



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral
Julio – Septiembre 2017

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

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 2017 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 21 de noviembre de 2017. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Evolución Reciente de la Inflación.....	5
2.1.	La Inflación en el Tercer Trimestre de 2017.....	5
2.2.	Índice Nacional de Precios al Productor	15
3.	Entorno Económico y Financiero Prevaleciente en el Tercer Trimestre de 2017	17
3.1.	Condiciones Externas.....	17
3.1.1.	Actividad Económica Mundial	17
3.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	27
3.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior	28
3.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	29
3.2.	Evolución de la Economía Mexicana	33
3.2.1.	Actividad Económica.....	33
3.2.2.	Mercado Laboral	45
3.2.3.	Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	47
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	55
5.	Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos	69
Anexo		
	Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria y los Informes Trimestrales en 2018	75

RECUADROS

1.	Análisis del Balance Comercial Manufacturero de Estados Unidos con México en Términos de Valor Agregado.....	20
2.	Estimación del Efecto de la Incertidumbre Relativa a la Política Comercial sobre la Inversión Extranjera Directa en México	38
3.	Efectos sobre la Inflación de los Ajustes de Política Monetaria de 2015 a la Fecha	56

1. Introducción

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

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

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

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

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

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

En un contexto de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, la posibilidad de una eventual aprobación de un plan fiscal expansionista en dicho país, e incertidumbre con relación al proceso de renegociación del TLCAN, la cotización del peso frente al dólar registró una depreciación e incrementos en su volatilidad a partir de finales de septiembre. Asimismo, se observó cierto deterioro en las condiciones de operación del mercado cambiario. Derivado de lo anterior, con el objeto de procurar un funcionamiento más ordenado en dicho mercado, el 25 de octubre pasado la Comisión de Cambios anunció que aumentaría las

subastas de coberturas cambiarias liquidables por diferencia en moneda nacional por un monto de 4,000 millones de dólares y que se llevarán a cabo en parcialidades semanales de acuerdo a un calendario preestablecido. Por su parte, las tasas de interés aumentaron de manera diferenciada: las de corto plazo (1 año y menores) subieron ligeramente, mientras que las de mediano y largo plazo, de dos años en adelante, registraron incrementos mayores. De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos presentó cierto empinamiento, que habría sido mayor en ausencia de las acciones de política monetaria que el Banco de México ha implementado. Asimismo, los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos aumentaron.

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

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

renegociación del TLCAN ha mantenido en niveles deprimidos la inversión y posiblemente es una de las causas de la desaceleración del consumo.

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

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

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

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2017

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

De esta forma, la inflación general anual promedio pasó de 6.10 por ciento en el segundo trimestre de 2017 a 6.48 por ciento en el tercero. No obstante, como se mencionó, en agosto este indicador alcanzó un máximo de 6.66 por ciento, mientras que en septiembre disminuyó a 6.35 por ciento, ubicándose en 6.37 por ciento en octubre, este último cambio reflejando fundamentalmente la evolución de la inflación no subyacente. En efecto, la inflación no subyacente anual promedio fue 10.31 y 11.51 por ciento en los mismos trimestres. En particular, disminuyó de un nivel de 11.98 por ciento en agosto a 11.28 en septiembre, repuntando a 11.40 por ciento en octubre en respuesta, principalmente, a nuevos aumentos en los precios del gas L.P. y en los de algunos productos agropecuarios. Como consecuencia de ello, la inflación no subyacente se ha desacelerado a un ritmo menor al esperado. En la segunda quincena de octubre, los precios del gas L.P. presentaron nuevos incrementos, mientras que los precios de algunas frutas y verduras, tales como la cebolla, el aguacate y el limón, han presentado reducciones en sus precios menores a las previstas. Adicionalmente, otros productos, como la papa, la zanahoria y la manzana, han exhibido incrementos de precio mayores a los esperados. En contraste, la inflación subyacente anual promedio registró 4.78 y 4.91 por ciento en los trimestres referidos, tocando un máximo de 5.00 por ciento en agosto y descendiendo a 4.77 en octubre (Cuadro 1, Gráfica 1 y Gráfica 5).

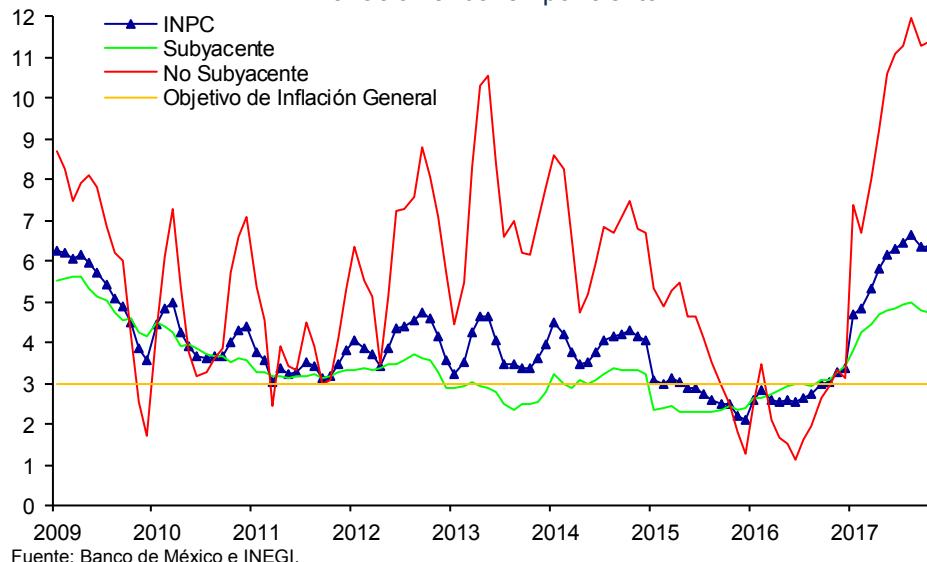
Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

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

1/ Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

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



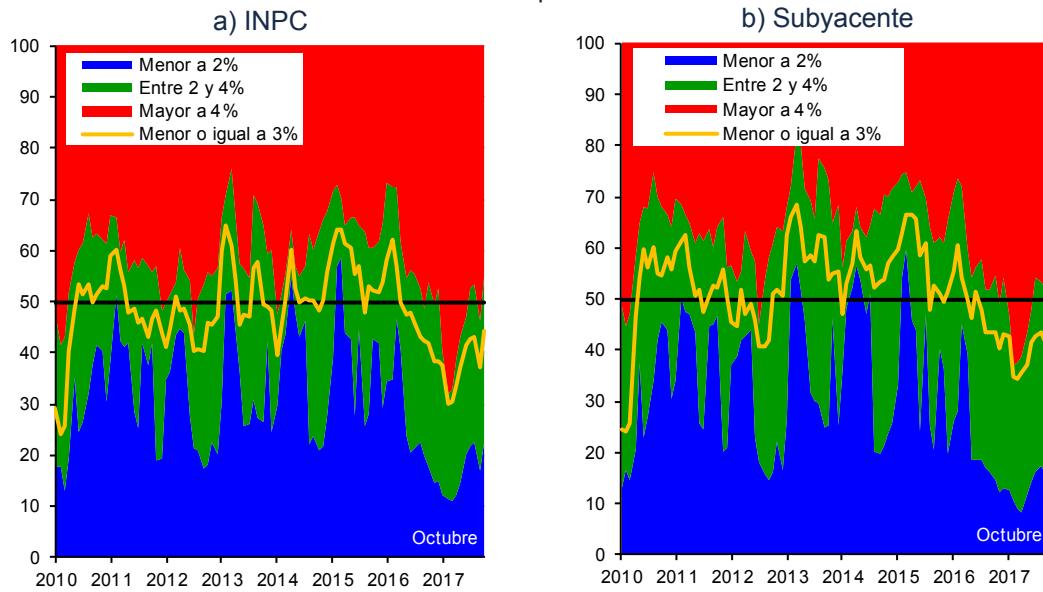
Fuente: Banco de México e INEGI.

