3.77	3.62
Vivienda	2.60	2.60	2.63	2.82	2.89	2.88
Educación (Colegiaturas)	4.83	4.69	4.79	4.85	4.76	4.73
Otros Servicios	3.84	4.12	4.03	4.56	4.36	4.05
No Subyacente	8.78	8.32	5.84	5.35	1.87	1.45
Agropecuarios	1.37	4.78	5.31	5.69	4.02	3.76
Frutas y Verduras	-0.56	6.18	11.24	10.26	1.80	1.69
Pecuarios	2.40	3.01	0.83	3.18	5.90	5.51
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	13.68	10.64	6.28	5.11	0.33	-0.13
Energéticos	18.60	13.93	7.36	5.86	-1.31	-2.17
Gasolina	20.90	20.79	11.60	8.30	2.18	-1.17
Gas doméstico L.P.	25.86	9.08	2.91	2.27	-12.86	-9.34
Tarifas Autorizadas por Gobierno	4.60	3.33	3.45	3.63	4.23	5.12
Indicador de Media Truncada^{1/}						
INPC	4.17	4.18	3.80	3.87	3.47	3.23
Subyacente	3.57	3.70	3.65	3.86	3.82	3.70

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 60

Índice Nacional de Precios al Consumidor

Incidencias anuales en puntos porcentuales^{1/}

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

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

Para analizar tanto la tendencia de la inflación general y subyacente, como sus comportamientos en el margen, a continuación se presentan algunos indicadores que ofrecen información complementaria al respecto.

En primer lugar, se calcula la proporción de la canasta tanto del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), como del componente subyacente, que presenta variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de ciertos intervalos. Para ello, se agrupan los genéricos que componen cada canasta en cuatro categorías: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores de 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. Asimismo, se presenta el porcentaje de las canastas en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3% y la que tiene variaciones mensuales en sus precios mayores a 3% (Gráfica 61).

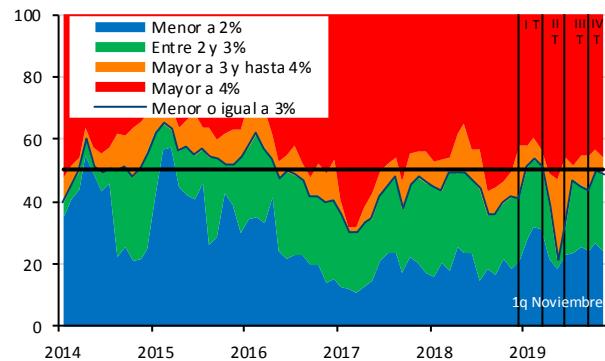
Este análisis indica que el porcentaje de las canastas del índice general y del subyacente con incrementos de precios menores a 3% exhibieron un aumento entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 (áreas azul y verde, Gráfica 61). En particular, luego de que en el segundo trimestre la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul) disminuyera a 30%, en parte por el efecto calendario de la Semana Santa, dicha proporción aumentó a 45% en el tercer trimestre,

para ubicarse en 49% en la primera quincena de noviembre. Las variaciones correspondientes a la canasta del componente subyacente fueron 26 y 40% en dichos trimestres, situándose en 44% en la primera quincena de noviembre.

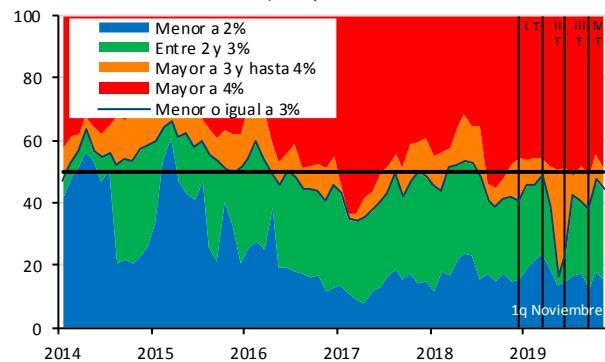
Gráfica 61
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e.^{1/}

Cifras en por ciento

a) INPC



b) Subyacente



a.e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

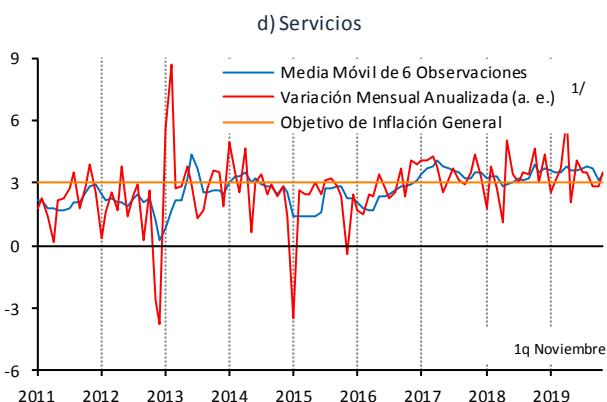
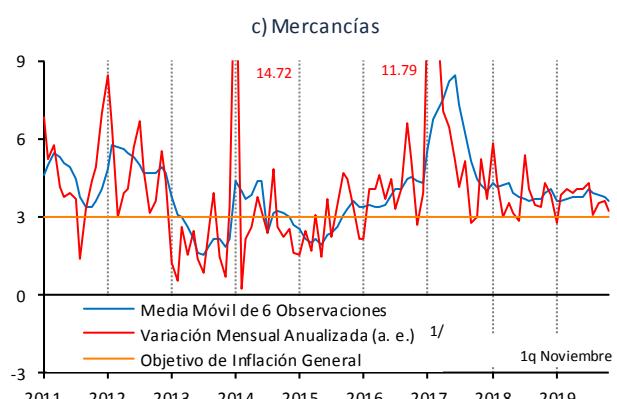
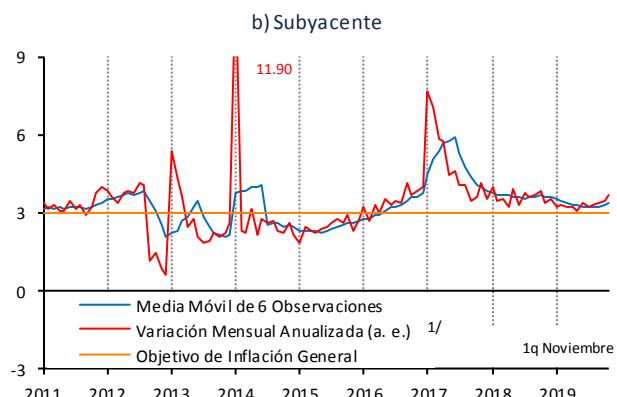
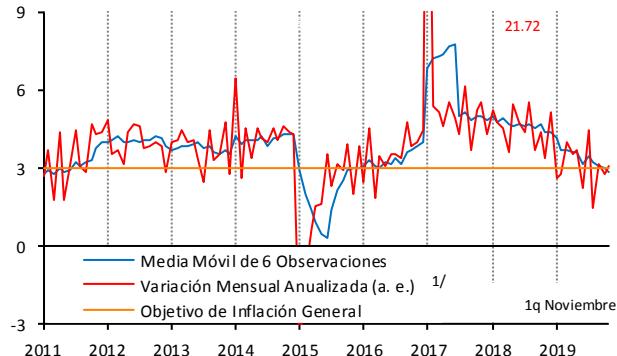
1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

En segundo lugar, se muestra la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general, del índice subyacente, así como de los componentes de este último (las mercancías y los servicios). Como puede apreciarse, en el caso de la inflación general, recientemente sus variaciones mensuales se han ubicado alrededor de 3%, en tanto que su medida de tendencia (la media móvil de seis observaciones) ha venido presentando, en general, una trayectoria descendente desde inicios de 2019 (Gráfica 62). Por su parte, al interior de la inflación subyacente destaca que las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas

del subíndice de precios de las mercancías exhiben cierta volatilidad en niveles superiores a 3%, en tanto que las variaciones del subíndice de precios de los servicios que habían venido exhibiendo cierta disminución, presentaron un aumento en el margen.

Gráfica 62
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
Cifras en por ciento
a) INPC

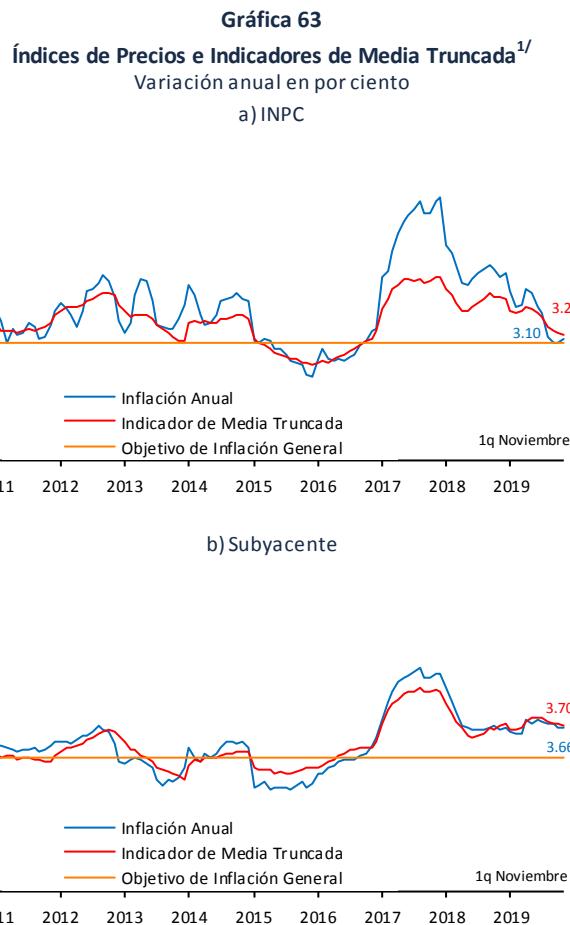


a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

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

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

A continuación se presenta el Indicador de Media Truncada para la inflación general y subyacente (Gráfica 63 y Cuadro 2). En el caso de la inflación general, dicho Indicador mantiene una tendencia descendente, la cual se asocia, principalmente, a la dinámica más favorable que han tenido las tasas de variación anual de los precios del índice no subyacente. Destaca que el descenso del Indicador de Media Truncada para la inflación general ha sido menos pronunciado que en el caso de los datos sin truncar, de tal forma que, desde mediados del tercer trimestre, dicho Indicador es mayor que los datos sin truncar de la inflación general. Esto significa que han sido las variaciones extremas de precios a la baja de algunos genéricos las que han incidido más en la inflación general. En lo que respecta al Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente, este se sitúa en niveles muy similares a los observados, lo cual indica que las variaciones extremas de precios no han contribuido de manera importante en la evolución de esta. En particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación general fue 3.87 y 3.47% en el segundo y el tercer trimestre de 2019, ubicándose en 3.23% en la primera quincena de noviembre. Esto se compara con los niveles de la inflación anual observados en esos lapsos, los cuales fueron 4.21, 3.31 y 3.10% respectivamente. Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente registró niveles de 3.86 y de 3.82% en el segundo y el tercer trimestre, situándose en 3.70% en la primera quincena de noviembre, mientras que los niveles de inflación subyacente observados en esos períodos fueron 3.83, 3.78 y 3.66%, respectivamente.



^{1/} El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de menor a mayor; ii) se excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10 % de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican más cerca del centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

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

3.1.1. La Inflación Subyacente

Como se mencionó, la inflación subyacente anual continúa presentando persistencia, aunque a lo largo del tercer trimestre, en octubre y en la primera quincena de noviembre, exhibió cierto descenso.

En efecto, mientras que en el segundo trimestre de 2019 la inflación subyacente anual promedio fue 3.83%, en el tercer trimestre registró 3.78%. Al respecto, destacó que las tasas de variación anual de los precios tanto de las mercancías, como de los servicios, se mantuvieron relativamente estables entre los trimestres señalados. No obstante, desde

finales del tercer trimestre las tasas de crecimiento anual de los precios de las mercancías y de manera más notoria, las de los servicios, presentaron disminuciones, lo que contribuyó a que la inflación subyacente anual se ubicara en 3.66% en la primera quincena de noviembre.

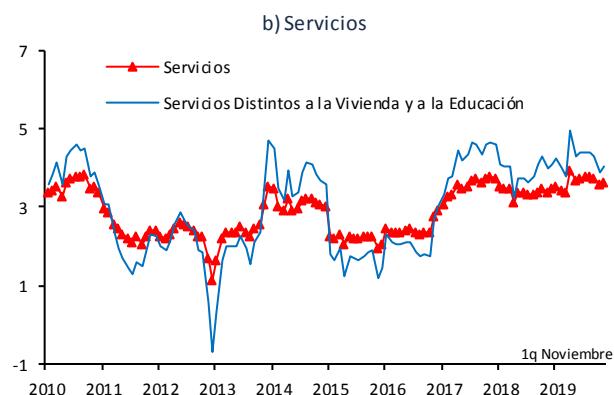
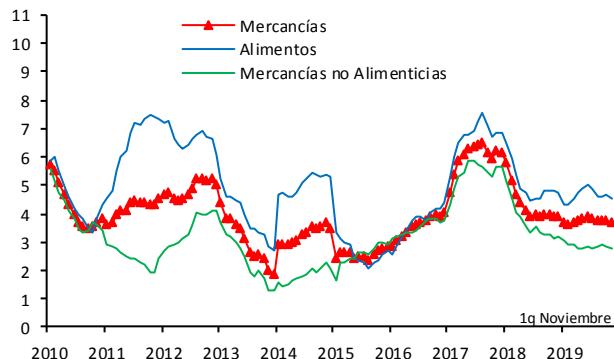
En particular, al interior del componente subyacente se observó lo siguiente:

- i. Entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, la variación anual promedio del subíndice de precios de las mercancías se mantuvo estable, al pasar de 3.83 a 3.79%, en tanto que en la primera quincena de noviembre se ubicó en 3.69% (Gráfica 64a). A su interior, las tasas de crecimiento anual de los precios del rubro de las mercancías alimenticias fueron 4.88 y 4.70% en los trimestres señalados, y 4.54% en la primera quincena de noviembre. En contraste, las tasas de variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias repuntaron a lo largo del trimestre de referencia al pasar de 2.79 a 2.84% entre el segundo y el tercero trimestre, ubicándose en 2.80% en la primera quincena de noviembre. Así, mientras que las mercancías alimenticias han mostrado niveles elevados de inflación, las no alimenticias han mostrado un comportamiento más favorable. En el Recuadro 5 se muestra que este comportamiento pudiera estar reflejando que en el consumo de mercancías no alimenticias las importaciones son más preponderantes que en las mercancías alimenticias, al tiempo que la mayor exposición a importaciones está correlacionada con menores niveles de inflación.