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

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

Este análisis indica que el porcentaje de la canasta tanto del índice general, como del subyacente, que exhibe incrementos de precio menores a 4 por ciento ha venido aumentando (áreas azul y verde, Gráfica 2). En particular, la proporción de la canasta de bienes y servicios del índice general que presentó variaciones de precios menores a 4 por ciento fue de 44 por ciento en el segundo trimestre de 2017 y de 51 por ciento en el tercero, ubicándose en 55 por ciento en octubre. Por su parte, la proporción correspondiente a la canasta del índice subyacente pasó de 43 a 53 por ciento en los trimestres referidos, registrando 58 por ciento en octubre. En cuanto a la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios menores o iguales a 3 por ciento (área debajo de la línea amarilla), esta fue en promedio 37 por ciento en el segundo trimestre y 41 por ciento en el tercero, aumentando a 44 por ciento en octubre. Para el índice subyacente, las proporciones respectivas fueron 38 por ciento en el segundo trimestre, 43 por ciento en el tercer trimestre, y 46 por ciento en octubre.

Gráfica 2
Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Mensual Anualizado a. e.^{1/}
Cifras en por ciento



a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

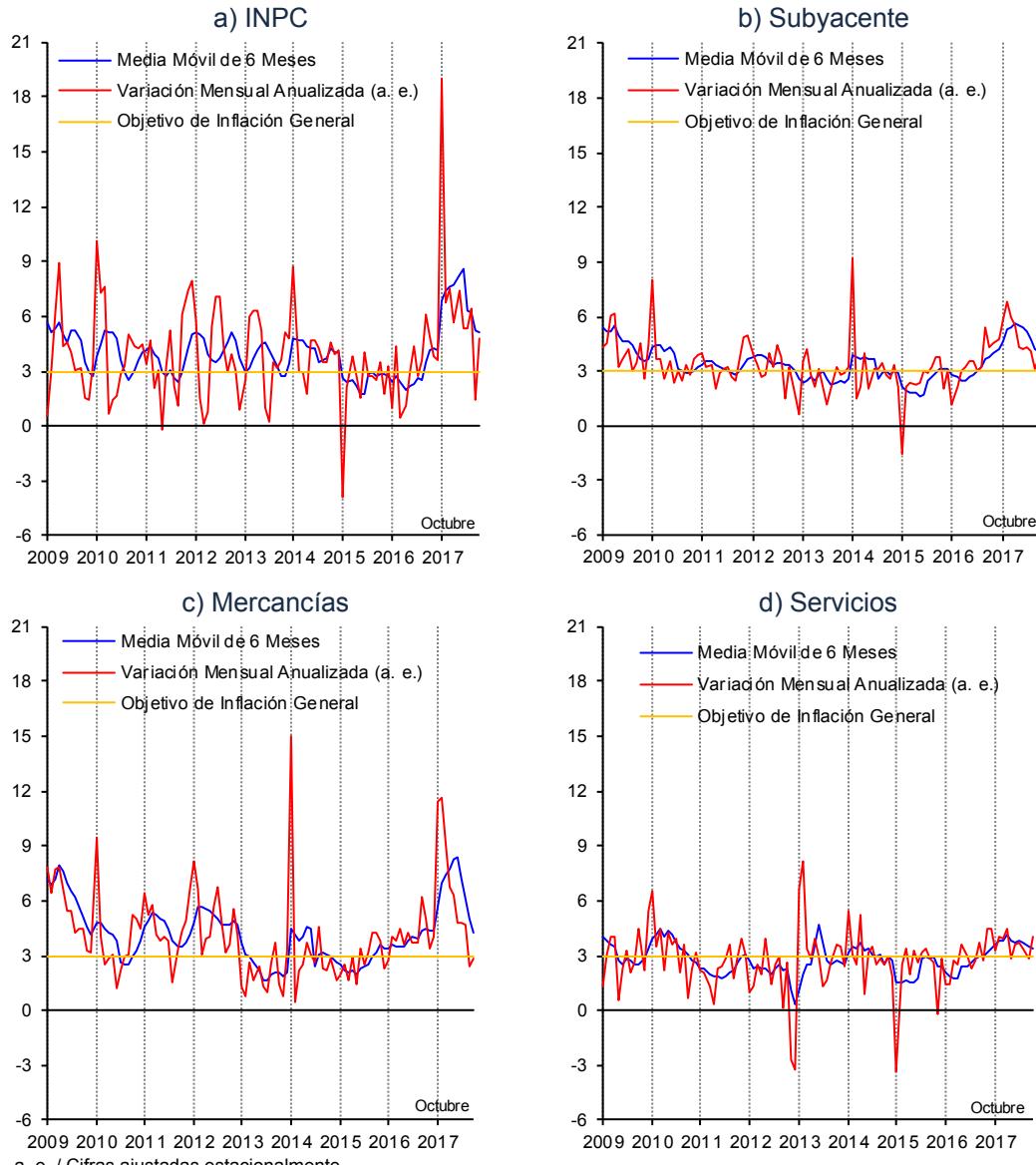
1/ Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

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

así como al término de la gratuidad que algunos servicios tuvieron a raíz del sismo del 19 de septiembre. En el caso de la inflación subyacente, el repunte refleja un crecimiento ligeramente mayor en los precios de los servicios como resultado, principalmente, del fin de la gratuidad en los servicios de telefonía móvil y fija, producto del sismo referido. De igual forma, las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas de las mercancías y de los servicios han venido descendiendo y también se encuentran cercanas a 3 por ciento. En cuanto a la media móvil de estos indicadores, es clara la tendencia a la baja que esta exhibe en todos los casos analizados (Gráfica 3 y Cuadro 1).

Gráfica 3
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
Cifras en por ciento

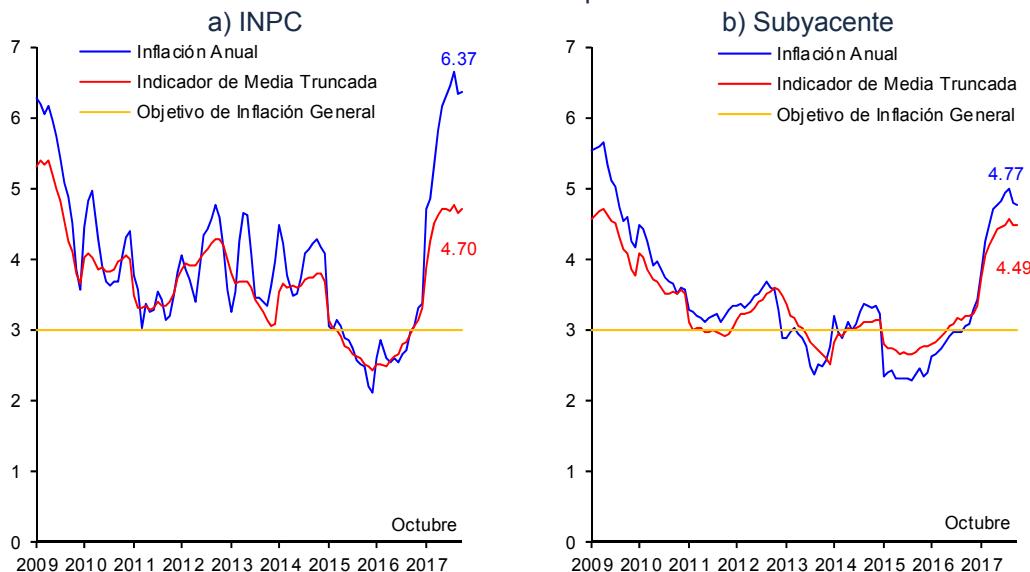


a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

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

En adición, una medida de tendencia de mediano plazo de la inflación, representada por el Indicador de Media Truncada, muestra que el nivel actual de la inflación general se explica, principalmente, por el comportamiento de algunos precios, más que por un fenómeno generalizado de incrementos de precios y que, si se excluyeran las variaciones extremas, el nivel de la inflación sería sustancialmente menor. Así, el Indicador de Media Truncada para la inflación general anual se ha mantenido relativamente estable en meses recientes, entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, pasando de 4.69 a 4.71 por ciento, mientras que en octubre registró 4.70 por ciento. Estas cifras contrastan con los niveles observados de la inflación general anual en esas fechas (6.10, 6.48 y 6.37 por ciento, respectivamente). Por su parte, el indicador correspondiente para la inflación subyacente se ubicó en 4.40 por ciento en el segundo trimestre y en 4.51 por ciento en el tercero, registrando 4.49 por ciento en octubre. Al comparar estas cifras con las inflaciones observadas, si bien las brechas que se obtienen son menores para la inflación no subyacente, se infiere que el nivel de la inflación subyacente tampoco se debe a un fenómeno de alzas generalizadas de precios (Gráfica 4 y Cuadro 1).

Gráfica 4
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada^{1/}
 Variación anual en por ciento

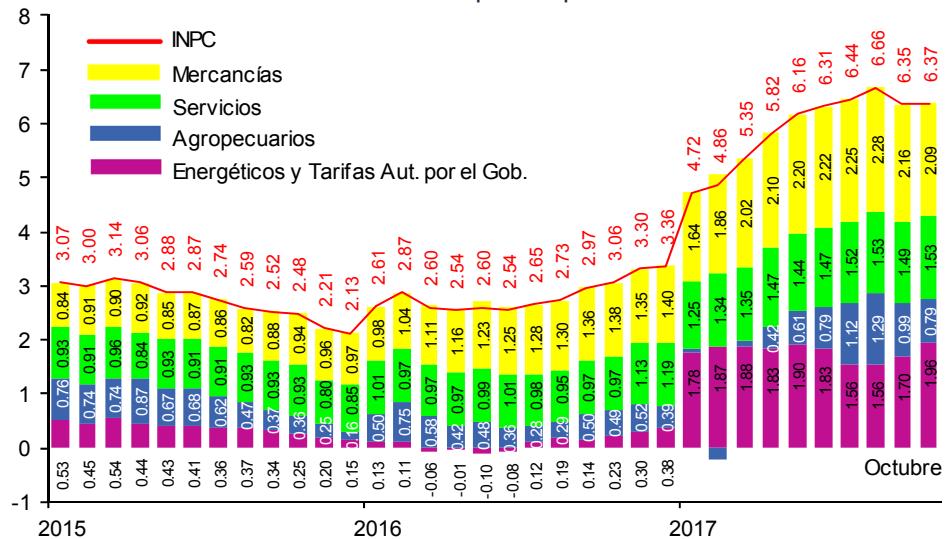


1/ El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del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

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

Uno de los factores que más ha contribuido a que recientemente se observen menores niveles de inflación ha sido el cambio de tendencia que ha experimentado el componente subyacente a partir de agosto, cuando tocó un punto máximo. En particular, este resultado se explica, principalmente, por las menores contribuciones que las tasas de crecimiento de los precios de las mercancías han tenido sobre la inflación general anual (Gráfica 5).

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



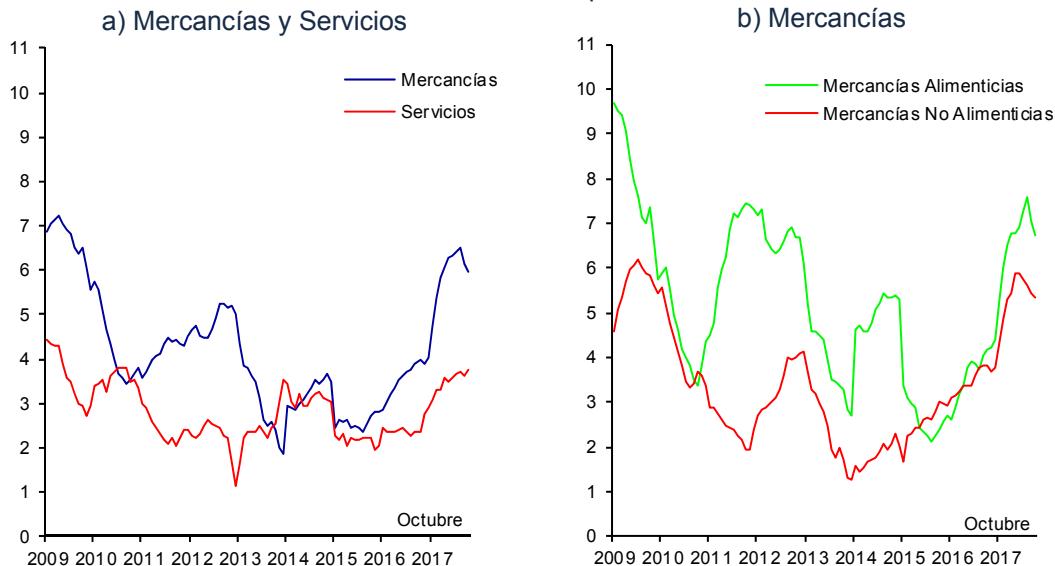
1/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.
 Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

En particular:

- En el trimestre de referencia, el subíndice de precios de las mercancías aún reflejó los efectos de la depreciación acumulada de la moneda nacional. Así, entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, su variación anual promedio fue 6.22 y 6.37 por ciento, respectivamente. Sin embargo, las tasas de crecimiento anual de este subíndice se fueron moderando gradualmente y en agosto presentaron un cambio de tendencia, de tal forma que para octubre su nivel disminuyó a 5.97 por ciento. En particular, si bien las mercancías alimenticias y las no alimenticias habían venido incrementado sus tasas de crecimiento desde mediados de 2016, a partir de finales del segundo trimestre de 2017 las no alimenticias comenzaron a exhibir disminuciones en sus variaciones anuales, mientras que las de las alimenticias continuaban aumentando. Así, al tiempo que la variación anual promedio de las mercancías alimenticias aumentó de 6.82 a 7.29 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre, las de las mercancías no alimenticias descendieron de 5.73 a 5.60 por ciento. No obstante, desde septiembre también los precios de las mercancías alimenticias presentan ya reducciones en su tasa de crecimiento. De esta forma, en octubre la variación anual de los precios de las mercancías alimenticias disminuyó a 6.73 por ciento y la de las no alimenticias bajó a 5.33 por ciento (Gráfica 6a y Gráfica 6b).
- La tasa de crecimiento anual promedio del subíndice de precios de los servicios pasó de 3.55 a 3.68 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, registrando 3.75 por ciento en octubre (Gráfica 6a). Este comportamiento se debió, en buena medida, a la evolución del rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, los cuales aumentaron de 4.34 a 4.53 por ciento en los trimestres señalados, registrando 4.60 por ciento en octubre. Lo anterior obedeció,