- ii. La variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios también se mantuvo estable entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, registrando niveles de 3.80 y 3.77%, respectivamente, y posteriormente se redujo a 3.62% en la primera quincena de noviembre. En particular, destacaron las menores tasas de crecimiento anual que presentaron los precios del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, las cuales pasaron de un promedio 4.56 a 4.36% en los trimestres señalados, situándose en 4.05% en la primera quincena de noviembre (Gráfica 64b). Lo anterior se asocia, en parte, a menores tasas de variación anual en los precios de los servicios turísticos (Gráfica 65), por lo que la

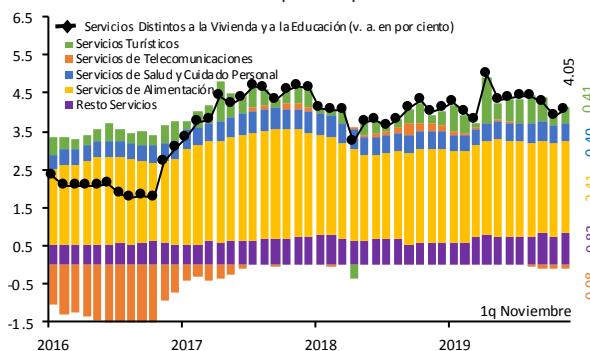
disminución en las variaciones aún no es un comportamiento generalizado, y todavía persisten algunos servicios con variaciones anuales en sus precios mayores a 5%.

Gráfica 64
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías



Fuente: Banco de México e INEGI.

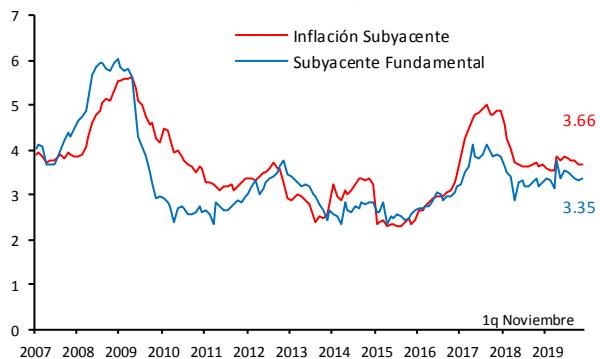
Gráfica 65
Servicios Distintos a la Vivienda y Educación
Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta se ha venido ubicando por debajo de los niveles de la inflación subyacente observada, pasando de una tasa de variación anual promedio de 3.56% en el segundo trimestre de 2019 a una de 3.43% en el tercero. En la primera quincena de noviembre la inflación subyacente fundamental fue 3.35% (Gráfica 66). Así, la mayor holgura en la economía parecería comenzar a verse reflejada en el comportamiento que muestra la inflación subyacente fundamental, al compararse con el de la inflación subyacente. Finalmente, es importante señalar que se actualizó la estimación de este indicador, el cual parece responder más a las condiciones de holgura de la economía.¹³

Gráfica 66
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

¹³ Para conocer el detalle metodológico del cálculo de la inflación subyacente fundamental, véase el Recuadro 5 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2017, “La Inflación Subyacente Fundamental”. La

actualización de la estimación se realizó utilizando información del periodo de enero 2007 a octubre 2019.

Recuadro 5. El Rol de las Importaciones en la Evolución de la Inflación de Mercancías

1. Introducción

Desde mediados de 2018 se ha acentuado la diferencia en el comportamiento de la inflación de las mercancías alimenticias y no alimenticias, destacando que estas últimas han presentado niveles de inflación por debajo de 3%, en tanto que las primeras permanecen en niveles elevados. En este Recuadro se muestra evidencia que sugiere que las mercancías más expuestas a las importaciones provenientes de China han venido presentando inflaciones anuales particularmente bajas o incluso negativas, lo que parecería haber contribuido a la baja inflación de las mercancías no alimenticias. Eso no necesariamente implica que la razón por la cual estas presentan menores inflaciones sea que provienen de China, pues bien puede ser simplemente que resulte que aquellos bienes que mayoritariamente se importan de China, por sus características, presentan una menor inflación a nivel internacional.

En efecto, en este Recuadro se explora si la baja inflación de las mercancías más expuestas a las importaciones provenientes de China se debe justamente a que vienen de China o al tipo de bien que ese país exporta. Los hallazgos sugieren que la dinámica de los precios descrita se deriva de las características intrínsecas de los bienes que México importa de China, y no del hecho de que provienen de ese país en sí. Una característica que parecería sobresalir de los bienes que están más expuestos a las importaciones provenientes de China es que tienden a ser productos en los que, en general, la fracción de importaciones dentro de su consumo es mayor, sugiriendo que tienden a tener un menor componente no comercializable. Así, en la medida en la que la inflación de los bienes importados continúe en niveles bajos, esta podría continuar contribuyendo a una evolución favorable de la inflación de las mercancías no alimenticias en México.

2. Exposición a las importaciones de las mercancías en la canasta del INPC

Se caracteriza a los distintos genéricos que componen la canasta de mercancías del INPC de acuerdo a una medida de exposición a las importaciones, la cual se aproxima con la proporción de las importaciones dentro del consumo apparente de cada bien.¹ La exposición a las importaciones provenientes del origen *o* para cada genérico *g* producido por la industria *i* está dada por:

$$\text{ExpM}_{g,t}^o = 100 * \frac{M_{i,t}^o}{M_{i,t}^{Tot} + VN_{i,t}} \quad (1)$$

donde $VN_{i,t}$ es el valor de las ventas en el mercado nacional de productos producidos en México por la industria *i* en el año *t* de acuerdo a la Encuesta Anual de la Industria Manufacturera (EAIM); $M_{i,t}^{Tot}$ son las importaciones mexicanas totales (en pesos) de la industria *i* en el año *t* de acuerdo a datos de la balanza comercial;² y $M_{i,t}^o$ son las importaciones mexicanas provenientes del origen *o* (en pesos) de productos de la industria *i* en el año *t* de acuerdo a datos de la balanza comercial.³ La medida de exposición a las importaciones se calcula para cada genérico en la canasta de mercancías vigente en 2019, así como para tres orígenes: Estados Unidos, China, y el resto del mundo. De forma equivalente, se calcula la exposición a las importaciones totales de cada genérico sustituyendo a $M_{i,t}^{Tot}$ en el numerador y lo mismo procede para obtener la exposición a la producción nacional, que consiste en el valor de $VN_{i,t}$ como proporción del consumo apparente.

Fijando las medidas de exposición en su nivel de 2017, se construye una canasta de mercancías intensivas en importaciones provenientes de Estados Unidos seleccionando aquellas cuya exposición a las importaciones totales fue mayor a 50% (definida de acuerdo a la ecuación 1) y cuyas importaciones provenientes de Estados Unidos como proporción de las importaciones totales también fue mayor de 50%. De forma equivalente se construye la canasta de mercancías intensivas en importaciones provenientes de China. En la Gráfica 1, se observa que esta última canasta ha tenido niveles de inflación sustancialmente inferiores a la primera, e incluso en algunos episodios, destacando los años más recientes, inferiores a cero. Más allá del diferencial en los niveles de inflación, también llama la atención que ambas series muestran una tendencia decreciente a partir de 2018.

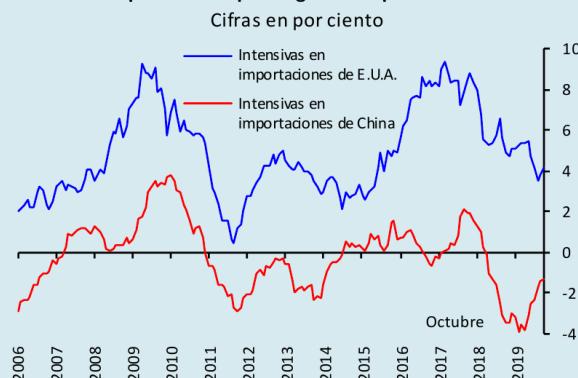
¹ El consumo apparente se define como la producción nacional más importaciones menos exportaciones. Por disponibilidad de datos en este ejercicio el valor de la producción nacional neto de exportaciones se aproxima con los datos de ventas en el mercado nacional de establecimientos que producen en México de acuerdo a la Encuesta Anual de la Industria Manufacturera (EAIM). El análisis de este recuadro excluye a las mercancías clasificadas en un sector distinto al manufacturero. Se excluye también a los genéricos manufactureros clasificados en clases industriales que no reportan producción en la EAIM. Con estas restricciones, los genéricos incluidos en el análisis representan el 94% de la canasta total de mercancías del INPC. Para facilitar la interpretación de los resultados, se ajusta el ponderador de la canasta de mercancías de forma tal que la suma de los ponderadores de todas las

mercancías clasificadas dentro del sector manufacturero incluidas en el análisis sume uno.

² Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

³ Para construir esta medida se identifica a qué clase de actividad (SCIAN 6 dígitos) pertenece cada genérico de la canasta de mercancías en el INPC. A los genéricos clasificados en clases de actividad que no reportan producción en la EAIM, se les asignó el valor de la medida de exposición de la subrama de actividad correspondiente (SCIAN a 5 dígitos).

Gráfica 1
Variación anual del INPC de mercancías intensivas en importaciones por origen de importaciones

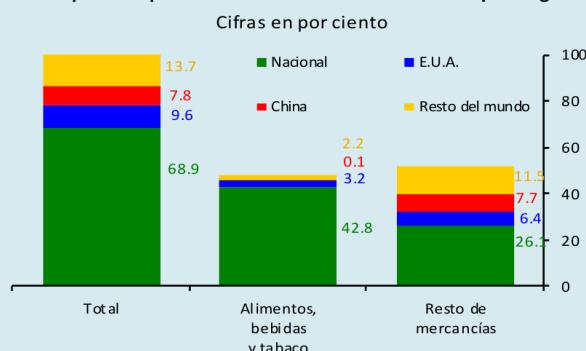


Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

Al analizar la composición de las mercancías por el origen desde donde provienen los bienes, se observa que son las mercancías no alimenticias las que concentran la exposición a las importaciones de China, a diferencia de las alimenticias que prácticamente en su totalidad se componen de bienes de origen nacional, si bien dentro de las pocas importaciones de estos bienes tiende a dominar Estados Unidos como país de origen (Gráfica 2).⁴ Así, la baja inflación de los bienes más expuestos a las importaciones provenientes de China parecería estar contribuyendo al nivel bajo de inflación de las mercancías no alimenticias.

Gráfica 2

Composición ponderada de las mercancías del INPC por origen



Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

3. Exposición a las importaciones provenientes de China

Es posible que una de las características de los bienes que se importan de China que está contribuyendo a su baja inflación es su grado de comerciabilidad. En efecto, si se clasifica a las mercancías del INPC en cuartiles dependiendo del grado de exposición total a las importaciones como se definió en la Sección anterior, se puede observar que el cuartil más expuesto es el que muestra una mayor concentración de importaciones provenientes de China (Gráfica 3).

Es posible que adicional al grado de comerciabilidad de los bienes haya otras características propias de las industrias en las que China se ha especializado que podrían estar contribuyendo a que los bienes con mayor exposición a las importaciones provenientes de ese país tengan bajos niveles de inflación. La Gráfica 4 muestra que los genéricos de la canasta de mercancías que provienen principalmente de China están concentrados en ciertas industrias: computación y electrónicos, prendas de vestir, cuero y piel y otras manufacturas. Así, la menor inflación podría también estar relacionada con mayores niveles de competencia, o con avances tecnológicos y ganancias en productividad más acelerados a nivel global en estas industrias.

Gráfica 3
Composición ponderada por origen de las mercancías del INPC acuerdo al cuartil de exposición a importaciones

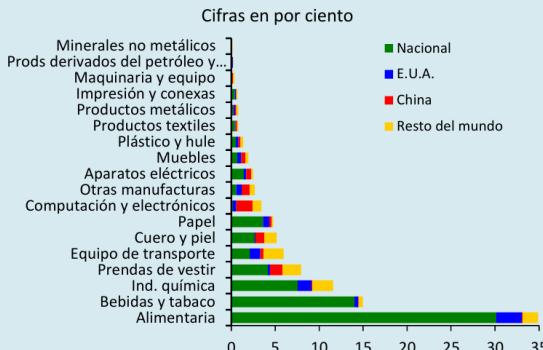


Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

⁴ La medida de exposición a las importaciones mostrada en la Gráfica 2 se define para 2017 ya que es el año más reciente para el que se cuenta con información sobre ventas en el mercado nacional de la EAÍM; los ponderadores corresponden a los ponderadores de la canasta vigente en 2019 ajustados según se indica en la nota 1. La composición ponderada por origen se calcula como la suma ponderada de la exposición de cada genérico a cada origen, donde el ponderador corresponde al de dicho genérico en la canasta de mercancías del INPC en 2019. Dado que la suma de

la exposición a las importaciones de todos los orígenes más la exposición a la producción nacional suman 100 para cada genérico y los ponderadores del INPC de mercancías suman uno, la composición ponderada del total de mercancías en el INPC suma 100. Así, la composición ponderada por origen puede interpretarse como la fracción de mercancías de cada canasta que proviene de cada origen. Las mismas consideraciones aplican a las Gráficas 3 y 4.

Gráfica 4
**Composición ponderada de las mercancías por origen de acuerdo a
 subsector industrial del INPC**



Fuente: Estimaciones propias según se describe en la Sección 2 de este Recuadro.