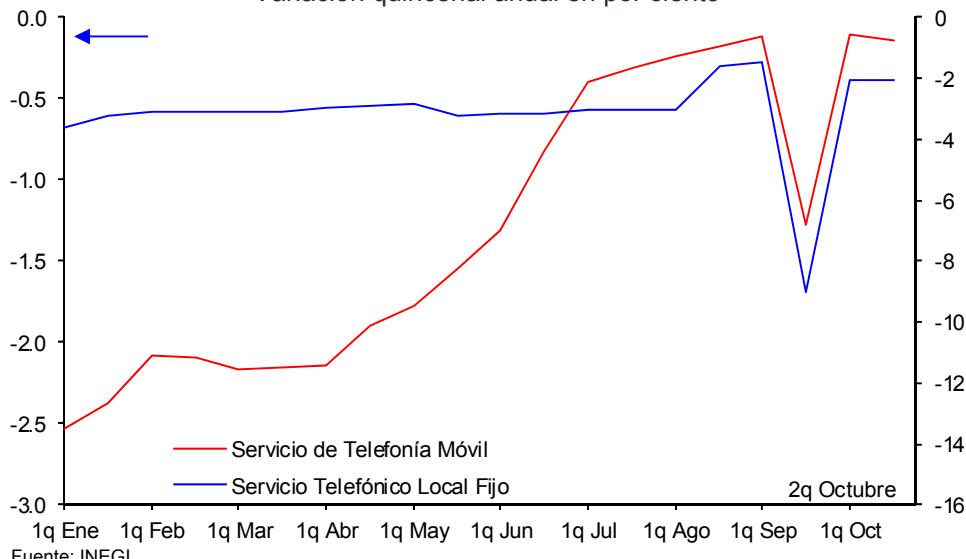
fundamentalmente, a las menores reducciones respecto al año previo en las tarifas de telefonía móvil, así como a incrementos de precios en algunos servicios de alimentación. La gratuidad que tuvieron algunas tarifas de telefonía móvil y fija debido al sismo del 19 de septiembre provocaron una reducción en la tasa de variación de los precios de los servicios, la cual se revirtió en octubre al terminar dicha gratuidad (Gráfica 7).

Gráfica 6
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 7
Índice de Precios de Telefonía 2017
Variación quincenal anual en por ciento

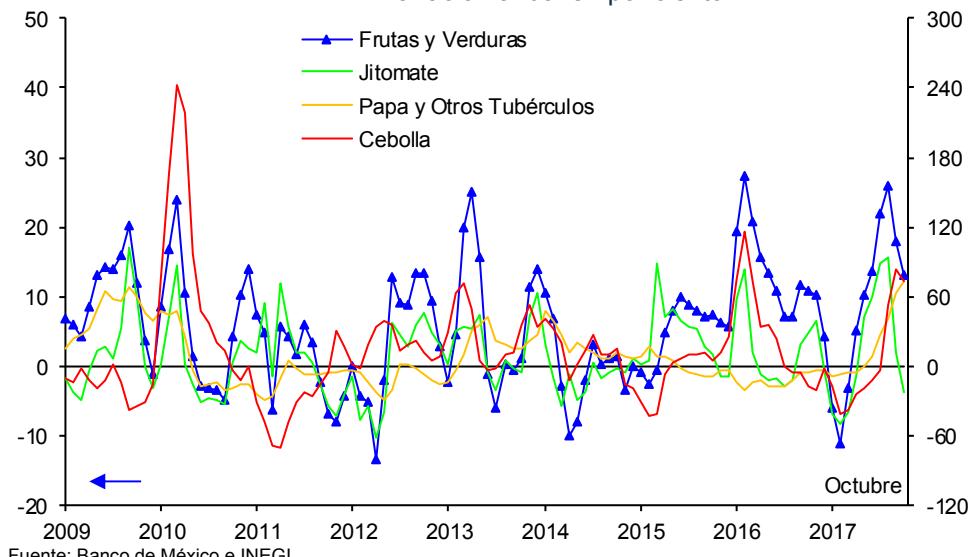


Fuente: INEGI.

Si bien la inflación subyacente anual parece estar consolidando una tendencia a la baja, la no subyacente sigue presentando niveles elevados, que han limitado la velocidad de abatimiento de la inflación general. Una parte importante de este comportamiento se debe al aumento en los precios que algunos productos agropecuarios presentaron desde el segundo trimestre, mismos que en el margen se han comenzado a revertir. En contraste, si bien el crecimiento de los precios de los energéticos se había venido moderando desde el segundo trimestre, a partir de septiembre algunos han exhibido un aumento importante, en particular los precios del gas L.P. (Gráfica 5, Gráfica 9 y Cuadro 1).

- i. El subíndice de precios de los productos agropecuarios incrementó su tasa de variación anual promedio de 6.39 por ciento en el segundo trimestre a 12.07 por ciento en el tercero. Dentro de los productos que mayores incrementos presentaron se encuentran el jitomate, la cebolla y la papa, lo que contribuyó a que el rubro de las frutas y verduras aumentara de 9.60 a 21.80 por ciento en los trimestres señalados. No obstante, en meses recientes, las condiciones de oferta de varios productos mejoraron, como fue el caso del jitomate, de tal forma que en octubre, la variación anual del subíndice de productos agropecuarios disminuyó a 8.37 por ciento, y el del rubro de las frutas y verduras se ubicó en 13.21 por ciento (Gráfica 8).

Gráfica 8
Índice de Precios de Frutas y Verduras Seleccionados
 Variación anual en por ciento

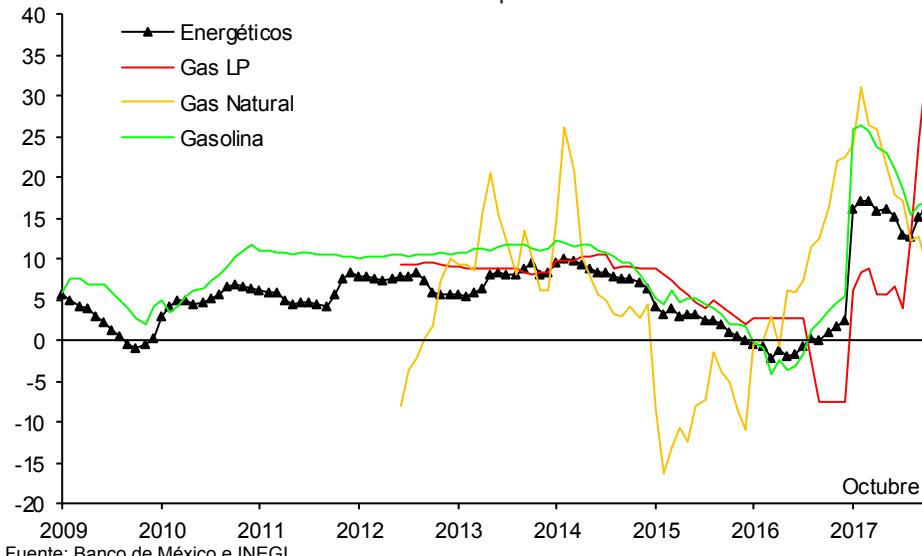


Fuente: Banco de México e INEGI.

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

de precios, con lo que la variación anual del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno aumentó a 13.36 por ciento en octubre. En particular, el rubro de los energéticos disminuyó su tasa de variación anual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2017 de 15.72 a 13.68 por ciento, para luego incrementarse y alcanzar 16.34 por ciento en octubre (Gráfica 9).

Gráfica 9
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Profundizando en lo anterior:

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

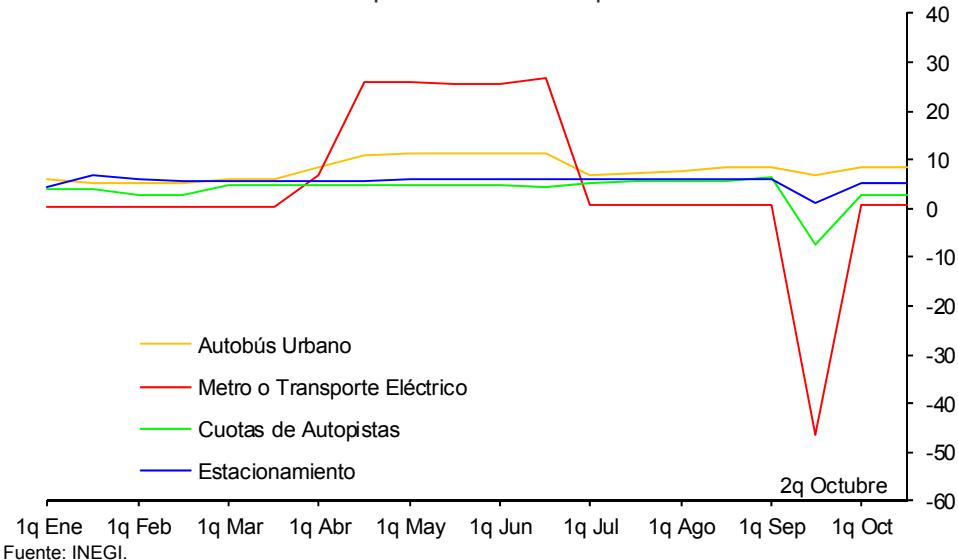
En lo referente al proceso de liberalización del precio de este combustible que actualmente se lleva a cabo en el país, el 30 de octubre entró en vigor la tercera etapa con la liberalización de los precios en los estados de Baja California Sur, Sinaloa y Durango, con excepción del municipio de Gómez Palacio, el cual formó parte de la etapa previa.¹

¹ De acuerdo con la modificación al calendario para la flexibilización de los precios de las gasolinas y el diésel en el país, la cuarta y última etapa de este proceso tendrá lugar el 30 de noviembre e incluirá a todos los estados que aún no hayan flexibilizado los precios de estos combustibles. Es decir, considera a los estados de Aguascalientes, Ciudad de México, Colima, Chiapas, Estado de México, Guanajuato, Guerrero, Hidalgo, Jalisco, Michoacán, Morelos, Nayarit, Puebla, Querétaro, San Luis Potosí, Oaxaca, Tabasco, Tlaxcala, Veracruz y Zacatecas. De igual forma, contempla a los estados de Campeche, Quintana Roo y Yucatán, para los cuales originalmente se tenía programada la flexibilización en sus precios el 30 de diciembre.

- El precio del gas L.P., liberalizado desde enero pasado, ha mostrado recientemente incrementos considerables que, primordialmente, reflejan las alzas de precio que este combustible ha tenido en los mercados internacionales, los cuales son producto, entre otros factores, de los bajos niveles en sus inventarios en relación a años previos. Aunado a lo anterior, la aún incipiente transición hacia un mercado más competitivo que experimentan algunas regiones del país podría ser un factor que esté manteniendo los precios a niveles relativamente elevados.² De esta forma, su variación mensual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2017 aumentó de -0.67 a 1.70 por ciento, registrando 7.41 por ciento en octubre.
- El precio del gas natural, el cual se determina de acuerdo a su referencia internacional, ha tenido variaciones moderadas. Entre el segundo y el tercer trimestre, su variación mensual promedio fue -1.07 y 0.85 por ciento, respectivamente, reduciéndose en octubre a -0.75 por ciento.
- Desde la reducción de 2 por ciento a inicios de 2016, las tarifas eléctricas para el sector doméstico de bajo consumo se han mantenido sin cambio. Por su parte, las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) han variado en función de los costos de los combustibles necesarios para la generación de energía eléctrica. Así, durante el tercer trimestre estas tarifas presentaron variaciones mensuales de -0.2 por ciento en julio, -1.7 por ciento en agosto y de -0.9 por ciento en septiembre. En octubre y noviembre, sus variaciones mensuales fueron 0.6 y 1.5 por ciento, respectivamente.
- Las variaciones anuales promedio del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno disminuyeron de 7.99 a 6.82 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2017. En este resultado influyó la gratuidad temporal que a raíz del sismo del 19 de septiembre se otorgó en los servicios del Metro, autobús urbano y estacionamientos en la Ciudad de México, además de algunas autopistas a nivel nacional (Gráfica 10). Así, en octubre, al terminar la gratuidad referida, la variación anual del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno aumentó a 8.09 por ciento.

² Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Enero – Marzo 2017, “Evolución Reciente del Precio del Gas L.P. y Consideraciones sobre su Mercado”.

Gráfica 10
Índices de Precios de Tarifas Autorizadas por el Gobierno Seleccionadas 2017
 Variación quincenal anual en por ciento



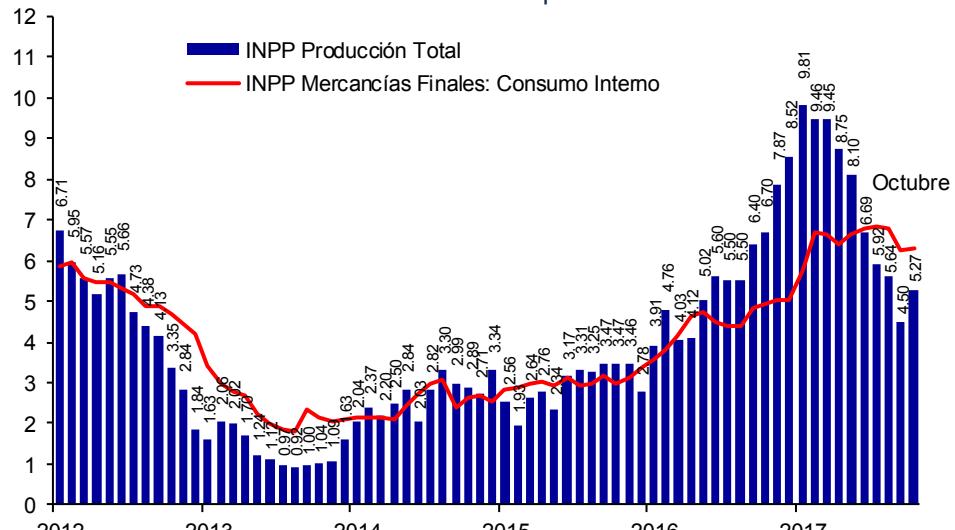
Fuente: INEGI.

2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En relación con el Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2017 disminuyó de 7.84 a 5.35 por ciento, y posteriormente a 5.27 por ciento en octubre de 2017 (Gráfica 11). El subíndice de precios de mercancías de exportación del INPP es el que ha presentado las mayores reducciones en sus tasas de variación anual (7.04 y 2.25 por ciento en el segundo y tercer trimestre de 2017, respectivamente, mientras que en octubre de 2017 se situó en 3.94 por ciento). Esto reflejando el hecho de que, al incluir bienes que se cotizan en dólares, la variación de este índice trasladada a moneda nacional se ha visto reducida por la tendencia a la apreciación que mostró la moneda nacional en buena parte del período analizado. Por su parte, la tasa de variación anual del subíndice de precios de las mercancías finales para consumo interno muestra una incipiente tendencia a la baja (6.60 y 6.62 por ciento en el segundo y tercer trimestre de 2017, en el mismo orden, al tiempo que en octubre de 2017 disminuyó a 6.32 por ciento). Como se ha señalado en informes previos, el subíndice del INPP de las mercancías finales para consumo interno es el que tiene mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios subyacentes de las mercancías al consumidor.³

³ Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril – Junio 2016, “¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP?”.