4. Modelo de inflación y exposición a importaciones

Para evaluar si los niveles más bajos de inflación de las mercancías más expuestas a las importaciones provenientes de China se deben al origen de los productos o al tipo de bien que es importado de ese país, se estima la siguiente ecuación con la inflación promedio anual de cada genérico en la canasta de mercancías como variable dependiente:

$$\begin{aligned} \pi_{g,t} = & \alpha + \beta \cdot \text{ExpM}_{gt}^{tot} + \gamma_{China} \cdot \text{PartM}_{g,t}^{China} \\ & + \gamma_{E.U.A.} \cdot \text{PartM}_{g,t}^{E.U.A.} + \theta_t \cdot \Delta t c_t \\ & + \theta_i \pi_t + \theta_e energ_t + \theta_c Cetes_{t-1} \\ & + \theta_h holgura_{t-1} + \lambda_g + \epsilon_{gt} \quad (2) \end{aligned}$$

Donde:

- ExpM_{gt}^{tot} es la medida de exposición del genérico g a las importaciones totales en el año t definida en la Sección 2.
- $\text{PartM}_{g,t}^o$ es la participación de las importaciones provenientes del origen o en las importaciones totales en el año t para el genérico g . Esta participación se define como $\text{PartM}_{g,t}^o = \frac{M_{i,t}^o}{M_{i,t}^{tot}}$ para cada genérico g producido por la industria i . En este ejercicio $o \in \{E.U.A., China\}$.
- $\pi_{g,t}$ es la inflación anual promedio del genérico g en el año t (en puntos porcentuales).
- $\Delta t c_t$ es la depreciación anual promedio del tipo de cambio peso-dólar en el año t respecto a $t-1$ (en puntos porcentuales).

- π_t es la inflación general anual promedio en el año t (en puntos porcentuales).
- $energ_t$ es el precio internacional promedio de los energéticos del año t .
- $holgura_t$ es la brecha del IGAE promedio en el año t .
- $Cetes_t$ es el nivel promedio de los Cetes en el año t .
- λ_g son efectos fijos de genérico.

Para la estimación se utiliza un panel balanceado de datos anuales de genéricos de la canasta del INPC de mercancías para el periodo 2003-2017.⁵ Así, la inflación anual promedio de cada genérico g , la exposición a las importaciones totales y la participación de las importaciones de China o de Estados Unidos en las importaciones totales varían entre genéricos cada año y para cada genérico en el tiempo. El resto de las variables son comunes entre genéricos, pero varían en el tiempo. Para controlar por factores en el tiempo que incidieron de forma generalizada en la inflación se incluyen la inflación general anual promedio y la depreciación anual promedio como variables de control. En el mismo sentido, se incluyen controles de los precios internacionales de los energéticos, el nivel de los Cetes y la brecha del IGAE.⁶

Al incluir como variable independiente la medida de exposición total a las importaciones se está controlando por el grado de comerciabilidad de cada bien, y efectivamente mayor comerciabilidad se correlaciona con menor inflación como se puede observar en la Columna 1 de la Tabla 1. Se controla también por la participación de Estados Unidos en las importaciones, que es el principal socio de donde se originan las importaciones mexicanas. En la Columna 1 de la Tabla 1 también se puede apreciar que el coeficiente de $\text{PartM}_{g,t}^{China}$ es negativo y estadísticamente significativo, sugiriendo que incluso después de controlar por el grado de comerciabilidad existen características ya sea del país de origen o del tipo de bien que derivan en una menor inflación. En la Columna 2 se incluyen efectos fijos de genérico, que controlan por todas las características de la inflación de los bienes que no cambian en el tiempo, como podría ser la tendencia de largo plazo en los precios relativos de los distintos bienes. Se puede observar que en este caso el coeficiente de la variable $\text{PartM}_{g,t}^{China}$ no es estadísticamente diferente de cero. Así, los resultados indican que la baja inflación de los bienes expuestos a las importaciones que provienen de China se debe al comportamiento de largo plazo de los precios internacionales de los bienes que se importan de China, y no al hecho de que dichos bienes son precisamente importados de dicho país. Podría argumentarse que la canasta de bienes en los que China ha venido ganando ventaja comparativa pudiera estar

⁵ El panel termina en 2017 debido a la disponibilidad de datos de la EAIM. Se incluyen las mercancías de la canasta de 2019 que han sido parte de la canasta del INPC desde 2003 y que forman parte del análisis de acuerdo a la nota 1.

⁶ En este ejercicio se utilizó la brecha del IGAE como medida de holgura en lugar de los indicadores de holgura publicados por el Banco de México, toda vez que estos últimos solo están disponibles a partir de 2007 y la muestra para las estimaciones aquí presentadas comprende de 2003 a 2017.

relacionada con características intrínsecas a ese país. En particular, China se ha especializado en ciertos bienes intensivos en los factores y tecnología disponibles con abundancia en ese país, y además su mayor presencia en esos mercados podría haber influido en los precios internacionales de dichos bienes. No obstante, los resultados indican que, dados los precios internacionales de los bienes que México importa, lo relevante para la dinámica de la inflación de las distintas mercancías es el grado de competencia ejercida por el exterior en general, y no el país de origen en particular.

Tabla 1
Modelo de inflación y exposición a importaciones

Variable dependiente: inflación anual promedio por genérico

	(1)	(2)
$ExpM_{gt}^{Tot}$	-0.0090** (0.0040)	0.0167 (0.0107)
$Part_{gt}^{China}$	-0.0348*** (0.0051)	0.0154 (0.0164)
$PartM_{gt}^{E.U.A.}$	0.0099** (0.0040)	-0.0541** (0.0255)
Efectos fijos genérico	x	✓
Controles adicionales	✓	✓

El modelo se estima por mínimos cuadrados ordinarios, utilizando un panel balanceado de datos anuales de genéricos de la canasta del INPC de mercancías. Controles adicionales incluidos en ambas columnas: inflación general, depreciación anual promedio peso-dólar, precio internacional de energéticos, brecha IGAE, Cetes. Los errores estándar robustos se reportan en paréntesis. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

5. Consideraciones Finales

La mayor exposición a las importaciones parecería estar contribuyendo a generar presiones a la baja en la inflación de mercancías de México. En particular, la exposición a las importaciones en el tipo de bienes que China exporta ha contribuido en los últimos años a disminuir la inflación de las mercancías no alimenticias. En este sentido, es deseable mantener o incluso incrementar la apertura comercial del país, ya que además de ampliar la variedad de productos en el mercado, de fomentar el intercambio tecnológico y de aumentar la innovación y productividad, parecería estar contribuyendo a reducir las presiones sobre la inflación en nuestro país.

3.1.2. La Inflación No Subyacente

Entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 la inflación no subyacente anual presentó una disminución importante, al pasar de un promedio de 5.35 a 1.87%, mientras que en la primera quincena de noviembre se situó en 1.45%. Dicho comportamiento obedece a las menores variaciones anuales que se han registrado en los precios de los energéticos, si bien las de los productos agropecuarios también han disminuido, aunque en menor magnitud.

- i. Entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, las tasas de variación anual del subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno pasaron de un promedio de 5.11 a 0.33%. En particular, el rubro de los energéticos exhibió una importante disminución en sus tasas de crecimiento anual promedio en los trimestres referidos, al pasar de 5.86 a -1.31%, ubicándose en -2.17% en la primera quincena de noviembre. Al respecto, destacaron las bajas tasas de variación anual en los precios del gas L.P y de las gasolinas

(Gráfica 67), las cuales contribuyeron a reducir las incidencias de estos combustibles (Gráfica 68).

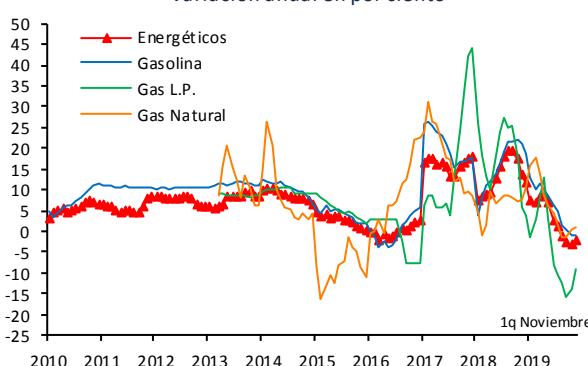
- En lo que respecta a las gasolinas, las variaciones anuales promedio de sus precios fueron 8.30 y 2.18% en el segundo y el tercer trimestre de 2019 respectivamente, lo que contribuyó a una disminución de 38 puntos base en la inflación anual entre dichos períodos. La variación anual de los precios de este combustible siguió disminuyendo, registrando -1.17% en la primera quincena de noviembre. Este comportamiento ha reflejado la política implementada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de no permitir que sus precios aumenten en términos reales por encima de su nivel del 30 de noviembre de 2018.
- En el caso de los precios del gas L.P., sus variaciones anuales pasaron de un promedio de 2.27% en el segundo trimestre a -12.86% en el tercero, lo cual significó una reducción de 33 puntos base en la inflación anual del tercer trimestre respecto al trimestre previo. En

octubre la variación anual del gas L.P. fue -13.80%. No obstante, las reducciones observadas en el precio de este combustible han sido menores a las que las referencias internacionales expresadas en pesos sugerirían. En consecuencia, el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto a su precio de venta de primera mano aún se mantiene en niveles elevados (Gráfica 69). En la primera quincena de noviembre, la variación anual del precio del gas L.P. se ubicó en -9.34%.

- Por su parte, el precio del gas natural pasó de una variación anual promedio de 6.59 a -0.39% entre el segundo y el tercer trimestre de 2019, situándose en 0.93% en la primera quincena de noviembre. Los precios de este energético reflejan mayoritariamente la evolución de su referencia internacional.
- En lo referente a las tarifas de electricidad, cabe señalar que las variaciones de las tarifas de servicio doméstico de alto consumo (DAC) se determinan en función de la dinámica de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. De esta forma, en julio, agosto y septiembre de 2019 las tarifas DAC registraron variaciones mensuales de -2.7, 0.1 y -4.1%, respectivamente, mientras que en octubre y en noviembre dicha variación fue 1.5 y 1.1%. Por su parte, las tarifas eléctricas ordinarias continuaron ajustándose de tal forma que a lo largo de 2019 se repartió la variación anual de 4.72% que presentó el INPC en noviembre de 2018.

Gráfica 67

Índices de Precios de Energéticos Seleccionados Variación anual en por ciento

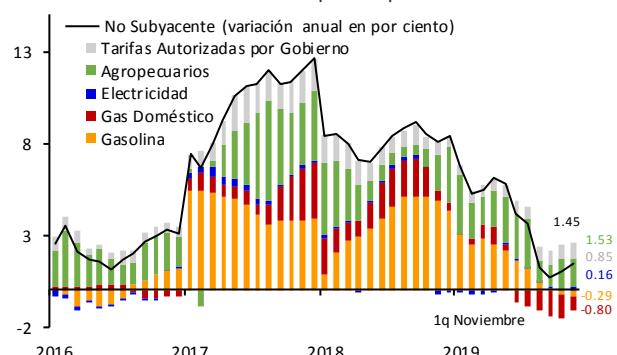


Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 68

Índices de Precios No Subyacente

Incidencias anuales en puntos porcentuales^{1/}

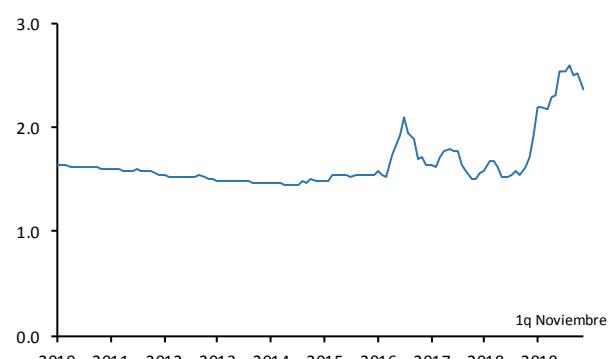


^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

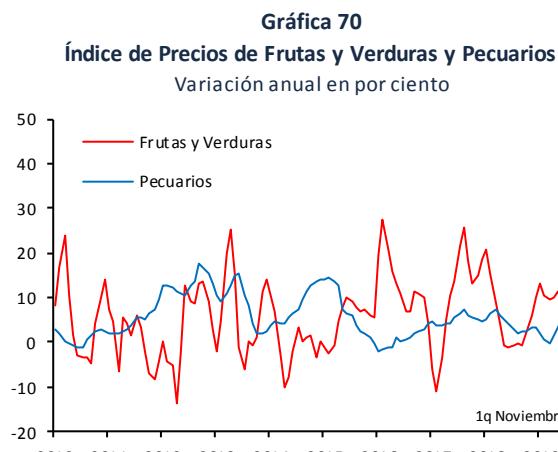
Gráfica 69

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

- ii. El subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó de una variación anual promedio de 5.69 a 4.02% entre el segundo y el tercero trimestre de 2019, situándose en 3.76% en la primera quincena de noviembre (Gráfica 70). A su interior, la tasa de variación anual de los precios del rubro de las frutas y verduras se redujo de un promedio de 10.26 a 1.80% en la misma comparación trimestral, en tanto que se ubicó en 1.69% en la primera quincena de noviembre. Los precios de los productos pecuarios, por su parte, pasaron de una tasa de variación anual promedio de 3.18 a 5.90% en dichos trimestres, y a 5.51% en la primera quincena de noviembre.



Fuente: Banco de México e INEGI.

- iii. A su vez, entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 las variaciones anuales promedio de los precios del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno pasaron de 3.63 a 4.23%, ubicándose en 5.12% en la primera quincena de noviembre. En lo anterior destacaron las mayores variaciones anuales en las tarifas relacionadas con el transporte, especialmente en autobús urbano, taxi y colectivo. La ciudad que tuvo la mayor incidencia en el incremento de precios en colectivo en el periodo de análisis fue Puebla, mientras que en el caso de taxi fue Cancún.