Gráfica 11
Índice Nacional de Precios al Productor^{1/}
 Variación anual en por ciento



3. Entorno Económico y Financiero Prevaleciente en el Tercer Trimestre de 2017

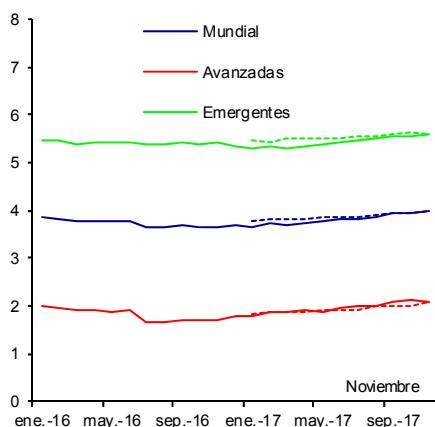
3.1. Condiciones Externas

3.1.1. Actividad Económica Mundial

La actividad económica mundial continuó expandiéndose durante el tercer trimestre del año, reflejando un ritmo de crecimiento más generalizado tanto de las economías avanzadas, como de las emergentes (Gráfica 12a). Esta expansión ha sido apoyada por un repunte de la inversión, del comercio internacional y de la producción industrial, aunado a un aumento en la confianza de los negocios y de las familias (Gráfica 12b y Gráfica 12c). No obstante, a pesar de la menor holgura que prevalece en la utilización de recursos, la inflación se mantiene por debajo de las metas de los principales bancos centrales en las economías avanzadas. Para el resto de 2017 y para 2018 se prevé que la economía global mantenga una moderada expansión. Este escenario sigue enfrentando riesgos a la baja, incluyendo una elevada incertidumbre en el ambiente geopolítico, la posibilidad de condiciones monetarias más astringentes en la mayoría de las principales economías avanzadas y posibles medidas proteccionistas en diversas regiones.

Gráfica 12
Actividad Económica Mundial

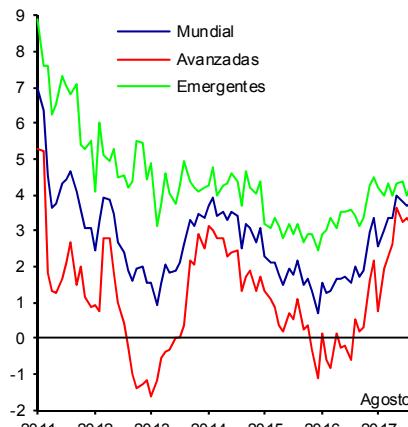
a) Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial para 2017 y 2018 Variación anual en por ciento



Nota: La línea punteada se refiere al pronóstico de crecimiento para 2018.

Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de Consensus Forecasts y FMI.

b) Producción Industrial
Variación anual en por ciento, a. e.



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

c) Confianza del Consumidor y de los Negocios Global Desviaciones estándar respecto al promedio 2010 - 2017



Nota: Incluye el 65 por ciento del PIB global y se refiere al promedio ponderado por la participación de cada país en el PIB global ajustando por la paridad de poder de compra.

Fuente: Banco de México con datos de Haver Analytics.

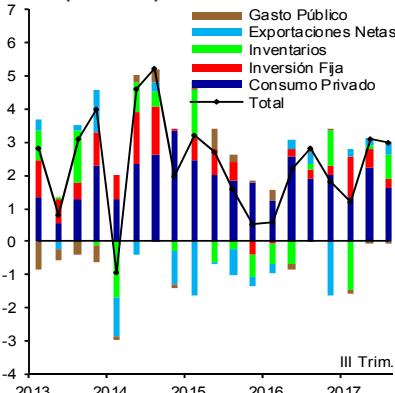
En Estados Unidos, la economía continuó registrando un crecimiento sólido durante el tercer trimestre, a pesar de los efectos significativos, pero temporales, de los huracanes Harvey, Irma y María en algunas regiones a finales de dicho trimestre. Así, el PIB creció 3.0 por ciento a tasa trimestral anualizada durante este periodo, ritmo similar al 3.1 por ciento registrado durante el segundo. Aunque a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre, el gasto en consumo privado continuó expandiéndose ante la recuperación del mercado laboral y los niveles relativamente elevados de riqueza y confianza de los hogares. Por su parte, la

inversión de los negocios se fortaleció, reflejando una continua recuperación en el sector energético y en la confianza de los negocios. Adicionalmente, las exportaciones aumentaron ante la mayor actividad económica global y la depreciación que registró el dólar hasta septiembre (Gráfica 13a y Gráfica 13b).

Por su parte, la producción industrial se contrajo temporalmente en el tercer trimestre, al registrar una caída de 0.3 por ciento a tasa trimestral anualizada (Gráfica 13c). Esto, reflejando el impacto negativo de los huracanes Harvey e Irma, los cuales afectaron las actividades extractivas, las manufacturas, y la producción de gas y electricidad. En el caso de las manufacturas, la contracción se debió, en gran parte, a la interrupción de actividades como la producción de químicos orgánicos y la refinación de petróleo en las regiones afectadas. En este sentido, la Reserva Federal estima que si se excluyera el impacto de los huracanes, la actividad industrial habría crecido alrededor de 1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el periodo referido. En octubre, la producción industrial y manufacturera se expandieron 0.9 y 1.3 por ciento a tasa mensual, respectivamente. No obstante, excluyendo los efectos del paso de los huracanes, la Reserva Federal estima que estas actividades crecieron sólo 0.3 y 0.2 por ciento respectivamente. Además, los indicadores prospectivos apuntan a una continua disipación de los efectos de los huracanes sobre la actividad industrial durante el cuarto trimestre.

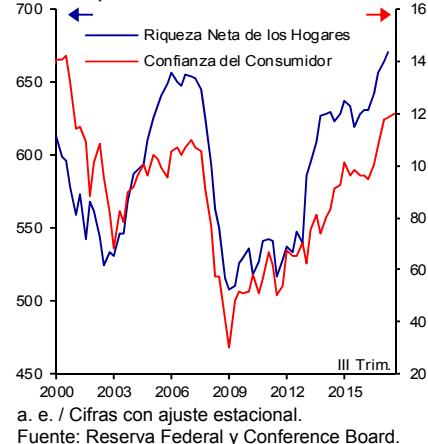
Gráfica 13
Actividad Económica en Estados Unidos

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



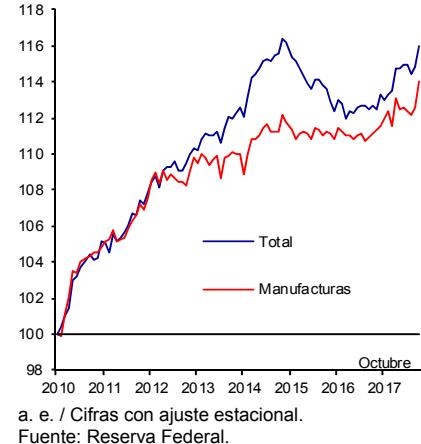
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

b) Riqueza Neta de los Hogares y
Confianza del Consumidor, a. e.
En por ciento del ingreso personal
disponible e Índice 1985=100



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

c) EUA: Actividad Industrial
Índice enero 2010=100, a. e.



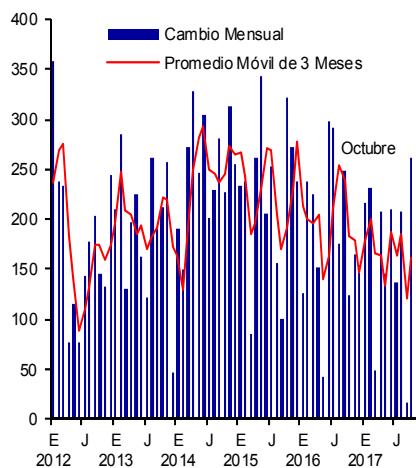
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal.

Este entorno de crecimiento sostenido en Estados Unidos siguió reflejándose en un continuo fortalecimiento del mercado laboral durante el periodo que cubre este Informe. En efecto, entre julio y octubre se generaron en promedio 156 mil nuevos puestos de trabajo cada mes. Si bien esta cifra es ligeramente inferior a la observada durante los primeros seis meses del año (Gráfica 14a), condujo a que la tasa de desempleo disminuyera de 4.4 en junio a 4.1 por ciento en octubre, ubicándose por debajo del nivel que la Reserva Federal estima como de largo plazo. De igual forma, indicadores como la apertura de nuevas plazas, las tasas de contrataciones y renuncias, y mediciones más amplias de la tasa de desempleo, continuaron reflejando una menor holgura en el mercado laboral (Gráfica 14b). No

obstante la continua mejoría en las condiciones del mercado laboral, los salarios han seguido creciendo a un ritmo moderado reflejando, entre otros factores, el bajo crecimiento de la productividad, cambios en la composición de la fuerza laboral y presiones competitivas para mantener los costos bajos (Gráfica 14c).

Gráfica 14
Mercado Laboral de Estados Unidos

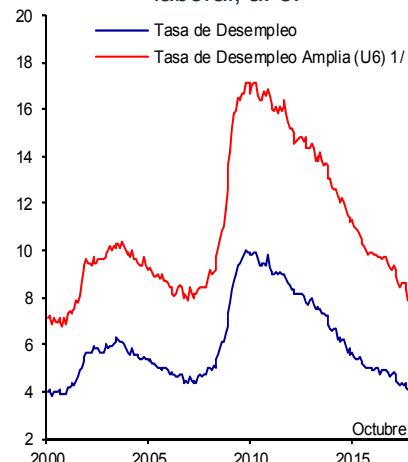
a) EUA: Nómina No Agrícola
En miles de empleos, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Bureau of Labor Statistics.

b) EUA: Medidas de Holgura del Mercado Laboral
En por ciento de la fuerza laboral, a. e.

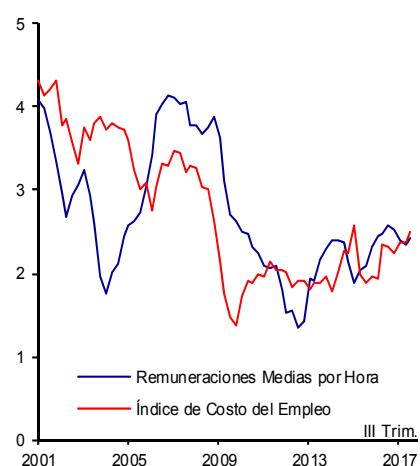


a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Incluye también a los trabajadores de tiempo parcial que desean trabajar tiempo completo y aquellos que no fueron contabilizados como desempleados porque no buscaron trabajo en las últimas 4 semanas.

Fuente: Bureau of Labor Statistics.

c) EUA: Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Bureau of Labor Statistics.

Las perspectivas favorables de crecimiento de la economía de Estados Unidos continúan enfrentando una elevada incertidumbre relacionada al rumbo que tomarán sus políticas económicas. Por un lado, se está discutiendo una reforma tributaria en ese país, y persiste incertidumbre sobre cuándo esta podría ser aprobada y sobre las características del posible paquete. Por otro lado, si bien se prevé que el proceso de normalización de la política monetaria sea gradual, existe el riesgo de que este sea más rápido que lo actualmente anticipado. Adicionalmente, continúa la incertidumbre sobre los resultados del proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) (ver Recuadro 1).

En la zona del euro, la actividad económica se expandió 2.5 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el tercer trimestre, ritmo similar al promedio observado durante la primera mitad del año. Dicho dinamismo siguió apoyándose en la recuperación de la demanda interna, la cual se ha beneficiado de las condiciones monetarias acomodaticias, la recuperación del crédito y los altos niveles de confianza tanto de los negocios, como de los consumidores. En contraste, las exportaciones netas se moderaron ante la fortaleza del euro durante la mayor parte de 2017. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó hacia 8.9 por ciento en septiembre, a la vez que las remuneraciones salariales han seguido aumentando a un ritmo moderado (Gráfica 15).

Recuadro1**Análisis del Balance Comercial Manufacturero de Estados Unidos con México en Términos de Valor Agregado****1. Introducción**

La fragmentación de los procesos productivos a lo largo de diferentes países, que ha dado surgimiento a Cadenas Globales de Valor (CGV), ha resultado en un aumento sustancial de la importancia de los bienes y servicios intermedios en relación con los bienes finales en los flujos comerciales agregados. Esto ha incrementado la complejidad de las relaciones entre industrias tanto al interior de un país, como en el comercio internacional. En la mayoría de las economías, una gran cantidad de importaciones se incorporan como insumos en la producción de bienes y servicios, los cuales posteriormente se reexportan. Dicha situación conduce a que el valor bruto de las exportaciones de un país esté sistemáticamente sobre estimando el valor agregado (VA) realmente contribuido por el país en el proceso productivo.

El Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) ofrece un claro ejemplo al respecto. La proximidad geográfica entre sus miembros, los diferenciales en costos y las facilidades a la apertura comercial han llevado al surgimiento de importantes redes compartidas de producción a lo largo de diferentes sectores entre los tres países. Esto ha permitido un aumento de la competitividad y bienestar en dichas economías (Caliendo y Parro, 2015). Sin embargo, los vínculos productivos entre estos países tradicionalmente han sido evaluados en términos de la evolución del tamaño y la composición de los flujos comerciales bilaterales brutos, lo cual, como ya se mencionó, puede inducir sesgos si se toma en cuenta que el tamaño de los flujos intermedios de comercio al interior del bloque, así como la importancia de los acuerdos de producción y la facilidad con que los bienes pueden cruzar las fronteras entre estos países, pueden conducir a una distorsión significativa de la información económica contenida en los flujos brutos.

De lo anterior surge la interrogante sobre si un país debiera tener como objetivo la reducción del déficit comercial bilateral bruto. Esto, ya que este balance no considera los complejos esquemas, ni el alto grado de contenido importado en las exportaciones al interior del TLCAN, y no refleja el valor agregado que realmente un país está generando con su inserción en los flujos de comercio. Adicionalmente, la medición del valor agregado efectivamente contenido en los flujos de comercio permite cuantificar el efecto que tienen estos procesos en la actividad económica y la generación de empleo.

Para solventar esta limitación, es necesario utilizar fuentes de información que contabilicen los vínculos de flujos de producción, consumo e ingreso entre diferentes sectores o industrias, así como al interior y entre países. Este recuadro busca cuantificar el balance de comercio bilateral manufacturero entre México y Estados Unidos desde una óptica de valor agregado, utilizando la matriz insumo-producto mundial (WIOD, por sus siglas en inglés)¹ para el periodo 2002-2014.