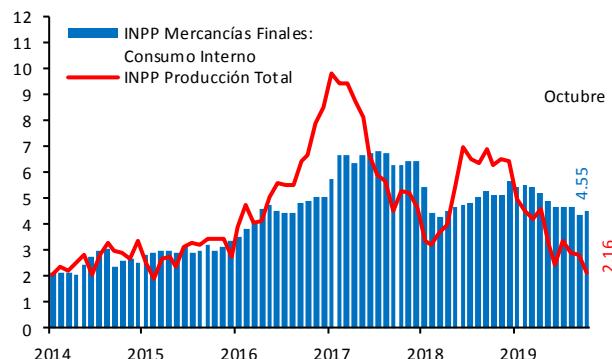
3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se redujo de 3.42% en el segundo trimestre de 2019 a 3.02% en el tercero, ubicándose en 2.16% en octubre. Al interior de este indicador, la tasa de variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales

disminuyó entre los trimestres mencionados de 3.63 a 3.55%, alcanzando 3.01% en octubre. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su tasa de variación anual promedio aumentó de 1.90 a 3.64% en los trimestres referidos, situándose en 3.41% en octubre. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró una baja en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 2.96 a 1.73% durante el mismo periodo, y ubicándose en 0.05% en octubre.

El subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno, que es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente del INPC, disminuyó su tasa de crecimiento anual entre los trimestres mencionados, al pasar de 4.92 a 4.56%, al tiempo que en octubre se ubicó en 4.55% (Gráfica 71).

Gráfica 71
Índice Nacional de Precios Productor^{1/}
 Variación anual en por ciento



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

Fuente: Banco de México.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Así, se promueve la convergencia ordenada y sostenida de la inflación hacia su meta y se fortalece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos. Con ello, el Banco de México busca cumplir con su mandato constitucional de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional (Ver Recuadro 6).

Respecto a las decisiones de política monetaria, en cada una de sus reuniones de agosto, septiembre y noviembre, la Junta de Gobierno redujo en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En su reunión de agosto, la Junta destacó que el estancamiento que la actividad económica había estado mostrando en los trimestres previos se había acentuado como reflejo de una mayor debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada. Como consecuencia, las condiciones de holgura en la economía se habían relajado más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo. Posteriormente, en su reunión de septiembre, consideró que las condiciones de holgura en la economía observadas a inicios del tercer trimestre del año continuaban en niveles similares a los anteriores, manteniéndose así la amplitud de la brecha del producto en terreno

negativo. Finalmente, en la reunión de noviembre, destacó que se ha mantenido el estancamiento de la actividad económica que se ha venido observando por varios trimestres, lo que implica la ampliación de las condiciones de holgura de la economía a un ritmo mayor al previsto. En todas estas reuniones señaló que se mantiene la incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto a la trayectoria esperada. En este contexto, tomando en cuenta que los menores niveles que registra la inflación general, así como la mayor amplitud de las condiciones de holgura en la economía y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas permiten reducir la tasa de referencia, la Junta de Gobierno decidió por mayoría disminuir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en cada una de las decisiones referidas, para alcanzar un nivel de 7.50% (Gráfica 72).

Gráfica 72
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e



^{1/} Hasta el 20 de Enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1día. El último dato de inflación corresponde a octubre 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 6. Importancia de la Autonomía del Banco Central y del Mandato de Estabilidad de Precios

1. Introducción

En 1994 entró en vigor la Reforma Constitucional que otorgó autonomía al Banco de México y estableció como su objetivo prioritario la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. En el 25 aniversario de esta Reforma, este Recuadro expone su importancia para la economía mexicana. En particular, se describen los avances que se han logrado en materia de estabilidad de precios, lo que se ha traducido en beneficios para la sociedad.

2. Importancia de la Autonomía y del Mandato de Estabilidad de Precios

Durante el siglo XX, diversos países padecieron episodios de elevada inflación, los cuales frecuentemente estuvieron asociados con la adopción de políticas macroeconómicas insostenibles, tanto monetarias como fiscales.

En particular, durante los años sesentas y setentas, se consideraba que había una relación inversa entre desempleo e inflación que podía aprovecharse para impulsar de manera permanente la actividad económica mediante expansiones monetarias. No obstante, la implementación sistemática de políticas monetarias expansivas en el mejor de los casos solamente tuvo efectos transitorios sobre la actividad económica y el empleo. En última instancia, dichas políticas condujeron a una mayor inflación sin un efecto favorable y duradero sobre el crecimiento económico, y en los casos en los que la inflación alcanzó niveles muy elevados se presentaron contracciones económicas.

Por su parte, el fenómeno de dominancia fiscal, donde la política monetaria se subordina a las necesidades fiscales del gobierno, también fue común, principalmente en economías con un menor grado de desarrollo. En particular, los gobiernos de diversos países intentaron impulsar la actividad económica mediante políticas fiscales expansivas e insostenibles. Ante el aumento en los déficits fiscales y en los niveles de deuda pública y en un contexto en el que no contaban con autonomía, los bancos centrales se vieron obligados a adoptar políticas monetarias expansivas para cubrir las necesidades de financiamiento de los gobiernos en cuestión.

En muchos casos, lo anterior condujo a períodos de elevada inflación; algunos países incluso padecieron episodios de hiperinflación, que redujeron gravemente el bienestar de la sociedad. Ello contribuyó a la formación de un consenso entre académicos y responsables de política pública sobre la necesidad de modificar el marco institucional de los bancos centrales, garantizándoles independencia de las necesidades fiscales de los gobiernos y del ciclo político. De esta manera, las autoridades monetarias podrían enfocarse en un objetivo de

largo plazo, como la creación de un entorno de estabilidad de precios.

En el caso de México, como una respuesta a la significativa erosión del poder adquisitivo del dinero y la pérdida de bienestar social asociados con inflaciones elevadas, que incluso alcanzaron tres dígitos durante la década de 1980, había una demanda de la población por la creación de un entorno de inflación baja y estable. Resultaba clara la necesidad de separar de manera definitiva la función de crear dinero, de otras tareas del Estado en las que se enfrentan continuas demandas para aumentar el gasto público. Lo anterior considerando que es de suma importancia que la autoridad monetaria haga un uso responsable de la facultad de emitir dinero fiduciario y que la cantidad que ponga en circulación sea congruente con la estabilidad de precios.

Por ello, se planteó cambiar la naturaleza jurídica del Banco de México. Así, la reforma al Artículo 28 de la Constitución aprobada en 1993 por el Congreso de la Unión y que entró en vigor en 1994, concedió al Banco de México autonomía y le asignó como mandato prioritario la estabilidad de precios "[...] *El Estado tendrá un banco central que será autónomo en el ejercicio de sus funciones y en su administración. Su objetivo prioritario será procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, fortaleciendo con ello la rectoría del desarrollo nacional que corresponde al Estado. Ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento.*" (DOF, 1993). A su vez, la Ley del Banco de México establece que también serán finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento del sistema de pagos.

Ante los períodos inflacionarios que había padecido la sociedad mexicana, la importancia de esta reforma se sustentó, precisamente, en la necesidad de evitar los costos económicos y sociales asociados con episodios de inflación alta y volátil. Como se mencionó en el Programa Monetario para 2019,¹ entre los principales costos de la inflación, figuran los siguientes:

- i) La inflación deteriora el poder adquisitivo de la moneda, afectando en mayor medida a los segmentos de la población de menores ingresos;
- ii) la inflación tiende a generar una asignación ineficiente de recursos en la economía;
- iii) la inflación dificulta la planeación de largo plazo de los agentes económicos;
- iv) la inflación puede propiciar un proceso de desintermediación financiera;

¹ El Programa Monetario para 2019 se puede consultar en: www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/programas-de-politica-monetaria.

- v) una mayor inflación conlleva un entorno de mayor incertidumbre, lo cual aumenta el costo real del crédito en la economía; y,
- vi) un entorno de alta inflación puede afectar a la estabilidad del sistema financiero.

Es pertinente subrayar que inflaciones altas tienden a coincidir con períodos de bajo crecimiento económico. Ello se debe a que los costos y las distorsiones asociados con la inflación aumentan cuando esta se eleva y pueden llegar a tener un efecto importante sobre las actividades productivas. Asimismo, dichos costos son menores cuando la inflación es baja, por lo que puede concluirse que procurar la estabilidad de precios es un objetivo que contribuye a crear un ambiente propicio para promover la creación de empleos, el crecimiento de los salarios reales y, en última instancia, un mayor bienestar de la sociedad.

Considerando lo anterior, puede argumentarse que la mayor contribución que un banco central puede hacer para promover un mejor nivel de vida para la población consiste precisamente en alcanzar y mantener un entorno de inflación baja y estable. No obstante, aunque la estabilidad de precios es necesaria para el desarrollo de la economía, por sí sola no es suficiente. Para generar un crecimiento económico elevado y sostenido también se requiere de finanzas públicas sanas, un sistema financiero sólido, así como de un marco institucional que conduzca a una estructura de incentivos que promueva mejoras en la productividad, y la acumulación de capital tanto físico como humano.²

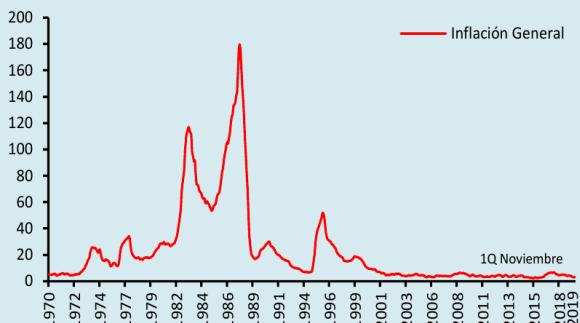
3. Avances en Materia de Estabilidad de Precios

La autonomía del Banco Central y el mandato de estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional han sido piezas clave detrás de los avances que se han logrado para crear un ambiente de inflación baja y estable en México. La inflación general anual ha disminuido a cifras de un dígito desde los elevados niveles que registró durante las décadas de los setentas, ochentas y noventas, cuando llegó a exhibir cifras de dos e incluso tres dígitos (Gráfica 1).

El entorno de menor inflación ha conducido a cambios estructurales que han propiciado un funcionamiento más eficiente del sistema de precios de la economía.

En primer lugar, la inflación ha pasado de ser un proceso altamente volátil a uno más estable como lo sugieren los hallazgos de Chiquiar, Noriega y Ramos-Francia (2007), quienes estiman que a principios de 2001 la inflación pasó de ser un proceso no estacionario a uno estacionario. De ello puede concluirse que la inflación en México es menos persistente y volátil que en el pasado.

Gráfica 1
Inflación General
Por ciento

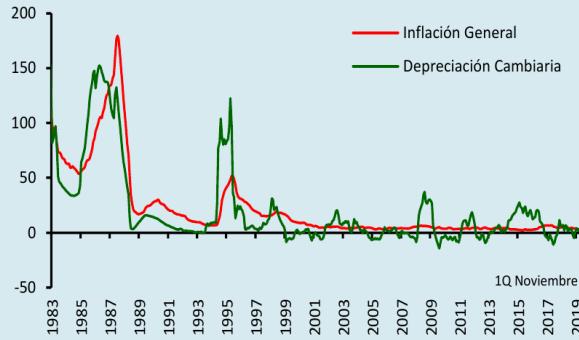


Fuente: Banco de México e INEGI.

Adicionalmente, las expectativas de inflación de los agentes económicos se han ido consolidando en niveles consistentes con un ambiente de inflación baja y estable. Aguilar *et al.* (2014) argumentan que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se han vuelto menos sensibles a choques de oferta, por lo que estas han mostrado mayor estabilidad en niveles cercanos a la meta de inflación del Banco Central. Esto sugiere un fortalecimiento de la credibilidad del compromiso del Banco de México con la estabilidad de precios.

Asimismo, se ha registrado una importante reducción del traspaso de fluctuaciones en el tipo de cambio a los precios. En el periodo anterior al año 2000, depreciaciones significativas de la cotización del peso mexicano respecto al dólar solían estar acompañadas de aumentos importantes de la inflación, mientras que actualmente se registra un menor grado de asociación entre ambas variables (Gráfica 2). En línea con lo anterior, diversos estudios han documentado que el traspaso de movimientos cambiarios a los precios en México se ubica en niveles bajos desde 2001 (Ver Kochen y Sámano (2016); Angeles *et al.* (2019) y Jaramillo *et al.* (2019)).

Gráfica 2
Inflación General y Tasa de Depreciación Nominal
Variación porcentual anual



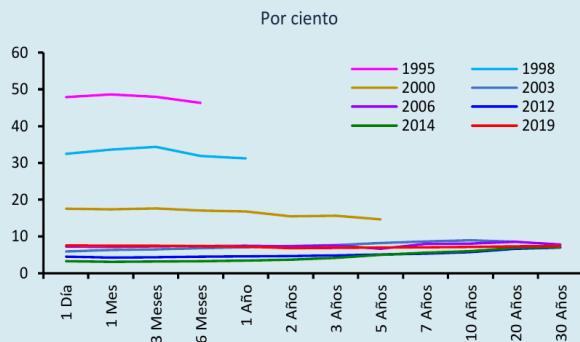
Fuente: Banco de México e INEGI.

² Ver Recuadro 5 “Política Monetaria y Actividad Económica” del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2018.

4. Beneficios de un Entorno de Inflación Baja y Estable

En general, el entorno de mayor estabilidad de precios que se ha descrito ha contribuido al desarrollo y profundización del sistema financiero mexicano. En particular, ha permitido el surgimiento de instrumentos financieros de mediano y largo plazo. Así, en 1995 los CETES (Certificados de la Tesorería de la Federación) a 6 meses, eran los instrumentos de deuda gubernamental denominados en moneda nacional, con el mayor horizonte de vencimiento, mientras que desde 2002 el Gobierno mexicano emite bonos nominales con plazos de vencimiento de hasta 30 años (Gráfica 3).

Gráfica 3
Curva de Rendimiento: Bonos del Gobierno^{1/}



1/ Se presenta el promedio anual excepto para 2019 que se muestran cifras del 26 de noviembre.

Fuente: Proveedor Integral de Precios.

Aunado a lo anterior, la importante reducción de la inflación a lo largo del tiempo ha conducido a un descenso tanto de las expectativas de inflación, como de la prima por riesgo inflacionario. Ello se ha reflejado en una disminución significativa de las tasas de interés y, por ende, en los costos de financiamiento en que incurren hogares, empresas y gobiernos al solicitar crédito (Gráfica 4). Como un ejemplo de lo anterior, destaca que actualmente los hogares en México acceden a créditos hipotecarios a tasa fija y con duración de hasta treinta años. Destaca que desde una perspectiva de mediano plazo, el costo de dichos créditos ha disminuido (Gráfica 5).

Gráfica 4
Tasa de Interés Cetes a 28 días: 1994-2019



Fuente: Banco de México

³ De acuerdo con CONEVAL la pobreza alimentaria aumentó de 21.2% en 1994 a 37.4% en 1996, mientras que durante la crisis financiera global

Para ilustrar los beneficios que el ambiente de inflación baja y estable ha tenido en los niveles de pobreza, se pueden comparar los efectos de la Crisis de 1995, con los de la crisis financiera global en 2008-2009. En ambos episodios se registró una importante contracción de la actividad económica y una significativa depreciación del peso mexicano. Sin embargo, debido a que el traspaso de fluctuaciones en el tipo de cambio a los precios fue más bajo durante el segundo episodio respecto del primero, el impacto sobre la inflación fue menor. Como resultado, el efecto en los niveles de pobreza fue menos severo durante la crisis financiera global de 2008-2009 que durante la crisis de 1995 (Gráfica 6).³

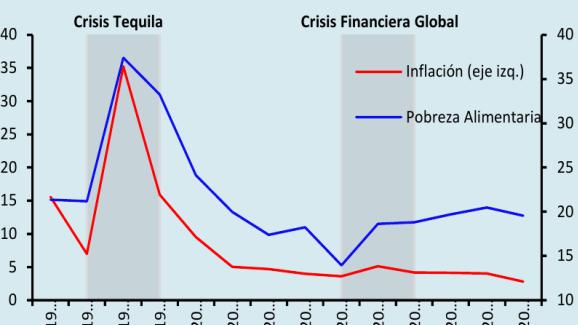
Gráfica 5
Costo Anual del Crédito Hipotecario en México^{1/}



1/ Indicador que resume el costo anual total del crédito. Comprende los costos por: tasa de interés, comisiones, bonificaciones, seguros obligatorios y gastos por otros servicios financieros. Incluye bancos y Sofoles.

Fuente: Banco de México

Gráfica 6
Porcentaje de Pobres^{1/} e Inflación



1/ Se refiere a la proporción de la población que tiene ingresos laborales por debajo de la línea de pobreza alimentaria.

Fuente: Coneval e INEGI

5. Transparencia y Rendición de Cuentas

Durante sus 25 años de autonomía el Banco de México ha reconocido que la transparencia y la rendición de cuentas son prácticas que van de la mano con esa condición. En particular,

aumentó de 14% en 2006 a 18.6% y 18.8% en 2008 y 2010, respectivamente.

son necesarias para consolidar la credibilidad de la institución y, en consecuencia, mejorar la eficacia de sus políticas. En este contexto, adoptó una política de comunicación con la finalidad de que los agentes económicos pudieran dar mejor seguimiento a las acciones del Banco Central. Adicionalmente la Ley del Banco de México contempla una puntual rendición de cuentas de la Institución con la sociedad mexicana a través del Congreso de la Unión.⁴

Actualmente, el Banco de México, aparte de las obligaciones que le marca la Ley, promueve una política activa de apertura informativa y de transparencia. De manera cotidiana esta institución pone a disposición del público abundante información cuantitativa en materia económica y financiera, así como trabajos de análisis. Igualmente, se informa sobre las razones de las decisiones de política monetaria (Minutas). Ello permite una mejor comprensión, seguimiento y evaluación de las acciones del Instituto Central. A lo largo de los últimos años se han adoptado medidas adicionales de transparencia y mejoras en la estrategia de comunicación.⁵ En particular, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció el 30 de abril de 2018 las siguientes modificaciones a su estrategia de comunicación: a) en las Minutas de las Decisiones de Política Monetaria se incluye la identidad de los votantes y en caso de disenso en la votación, se agrega una explicación de las razones; b) las transcripciones de las reuniones de la Junta de Gobierno en las que se toma la decisión de política monetaria se pondrán a disposición del público tres años después de la reunión correspondiente; c) el Comunicado de Prensa sobre el Anuncio de la Decisión de Política Monetaria, así como las Minutas correspondientes, se publican simultáneamente en español e inglés; y d) los discursos y las presentaciones públicas de los miembros de la Junta de Gobierno se ponen a disposición del público en la página web del Banco de México a más tardar dos días hábiles después del evento.

6. Consideraciones Finales

La experiencia de los últimos 25 años confirma la importancia que ha tenido la Reforma Constitucional que otorgó autonomía al Banco de México y que le asignó como mandato prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Dentro del marco institucional resultante de dicha Reforma, las acciones del Banco de México han contribuido a una reducción en el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación, así como a un anclaje de las expectativas de inflación en niveles cercanos a la meta. Asimismo, se ha observado una

reducción en el traspaso de fluctuaciones cambiarias a los precios de los bienes y servicios. Dichos avances en el abatimiento de la inflación se han traducido en diversos beneficios para la población, entre ellos han facilitado un mayor acceso de la población al crédito a un menor costo y a plazos más largos, así como mitigar los efectos adversos de la inflación sobre los ingresos y riqueza de los hogares mexicanos, particularmente aquellos con menores ingresos, evitando así una mayor pobreza y desigualdad. No obstante, es importante destacar que la estabilidad de precios es una condición necesaria, mas no suficiente para alcanzar un crecimiento económico más elevado de manera sostenida. Para esto último se requieren, en adición a una inflación baja y estable, medidas que promuevan la acumulación de capital físico y humano, así como una mayor productividad. En este sentido, la política monetaria no debe percibirse como un sustituto para reformas encaminadas a incrementar el crecimiento potencial de la economía.

En conclusión, la autonomía otorgada al Banco de México mediante la reforma que entró en vigor en 1994, le ha permitido lograr avances importantes en materia de control de la inflación, en entornos sumamente complejos. En cumplimiento de su mandato constitucional el Instituto Central continúa trabajando para consolidar plenamente un entorno de inflación baja y estable. Durante los últimos años, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno complejo, en el que la economía nacional ha enfrentado choques adversos y un alto nivel de incertidumbre. En un contexto como el descrito y ante la presencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación, se requiere de una política monetaria prudente y firme que adopte las medidas necesarias para procurar la convergencia ordenada y sostenida de la inflación y de sus expectativas hacia niveles consistentes con la meta de 3%, particularmente aquéllas de mediano y largo plazo.

Asimismo, es indispensable que el Banco de México continúe con los esfuerzos en comunicación que ha venido realizando, buscando llegar a un público más amplio, para fortalecer en mayor medida la confianza en el Instituto Central, destacando la importancia de la estabilidad de precios para el funcionamiento de la economía y, en última instancia, para el bienestar de la población.

⁴ El artículo 51 de la Ley del Banco de México establece que el Banco enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión y, en los recesos de este último, a su Comisión Permanente, lo siguiente: I. En enero de cada año, una exposición sobre la política monetaria a seguir por la Institución en el ejercicio respectivo, así como un informe sobre el presupuesto de gasto corriente e inversión física de la Institución, correspondiente a dicho ejercicio, y II. A más tardar cuarenta y cinco días hábiles después del cierre de cada trimestre, un informe sobre la inflación, la evolución económica y el comportamiento de los indicadores económicos del país en dicho trimestre, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre de que se trate y, en

⁵ Ver Recuadro 8 “Avances en la Estrategia de Comunicación, Transparencia y Rendición de Cuentas de Banco de México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2018.

7. Referencias

- Aguilar, A., G. Cuadra, C. Ramírez, y D. Sámano (2014). "Anclaje de las Expectativas de Inflación Ante Choques de Oferta Adversos". Banco de México, Documento de Investigación 2014-20.
- Angeles, D., J. Cortés, y D. Sámano (2019). "Evolución y Características del Traspaso del Tipo de Cambio a Precios en México". Banco de México, Documento de Investigación 2019-10.
- Banco de México (2019). Programa Monetario para 2019.
- Banco de México (2018). "Avances en la Estrategia de Comunicación, Transparencia y Rendición de Cuentas de Banco de México", Extracto del Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2018, Recuadro 8, Mayo 2018, Ciudad de México.
- Banco de México (2018). "Política Monetaria y Actividad Económica", Extracto del Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2018, Recuadro 5, Noviembre 2018, Ciudad de México.
- Chiquiar, D., A. E. Noriega, y M. Ramos-Francia (2007). "A Time Series Approach to Test a Change in Inflation Persistence: The Mexican Experience". Banco de México, Documento de Investigación 2007-01.
- Coneval. Evolución de las dimensiones de la pobreza 1990-2016.
- Diario Oficial de la Federación (1993). "Ley del Banco de México", Decreto por el que se modifica la Ley del Banco de México, Diciembre 1993, Cámara de Diputados, Ciudad de México.
- Jaramillo, J., L. Pech, C. Ramírez y D. Sánchez (2017). "Traspaso No Lineal del Tipo de Cambio a Precios". Banco de México, Documento de Investigación 2019-16.
- Kochen, F. y D. Sámano (2016). "Fijación de Precios y Traspaso del Tipo de Cambio en la Economía Mexicana Evidencia de los Micro Datos del INPC". Banco de México, Documento de Investigación 2016-13.

Adicionalmente, la Junta de Gobierno destacó que para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y que tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta de 3.0% en el plazo en el que opera la política monetaria. Tomando en cuenta las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real *ex ante* se ubica en un nivel cercano al 3.9% (Gráfica 73).

Gráfica 73

Tasa Real Ex Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo 1/



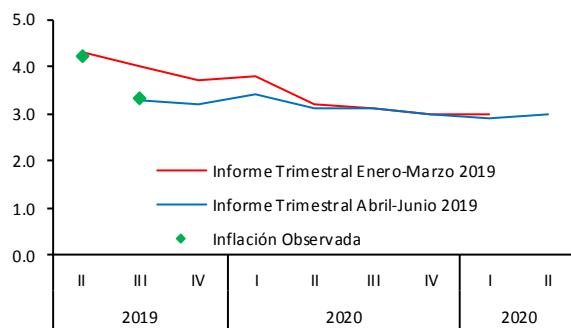
1/ La tasa real *ex ante* de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.8 y 3.4%.

Fuente: Banco de México.

Considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, en las acciones tomadas durante el periodo que se reporta influyeron: i) el desempeño de la inflación respecto a lo previsto; ii) la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos; iii) el comportamiento de los principales determinantes de la inflación; y iv) la evolución de la actualización de los pronósticos de inflación respecto a las trayectorias anunciadas.

En cuanto a la evolución de la inflación, tal como era previsto, entre el segundo y el tercer trimestre de 2019 la inflación general disminuyó. Lo anterior ha sido producto de disminuciones en las tasas de variación anual de los precios de los energéticos y de los agropecuarios, que se han traducido en una notoria trayectoria descendente de la inflación no subyacente. Asimismo, la inflación subyacente ha seguido ubicándose alrededor de las previsiones publicadas en el último Informe Trimestral (Gráficas 74 y 75).

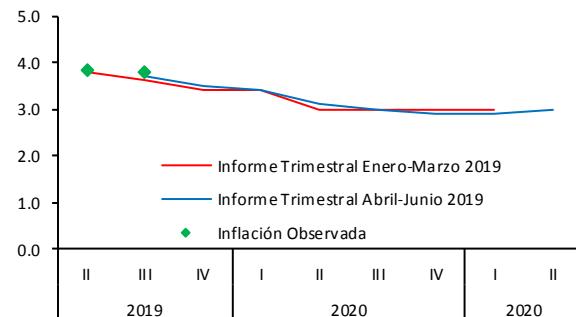
Gráfica 74
Pronósticos de Inflación General
Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 75
Pronósticos de la Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.

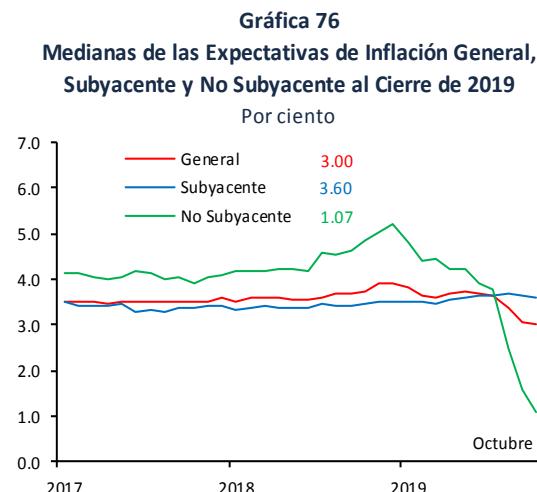
Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación con las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre analistas del sector privado, destaca que las de corto plazo han seguido a la información más reciente, mientras que las de mayor plazo han permanecido relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3.00%. En particular, la mediana para la inflación general al cierre de 2019 disminuyó de 3.70 a 3.00% entre junio y octubre, principalmente como resultado de la revisión a la baja en el componente no subyacente, cuya mediana registró una disminución de 3.91 a 1.07% en el mismo periodo. Por su parte, la mediana correspondiente a las expectativas de inflación subyacente se ajustó de 3.64 a 3.60% entre junio y octubre (Gráfica 76).¹⁴ Respecto de las expectativas de inflación al cierre de 2020, estas disminuyeron en el mismo periodo. En particular, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente se ajustaron de 3.60 a 3.50% y de 3.48 a 3.38%, respectivamente. Por su parte, aquellas correspondientes al componente no subyacente disminuyeron de 4.18 a 3.81%, si bien en julio la mediana se ubicó en 4.34% (Gráfica 77). En cuanto a las expectativas de mediano plazo (próximos 4 años), la mediana para la inflación general se mantuvo en 3.50%, mientras que para el componente subyacente permaneció alrededor de 3.46%. Con respecto a las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente de largo plazo

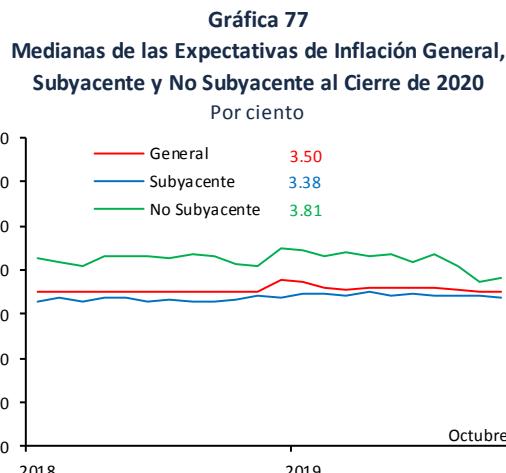
¹⁴ La mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex disminuyó de 3.77 a 3.00% entre las encuestas del 20 de junio de 2019 y la del 20 de noviembre de 2019.

Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex se ajustó de 3.63 a 3.54% entre las mismas encuestas.

(próximos 5 a 8 años), estas se mantuvieron estables en 3.50 y 3.40%, respectivamente (Gráfica 78).¹⁵

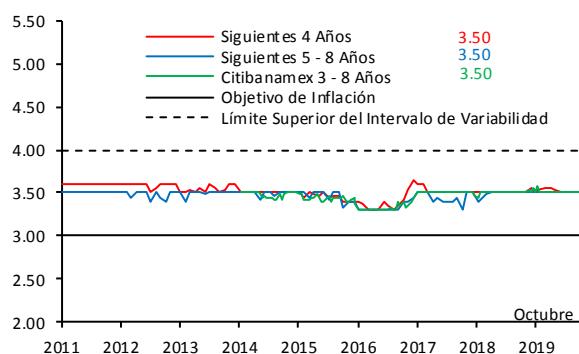


Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.



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

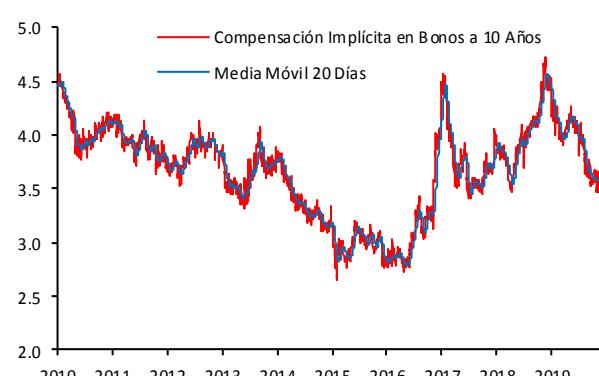
Gráfica 78
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
Por ciento



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

Por su parte, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo) registró una disminución entre junio y octubre de este año (Gráfica 79). En relación con sus componentes estimados, durante el mismo periodo, las expectativas de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) disminuyeron de 3.09 a 3.05%, mientras que la estimación de la prima por riesgo inflacionario se ajustó a la baja de 0.57 a 0.18% (Gráficas 80 y 81).¹⁶

Gráfica 79
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
Por ciento



Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

¹⁵ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación general de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 2 a 6 años), se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 20 de junio de 2019 y la del 20 de noviembre de 2019.

¹⁶ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro “Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario” en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

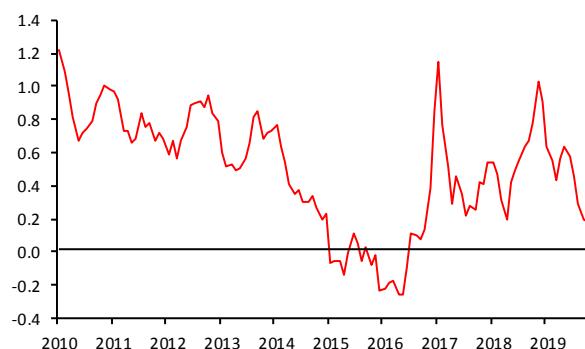
Gráfica 80
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}



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

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

Gráfica 81
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años^{1/}
Por ciento



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

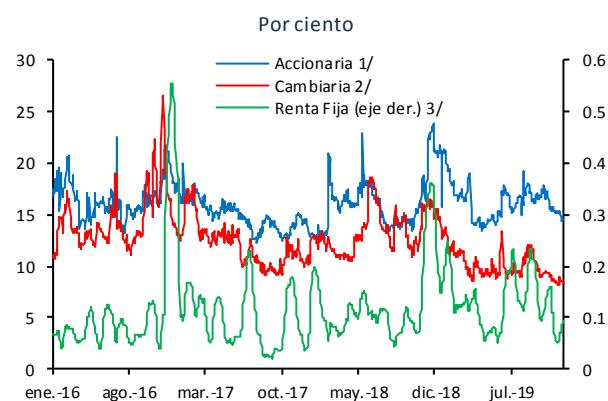
Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

En cuanto a los determinantes de la inflación, con respecto a la posición cíclica de la economía, se estima que en el tercer trimestre del año en curso, se ha mantenido el estancamiento de la actividad económica que se ha venido observando por varios trimestres, lo que implica la ampliación de las condiciones de holgura a un ritmo mayor al previsto. Esto podría contribuir a una disminución de la inflación subyacente en los próximos meses.

Los mercados financieros nacionales se vieron presionados, a principios de agosto, como resultado del resurgimiento de las tensiones comerciales entre

China y Estados Unidos y sus repercusiones en los mercados financieros. No obstante, recientemente han mostrado una mejoría propiciada por el relajamiento en las condiciones financieras globales, lo que a su vez estuvo determinado, en parte, por posturas monetarias más acomodaticias en las principales economías avanzadas, así como por una mejoría en las tensiones comerciales referidas (Gráfica 82).

Gráfica 82
Volatilidad en los Mercados Financieros en México



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

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

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

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

En este contexto, respecto a la evolución del tipo de cambio, pueden distinguirse dos episodios. Primero, de finales de junio a principios de septiembre, la moneda nacional mostró una depreciación de 4.32%, al pasar de alrededor de 19.19 a 20.02 pesos por dólar, alcanzando un nivel máximo intradiá de 20.26 pesos por dólar. Lo anterior estuvo asociado a un menor apetito por riesgo global como resultado, principalmente, del resurgimiento de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. Posteriormente, de principios de septiembre a la fecha, el peso mexicano revirtió parcialmente la depreciación observada en el primer episodio, impulsado, entre otros factores, por una menor aversión al riesgo como resultado de: i) una disminución de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos; y ii) la depreciación del dólar estadounidense ante la reducción de la curva de rendimientos en ese país. Desde principios de septiembre, el peso mexicano se ha apreciado 2.84%,

si bien ubicándose actualmente en un nivel de 19.45 pesos por dólar. Considerando lo anterior, durante el periodo que cubre este Informe, la moneda nacional ha oscilado en un rango de entre 18.91 y 20.13 pesos por dólar, con niveles reducidos de volatilidad (Gráficas 83 y 84).

Es importante subrayar que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, el Banco de México contribuirá a que este se dé de manera ordenada y buscando evitar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

Gráfica 83

Tipo de Cambio Nominal^{1/}

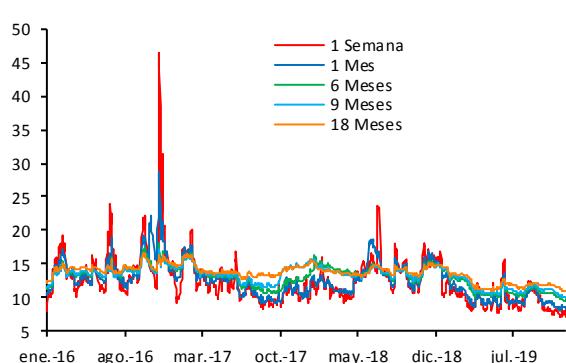
^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de octubre y de la encuesta Citibanamex del 20 de noviembre de 2019.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Gráfica 84

Volatilidad Implícita en Opciones del Tipo de Cambio

Por ciento

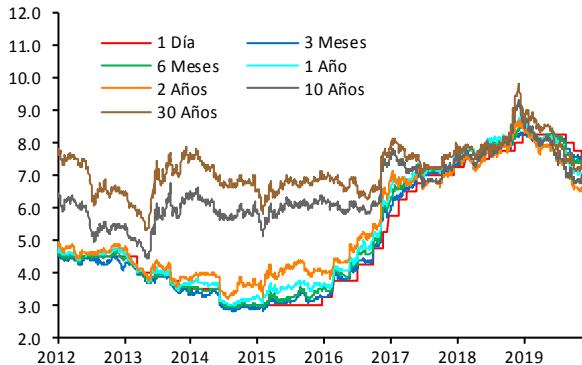


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a las condiciones financieras y monetarias externas, en los últimos meses, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han tomado acciones de política monetaria que han conducido a un relajamiento de las condiciones financieras globales. En particular, respecto de la política monetaria en Estados Unidos, en su reunión de julio, la Reserva Federal redujo el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base como era esperado por el mercado. Posteriormente en sus reuniones de septiembre y octubre, como anticipaba el mercado, redujo en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos federales en ambas ocasiones, para situarse en uno de entre 1.50 y 1.75%. En su última comunicación, la Reserva Federal destacó que el rango alcanzado es apropiado considerando los riesgos que enfrenta. De acuerdo con la información de instrumentos de mercado, únicamente se prevé un recorte adicional de 25 puntos base para 2020.

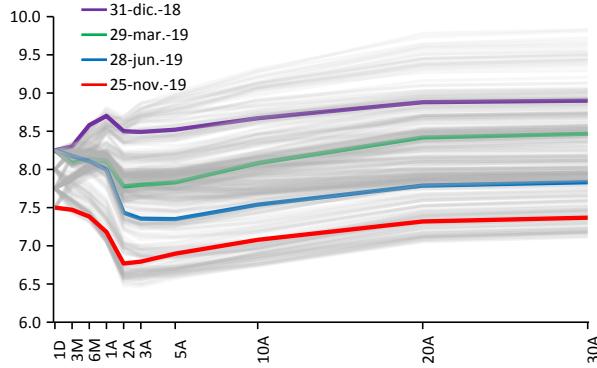
En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México en el periodo de referencia, estas han reflejado los efectos de las menores tasas de interés externas, registrando disminuciones en todos sus plazos. En particular, las tasas a 3 meses, 2 años y 10 años disminuyeron de 8.2 a 7.5%, de 7.5 a 6.7% y de 7.6 a 7.0%, respectivamente. En lo referente a las tasas de interés de corto plazo, su dinámica estuvo principalmente influida por las decisiones de este Instituto Central de disminuir el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en cada una de sus reuniones en agosto, septiembre y noviembre. Por su parte, las reducciones en las tasas de interés de mediano y largo plazos se asocian a los importantes ajustes a la baja en las tasas de interés a nivel global, principalmente las de Estados Unidos, como resultado de un entorno de debilidad económica y de la expectativa de que prevalezca un ambiente benigno para la inflación y una política monetaria acomodaticia en ese país (Gráficas 85 y 86).

Gráfica 85
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 86
Curva de Rendimientos de México
Por ciento

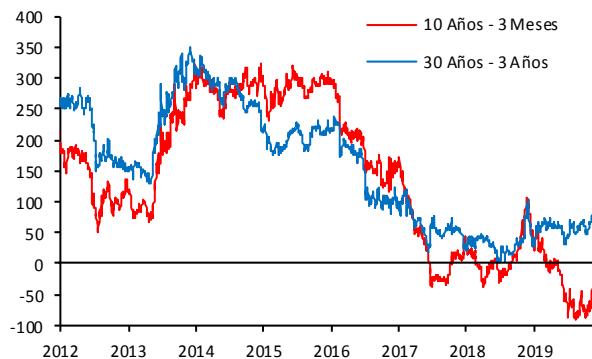


Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

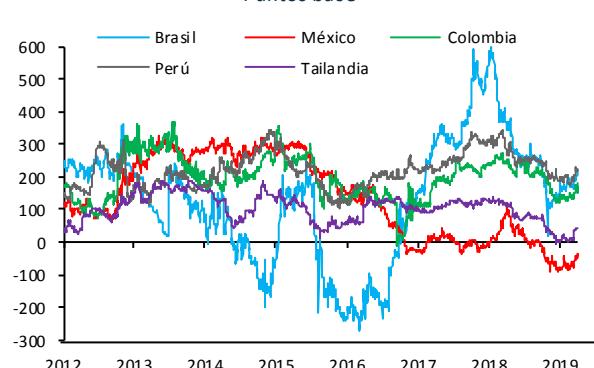
Dado el comportamiento anteriormente descrito, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) se ajustó a la baja en el periodo de referencia, si bien a principios de noviembre comenzó a revertirse. Cabe destacar que la pendiente observada en México se sigue ubicando por debajo de las de otras economías emergentes (Gráficas 87 y 88). De esta manera, los dos componentes de la tasa de interés de 10 años en México –la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo en el mismo horizonte y la prima por plazo– disminuyeron en el periodo que cubre este Informe, si bien el segundo ha aumentado en el margen (Gráfica 89). En caso de materializarse algún riesgo idiosincrásico, esto podría conducir a un incremento de la prima por plazo, lo que presionaría al alza las tasas de interés de mediano y largo plazo.

Gráfica 87
Pendiente de la Curva de Rendimientos
Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 88
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
(10 años - 3 meses)
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 89
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México
Puntos porcentuales



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

Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México presentaron

disminuciones durante el periodo de referencia, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. No obstante, estos permanecen en niveles elevados respecto a los de economías de calificación crediticia comparable (Gráfica 90).

Gráfica 90
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito

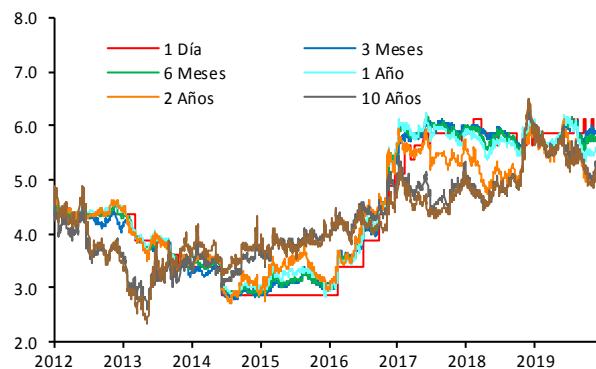


^{1/} Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.

Fuente: Bloomberg.

Tomando en consideración las acciones de política monetaria del Banco de México y de la Reserva Federal, así como la evolución descrita de las tasas de interés en México y Estados Unidos, los diferenciales de tasas de interés para el corto plazo entre ambos países se han mantenido estables en el periodo que cubre este Informe. Por su parte, aquellos correspondientes al mediano y largo plazos se ajustaron a la baja, toda vez que las disminuciones en las tasas de interés para dichos plazos en Estados Unidos fueron menores a las observadas en México (Gráficas 91 y 92). Al respecto es importante mencionar que los referidos diferenciales de México permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes (Gráfica 93).

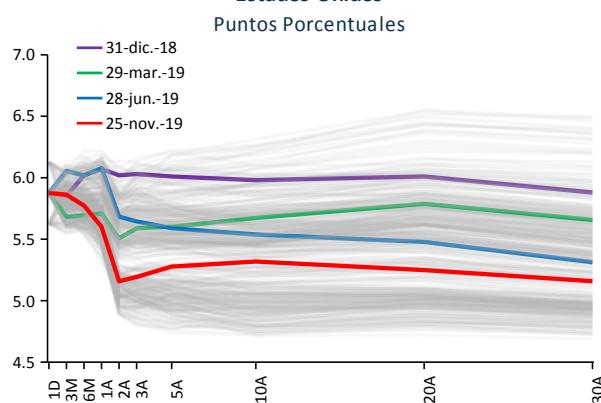
Gráfica 91
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Por ciento



^{1/} Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado para la Reserva Federal

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

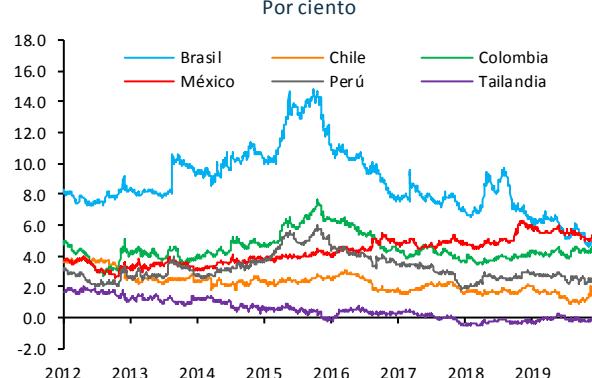
Gráfica 92
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
Puntos Porcentuales



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

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

Gráfica 93
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 años de Varios Países con respecto a Estados Unidos



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

Finalmente, en cuanto a los riesgos que pudieran afectar el desempeño de los activos financieros nacionales, existe incertidumbre respecto a la relación bilateral entre México y Estados Unidos y a las perspectivas crediticias, tanto para la deuda de Pemex como la soberana.

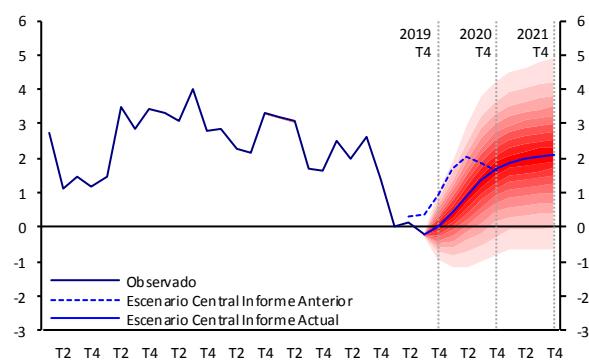
5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2019 se revisan de un intervalo de entre 0.2 y 0.7% en el Informe anterior a uno de entre -0.2 y 0.2%, mientras que para 2020 se modifican de un intervalo de entre 1.5 y 2.5% a uno de entre 0.8 y 1.8%. Para 2021 se estima una variación del PIB en un intervalo de entre 1.3 y 2.3% (Gráficas 94 y 95).¹⁷ El ajuste para 2019 incorpora el hecho de que la información más reciente muestra una debilidad de mayor magnitud y duración a la anteriormente prevista, así como la expectativa de que el crecimiento en el cuarto trimestre del año se vea afectado por una menor actividad en el sector automotriz. La revisión para 2020 incorpora un menor nivel esperado para el PIB al cierre de 2019 –lo que, a su vez, genera una menor base para el crecimiento de 2020–. En este contexto, la expansión esperada responde a la expectativa de que se observe una recuperación de los componentes de la demanda interna, si bien más gradual que lo anticipado previamente y en un entorno en el que la previsión del crecimiento de la producción industrial en Estados Unidos también es menor a la anticipada previamente.¹⁸ La expectativa para 2021 supone un escenario inercial congruente con la gradual reactivación de la actividad económica en 2020. Cabe señalar que existe un alto grado de incertidumbre alrededor de estas perspectivas, toda vez que se considera que la economía mexicana continuará enfrentando un entorno complejo en el horizonte de pronóstico.

Con respecto a la posición cíclica de la economía, se sigue esperando que las condiciones de holgura se mantengan relajadas a lo largo del horizonte de pronóstico (Gráficas 96, 97 y 98).

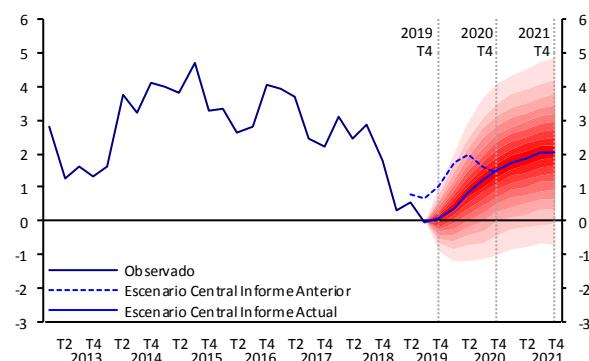
Gráfica 94
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 95
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.

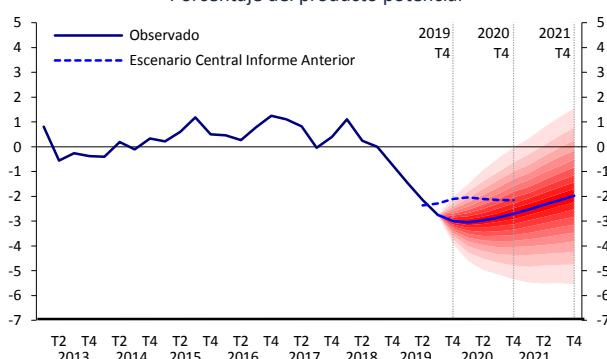
¹⁷ Cabe notar que, por ser año bisiesto, en 2020 habrá un día adicional relativo a 2019. Ello conducirá a que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea mayor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad, toda vez que esta última controla por este efecto. Del mismo modo, en 2021 habrá un día menos en relación con 2020, lo que ocasionará que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea inferior que la calculada con datos

desestacionalizados. Como referencia, en 2016 y 2017 la diferencia entre estas dos tasas de crecimiento fue de cerca de tres décimas.

¹⁸ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en noviembre de 2019, se esperan expansiones de la producción industrial en Estados Unidos para 2019 y 2020 de 0.9 y 0.7%, tasas menores que las de 1.2 y 1.1% reportadas en el Informe anterior. Para 2021, de acuerdo con la encuesta correspondiente a octubre de 2019, se espera un crecimiento de 1.5% para este indicador.

Gráfica 96

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

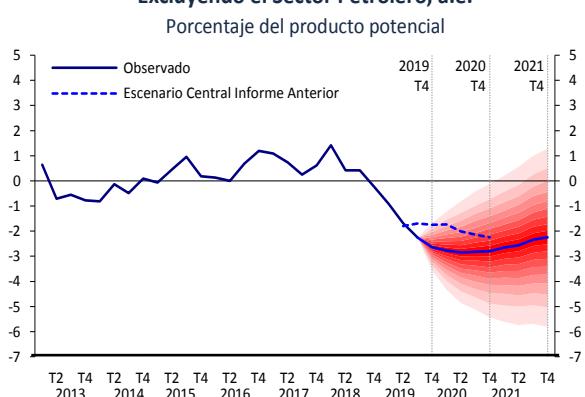


a.e./ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 97

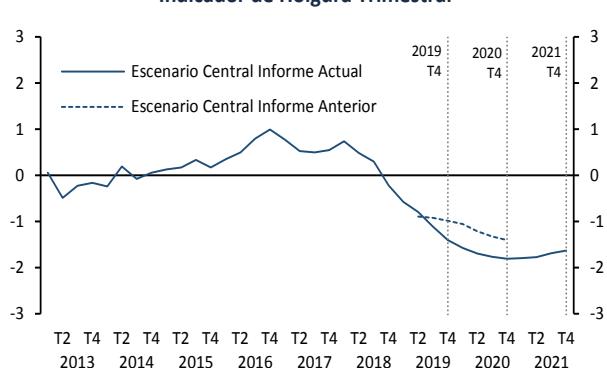
Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Porcentaje del producto potencial



a.e./ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 98
Indicador de Holgura Trimestral



Notas: i) En el Escenario Central del Informe Actual el pronóstico inicia en 2019 T3. En el caso del Escenario Central del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2019 T2. ii) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero. iii) No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.

Fuente: Banco de México.

Empleo: Con base en la mayor información disponible y la revisión de las perspectivas de crecimiento, los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para 2019 se ajustan de un rango de entre 450 y 550 mil puestos de trabajo en el Informe anterior a uno de entre 300 y 370 mil puestos de trabajo. Para 2020 se espera un intervalo de entre 500 y 600 mil puestos de trabajo, mismo que se compara con uno de entre 590 y 690 mil puestos de trabajo en el Informe anterior. Para 2021 se anticipa un intervalo de entre 510 y 610 mil puestos de trabajo.

Cuenta Corriente: Para 2019, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 0.2 y 5.8 miles de millones de dólares, respectivamente (0.0 y 0.5% del PIB, en el mismo orden), previsiones menores a las reportadas en el Informe anterior de 7.8 y 15.2 miles de millones de dólares, respectivamente (0.6 y 1.2% del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2020 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 10.9 y 18.1 miles de millones de dólares, respectivamente (0.8 y 1.4% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 12.1 y 22.0 miles de millones de dólares, respectivamente (0.9 y 1.6% del PIB, en el mismo orden). Para 2021, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 15.6 y 23.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 1.7% del PIB, en el mismo orden).

Balance de riesgos para el crecimiento: En un entorno de marcada incertidumbre, los elementos de riesgo externos e internos que persisten dan lugar a que el balance de riesgos para la actividad económica del país se mantenga sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja en este horizonte destacan:

- Un agravamiento de las tensiones comerciales que afecte al crecimiento, la inversión y el comercio globales, así como a los mercados financieros internacionales, en detrimento de la actividad económica en México. En este sentido, persiste la posibilidad de que Estados Unidos anuncie acciones en materia comercial en contra de México, posiblemente asociadas con temas no comerciales, lo que afectaría las decisiones de gasto de los consumidores y/o a la inversión. No obstante, este riesgo se ha mitigado.

- ii. Que el proceso de ratificación del T-MEC se prolongue en Estados Unidos y Canadá, manteniendo un entorno de incertidumbre y afectando a la inversión.
- iii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por: a) mayores tensiones comerciales a nivel global que den lugar a un menor apetito por riesgo; b) posibles sorpresas inflacionarias que ocasionen aumentos imprevistos en las tasas de referencia de los principales bancos centrales; c) un posible contagio proveniente de otras economías emergentes, particularmente ante un entorno de incertidumbre política y social en diversos países; o d) acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento externo.
- iv. Que se observe una desaceleración mayor a la esperada de la economía y el comercio globales una vez que expiren los estímulos fiscales vigentes en algunas de las principales economías, principalmente la de Estados Unidos, o derivado de una desaceleración mayor a la esperada de la producción industrial en ese país.
- v. Que se retrase la recuperación de la actividad económica ante una mayor y más persistente debilidad de los componentes de la demanda agregada a la anticipada. En particular, que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha venido afectando a la inversión y que ello ocasione que se difieran planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
- vi. Que se observe un deterioro adicional en la calificación de la deuda de Pemex o soberana, lo que podría afectar el acceso a los mercados financieros.
- vii. Que el ejercicio del gasto público en 2020 sea menor al esperado.

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

- i. Que se formalice el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá y que ello dé lugar a un mayor impulso de la inversión.

- ii. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
- iii. Que se observe un dinamismo de la demanda agregada mayor al previsto, derivado de un aumento en el gasto de los consumidores o de que algunos sectores productivos enfrenten mejores condiciones para aumentar sus inversiones.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: En relación al Informe Trimestral previo, los pronósticos para la inflación general anual se revisan ligeramente a la baja para el cierre de 2019. Ello se debe a que, si bien se espera que la inflación subyacente sea ligeramente mayor a la que se había anticipado, domina el efecto de una inflación no subyacente menor a la prevista, lo cual a su vez se deriva de menores tasas de crecimiento de los precios de los productos agropecuarios y de los energéticos respecto a las anticipadas. Para 2020, los pronósticos para la inflación general anual son muy similares a los dados a conocer en el Informe anterior, pues se contrarresta la previsión de una inflación subyacente ligeramente más elevada con la de una inflación no subyacente por debajo de lo previsto. De esta forma, se continúa anticipando que la inflación general anual se mantenga en niveles cercanos a 3%, si bien se prevé que presente un ligero aumento en el primer trimestre de 2020. Por su parte, para 2021 la mayor holgura prevista en la economía implicaría una inflación general anual menor a la que se había considerado en el Informe previo. En cuanto a la inflación subyacente anual, los niveles observados mayores a los anticipados y el efecto de la actualización del IEPS a cigarrillos y bebidas azucaradas presionan al alza la trayectoria prevista, mientras que la mayor holgura anticipada induce una reducción en esta durante el horizonte de pronóstico. Durante el resto de 2019 y la mayor parte de 2020 dominan los primeros efectos y a partir de finales de 2020 el efecto de la mayor holgura en la economía incide en mayor medida. Lo anterior da lugar a que la inflación subyacente anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el tercer trimestre de 2020 (Cuadro 3, Gráficas 99 y 100).

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

	2019			2020			2021			
	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
INPC										
Informe Actual ^{1/}	4.2	3.3	3.0	3.5	3.1	3.1	3.0	2.8	2.9	2.9
Informe Anterior ^{2/}	4.2	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0	3.0
Subyacente										
Informe Actual ^{1/}	3.8	3.8	3.6	3.6	3.2	3.1	2.9	2.8	2.9	2.9
Informe Anterior ^{2/}	3.8	3.7	3.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.9	3.0	3.0

1/ Pronóstico a partir de noviembre de 2019.

2/ Pronóstico a partir de agosto de 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cabe señalar que algunos riesgos a la baja para la inflación no subyacente se han venido materializando, llevándola a niveles particularmente bajos. Ello hace menos probable que se presenten choques favorables adicionales. Por su parte, la inflación subyacente ha continuado mostrando persistencia. En este contexto, en el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a los riesgos que se destacan a continuación.

Al alza:

- Que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente.
- Aumentos salariales por encima de las ganancias en productividad y que ello genere presiones de costos.
- Que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos.
- La amenaza de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado.
- Que se deterioren las finanzas públicas.
- Aumentos en los precios agropecuarios o en los energéticos mayores a lo previsto.

A la baja:

- Que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales, o en caso

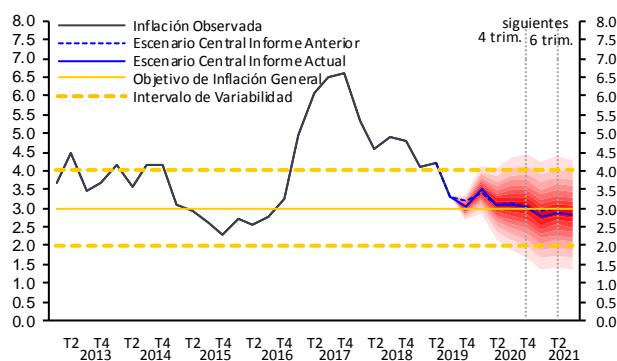
de ratificarse el acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá.

- Que la amplitud en las condiciones de holgura o su efecto en la inflación subyacente sea mayor al previsto.
- Que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente.

En este contexto, se mantiene incertidumbre en cuanto a los riesgos que pudieran desviar a la inflación respecto de la trayectoria esperada.

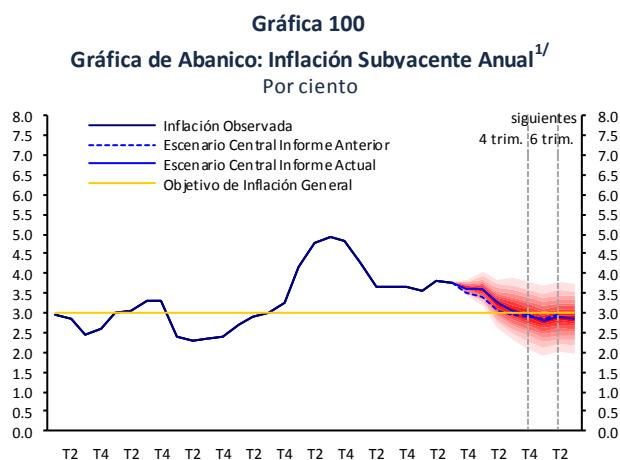
Gráfica 99

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



1/ Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del cuarto trimestre de 2019, es decir, el cuarto y segundo trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.



^{1/} Promedio trimestral de la inflación subyacente anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del cuarto trimestre de 2019, es decir, el cuarto y segundo trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a lo previsto, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe actuar con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada y sostenida de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa en un contexto externo en el que persisten riesgos,

así como a la evolución de las condiciones de holgura y presiones de costos en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

En un entorno de debilidad económica y de marcada incertidumbre, destaca el desempeño desfavorable que la inversión ha mostrado por varios años, acentuado por la trayectoria negativa que prevalece desde principios de 2018. Dicha evolución ha reducido el dinamismo de corto plazo de la actividad económica, al debilitar la demanda agregada, y podría conducir a un menor crecimiento de mediano y largo plazo del país, al implicar una menor formación de capital físico. Por ello, es necesario impulsar una reactivación de la inversión mediante una agenda de políticas públicas que propicien un ambiente de certidumbre y que fortalezcan el clima para hacer negocios en México, respaldada por un marco macroeconómico sólido y resiliente, apoyado por la disciplina fiscal, la estabilidad de precios y la estabilidad financiera. Asimismo, es fundamental corregir las causas profundas que inhiben una mayor inversión, tanto pública como privada, y que han dado lugar a bajos niveles de productividad en la economía. En este sentido, fomentar una mayor competencia, proporcionar los incentivos necesarios para privilegiar la creación de valor por sobre la búsqueda de rentas, e incrementar la eficiencia con la que opera la economía contribuiría a atender problemas estructurales que han impedido alcanzar un mayor crecimiento potencial. Del mismo modo, es prioritario fortalecer el estado de derecho a través del combate a la inseguridad, la corrupción y la impunidad, y brindar certeza jurídica. Todos estos esfuerzos promoverían la acumulación de capital y el crecimiento de la productividad, que se requieren para eliminar los rezagos económicos que persisten, además de que permitirían enfrentar desde bases más sólidas los retos que se presenten ante el entorno internacional adverso y complejo que prevalece.

Anexo 1. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria, los Informes Trimestrales y los Reportes de Estabilidad Financiera

Calendario para 2020

	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria ^{1/}	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria ^{2/}	Informes Trimestrales ^{3/}	Reportes de Estabilidad Financiera
Enero		2 ^{4/}		
Febrero	13	27	26	
Marzo	26			
Abril		8		
Mayo	14	28	27	
Junio	25			10
Julio		9		
Agosto	13	27	26	
Septiembre	24			
Octubre		8		
Noviembre	12	26	25	
Diciembre	17 ^{5/}			2

1/ El calendario considera ocho fechas para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2020. Sin embargo, como en años anteriores, el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central. La publicación de las decisiones de política monetaria seguirá siendo en jueves a las 13:00 horas como en el 2019.

- 2/ Las minutas correspondientes a las reuniones de política monetaria de la Junta de Gobierno serán publicadas en jueves (excepto en abril que será publicada en miércoles), dos semanas después de cada anuncio de política monetaria (excepto en diciembre que será publicada tres semanas después del anuncio de política monetaria).
- 3/ El Informe Trimestral que se publicará el 26 de febrero corresponde al del cuarto trimestre de 2019, el del 27 de mayo al del primer trimestre de 2020, el del 26 de agosto al del segundo trimestre de 2020, y el del 25 de noviembre al del tercer trimestre de 2020.
- 4/ Las minutas correspondientes a la Reunión de la Junta de Gobierno de diciembre de 2019 se publicarán el día jueves 2 de enero de 2020.
- 5/ Las minutas correspondientes a la Reunión de la Junta de Gobierno de diciembre de 2020 se publicarán el día jueves 7 de enero de 2021.

Anexo 2. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Julio - Septiembre 2019

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

28/08/2019	Informe trimestral, abril-junio 2019
28/08/2019	Recuadro 1. Efectos de la Mayor Incertidumbre en la Inversión de Negocios de Estados Unidos
28/08/2019	Recuadro 2. Evolución Reciente del Empleo Afiliado al IMSS a Nivel Sectorial y Regional
28/08/2019	Recuadro 3. Plan de Negocios de PEMEX
28/08/2019	Recuadro 4. Actualización de la Estimación de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México
28/08/2019	Recuadro 5. Evolución de las Primas por Plazo en México

1.2. Reportes

12/09/2019	Reporte sobre las economías regionales, abril-junio 2019
12/09/2019	Recuadro 1. La Fortaleza de las Instituciones, el Tamaño de las Empresas y la Vocación Exportadora en las Economías Regionales
12/09/2019	Recuadro 2. Derramas Directas e Indirectas sobre la Producción Bruta, el Empleo y el Valor Agregado de los Clústeres de Industrias Relacionadas
12/09/2019	Recuadro 3. Percepción del Riesgo para la Actividad Económica de las Empresas ante una Posible Imposición de Aranceles a las Exportaciones Mexicanas por parte de Estados Unidos

1.3. Informes sobre el ejercicio del presupuesto

31/03/2019	Informe sobre el ejercicio del presupuesto al primer trimestre de 2019
------------	------------------------------------------------------------------------

2. Documentos de investigación

12/07/2019	2019-10 Evolución y características del traspaso del tipo de cambio a precios en México
05/08/2019	2019-11 Determinantes de las exportaciones manufactureras estatales de México, 2007-2015
14/08/2019	2019-12 Incertidumbre y volatilidad del tipo de cambio: el caso de México
26/08/2019	2019-13 El salario mínimo en los sectores formal e informal: evidencia derivada de un choque inflacionario en Colombia
18/09/2019	2019-14 Productividad, markups y comercio: evidencia de las industrias manufactureras mexicanas (Disponible solo en inglés)

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

15/08/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base
------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------

26/09/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) disminuye en 25 puntos base
------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

11/07/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 27 de junio de 2019
29/08/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 15 de agosto de 2019

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

02/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de junio y del mes de junio de 2019
09/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 5 de julio de 2019
16/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 12 de julio de 2019
23/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 19 de julio de 2019
30/07/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 26 de julio de 2019
06/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 2 de agosto y del mes de julio de 2019
13/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 9 de agosto de 2019
20/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 16 de agosto de 2019
27/08/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 23 de agosto de 2019
03/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 30 de agosto y del mes de agosto de 2019
10/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 6 de septiembre de 2019
18/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 13 de septiembre de 2019
24/09/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 20 de septiembre de 2019

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

02/07/2019	Información semanal al 28 de junio de 2019
09/07/2019	Información semanal al 5 de julio de 2019
16/07/2019	Información semanal al 12 de julio de 2019
23/07/2019	Información semanal al 19 de julio de 2019
30/07/2019	Información semanal al 26 de julio de 2019
06/08/2019	Información semanal al 2 de agosto de 2019
13/08/2019	Información semanal al 9 de agosto de 2019
20/08/2019	Información semanal al 16 de agosto de 2019
27/08/2019	Información semanal al 23 de agosto de 2019

03/09/2019	Información semanal al 30 de agosto de 2019
10/09/2019	Información semanal al 6 de septiembre de 2019
18/09/2019	Información semanal al 13 de septiembre de 2019
24/09/2019	Información semanal al 20 de septiembre de 2019

3.2.3. Estado de Cuenta Consolidado mensual y Balance General

24/07/2019	Estados Financieros junio de 2019
21/08/2019	31 de julio de 2019
19/09/2019	31 de agosto de 2019

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

31/07/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en junio de 2019
30/08/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en julio de 2019
30/09/2019	Agregados monetarios y actividad financiera a agosto de 2019

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

23/08/2019	La balanza de pagos en el segundo trimestre de 2019
------------	-----------------------------------------------------

3.4.2. Información revisada de comercio exterior

10/07/2019	Mayo de 2019
09/08/2019	Junio de 2019
09/09/2019	Julio de 2019

3.5. Resultados de encuestas

3.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

22/08/2019	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre abril-junio de 2019
------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------

3.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

04/07/2019	Indicador de confianza del consumidor: junio 2019
05/08/2019	Indicador de confianza del consumidor: julio 2019
05/09/2019	Indicador de confianza del consumidor: agosto 2019

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

01/07/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: junio 2019
01/08/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: julio 2019
02/09/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: agosto 2019

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

09/08/2019	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre abril-junio de 2019
------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

3.5.5. Indicadores de opinión empresarial

01/07/2019	Indicador de pedidos manufactureros: junio 2019
01/08/2019	Indicador de pedidos manufactureros: julio 2019
02/09/2019	Indicador de pedidos manufactureros: agosto 2019

3.6. Misceláneos

12/07/2019	Consulta pública sobre los proyectos de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las reglas aplicables a las sociedades de información crediticia en su operación, y a las disposiciones sobre la información que deben proporcionar las entidades financieras a las sociedades de información crediticia
09/08/2019	Próxima adopción del protocolo HTTPS en el sitio web del Banco de México
12/08/2019	Incidente operativo registrado en Promoción y Operación S.A. de C.V. (PROSA)
19/08/2019	Seminario sobre sistemas de pagos y nuevas tecnologías
30/08/2019	El Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI) opera con normalidad
30/08/2019	Cambio de fecha para la adopción del protocolo HTTPS en el sitio web del Banco de México al 7 de septiembre de 2019
02/09/2019	Estado del Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
10/09/2019	Tercera convocatoria de Enlaces Universitarios Banxico, dirigida a los estudiantes de instituciones de educación superior en México
27/09/2019	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos
30/09/2019	Inicio de operación del esquema CoDi

3.7. Circulares emitidas por el Banco de México

11/07/2019	Modificaciones a la Circular de operaciones de caja sobre la puesta en circulación del billete de 200 pesos, tipo "G"
02/09/2019	Modificaciones a la circular 13/2017 (reforma a las disposiciones generales aplicables a los participantes en el sistema de pagos electrónicos interbancarios (spei), en materia de mitigación de riesgos)



BANCO DE MÉXICO

Noviembre 2019

www.banxico.org.mx