2. Descomposición de Exportaciones y Balance Comercial Manufacturero en Términos de Valor Agregado

Koopman et al. (2014) propone un marco contable y analítico para descomponer las exportaciones brutas con el objetivo de dar seguimiento a las fuentes de valor agregado contenidas en ellas tomando en cuenta todos los vínculos productivos entre industrias y países. Wang et al. (2013) extiende este marco a la descomposición de las exportaciones a nivel sectorial y bilateral. Este recuadro utilizará este último enfoque. De manera sintetizada, la intuición detrás de este método parte de definir las exportaciones del país *s* al socio comercial *r* como:

$$E^{sr} = c^{sr} + A^{sr}x^r \quad (1)$$

Donde E^{sr} es un vector de exportaciones del país *s* que incluye a aquellas destinadas a consumo final (c^{sr}) y aquellas utilizadas como insumos intermedios por el país *r* ($A^{sr}x^r$). Aquí, A^{sr} se refiere al sub-bloque de la matriz de requerimientos técnicos para producir una unidad de producto en la WIOD que corresponde a los sectores productivos del país *s* (filas), utilizados como insumos en los diferentes sectores productivos del país *r* (columnas). Por su parte, x^r se refiere al vector de producción del país *r*.

¹ Para una descripción más detallada de la WIOD ver Timmer et al. (2015).

También se definen los siguientes vectores de valor agregado:

$$\begin{aligned} V^s B^{ss} &= \begin{bmatrix} \sum_i^N v_i^s b_{i1}^{ss} \\ \sum_i^N v_i^s b_{i2}^{ss} \\ \vdots \\ \sum_i^N v_i^s b_{iN}^{ss} \end{bmatrix} & V^r B^{rs} &= \begin{bmatrix} \sum_i^N v_i^r b_{i1}^{rs} \\ \sum_i^N v_i^r b_{i2}^{rs} \\ \vdots \\ \sum_i^N v_i^r b_{iN}^{rs} \end{bmatrix} \\ V^t B^{ts} &= \begin{bmatrix} \sum_i^N v_i^t b_{i1}^{ts} \\ \sum_i^N v_i^t b_{i2}^{ts} \\ \vdots \\ \sum_i^N v_i^t b_{iN}^{ts} \end{bmatrix} & V^s L^{ss} &= \begin{bmatrix} \sum_i^N v_i^s l_{i1}^{ss} \\ \sum_i^N v_i^s l_{i2}^{ss} \\ \vdots \\ \sum_i^N v_i^s l_{iN}^{ss} \end{bmatrix} \end{aligned} \quad (2)$$

En los cuales el término v_i^n representa la razón de valor agregado a producción del sector i en el país n . Por su parte, el término b_{it}^s se refiere a los requerimientos totales de insumos que el i -ésimo sector del país s produce para el sector 1 en el país r . Estos términos se refieren a los elementos dentro de la matriz Leontief.² Finalmente, l_{it}^{ss} representa el elemento i,t dentro de la matriz Leontief de un país definida como $L^{ss} = (I - A^{ss})^{-1}$.

Con base en la metodología de Wang definimos las siguientes medidas de contenido de valor agregado en las exportaciones del país s al socio comercial r :

- 1) **DVA:** Contenido de valor agregado local en exportaciones de s .

$$DVA = (V^s B^{ss}) \circ c^{sr} + V^s B^{ss} \circ (A^{sr} X^r) \quad (3)$$

- 2) **FVA:** Contenido de valor agregado extranjero en las exportaciones de s al país r . Este puede provenir del socio comercial directo (r) o de terceros países.

$$FVA = \left(\sum_{t=s}^6 V^t B^{ts} \right) \circ c^{sr} + \left(\sum_{t=s}^6 V^t B^{ts} \right) \circ A^{sr} L^{rt} c^{rr} + \left(\sum_{t=s}^6 V^t B^{ts} \right) \circ A^{sr} L^{rt} E^{r*} \quad (4)$$

Donde \circ es el operador para la multiplicación elemento por elemento o producto Hadamard, y E^{r*} son las exportaciones totales del país r .

De tal forma que las exportaciones de s a r son la suma de su contenido de valor agregado local y extranjero:

$$E^{sr} = DVA + FVA \quad (5)$$

Habiendo definido estos términos procedemos a hacer un análisis del balance comercial manufacturero de EUA con México en términos de valor agregado.³

- 1) Las exportaciones mexicanas manufactureras a EUA ($X_{US,MX}$) se desagregan como:

$$X_{US,MX} = DVA_{MX} + FVA_{US}^{MX} + \sum_{i \neq US}^N FVA_i^{MX} \quad (6)$$

Donde:

DVA_{MX} : Es el valor agregado mexicano contenido en las exportaciones de México a EUA.

FVA_{US}^{MX} : Es el valor agregado estadounidense en las exportaciones de México a EUA.

FVA_i^{MX} : Es el valor agregado del país i en las exportaciones de México a EUA.

N : Es el número de países en la WIOD.

- 2) Las exportaciones manufactureras de EUA a México ($X_{MX,US}$) se desagregan como:

$$X_{MX,US} = DVA_{US} + FVA_{MX}^{US} + \sum_{i \neq MX}^N FVA_i^{US} \quad (7)$$

Donde:

DVA_{US} : Es el valor agregado estadounidense en las exportaciones de EUA a México.

FVA_{MX}^{US} : Es el valor agregado mexicano en las exportaciones de EUA a México.

FVA_i^{US} : Es el valor agregado del país i en las exportaciones de EUA a México.

De esta forma, si el balance comercial manufacturero bilateral de EUA con México (B) se define como:

$$B = X_{MX,US} - X_{US,MX} \quad (8)$$

Es posible reagrupar los términos con base en la descomposición descrita anteriormente, de tal forma que

² Para una mayor descripción de la derivación de la matriz Leontief en el contexto de la WIOD ver el Recuadro 2 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2016 de Banco de México.

³ Los flujos de comercio brutos contenidos en la WIOD difieren de las cifras oficiales reportadas, ya sea por el Departamento de Comercio

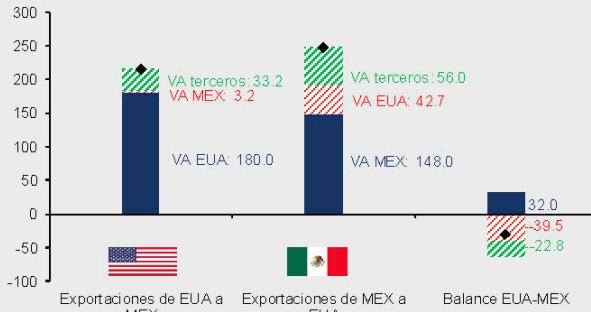
en EUA o por el Banco de México. Las cifras de comercio brutas de este recuadro se armonizan con las cifras oficiales del Departamento de Comercio de EUA calculando el porcentaje de VA que corresponde a cada socio comercial dentro de las exportaciones de cada sector con la información de la WIOD.

el balance comercial bruto puede expresarse como:

$$B = (DVA_{US} - DVA_{MX}) + (FVA_{MX}^{US} - FVA_{US}^{MX}) + \left(\sum_{i \neq MX}^N FVA_i^{US} - \sum_{i \neq US}^N FVA_i^{MX} \right) \quad (9)$$

La Gráfica 1 ilustra esta ecuación para el 2014. La columna izquierda muestra la descomposición de las exportaciones manufactureras de EUA a nuestro país. Estas ascendieron a 216.4 MMD en 2014, de los cuales 180 MMD corresponden a contenido de EUA, 3.2 MMD a contenido mexicano y 33.2 MMD a contenido de terceros países. Por su parte, las exportaciones manufactureras mexicanas a EUA ascendieron a 246.7 MMD, de los cuales 148 MMD corresponden a contenido mexicano, 42.7 MMD a contenido estadounidense y 56 MMD a contenido de terceros países. Es decir, una vez que se toma en cuenta el efecto de la participación de los tres países en las cadenas compartidas de producción, lo que permite identificar el contenido de valor agregado local, se observa que la relación comercial entre los miembros del TLCAN conlleva un impulso importante para la actividad económica y la generación de empleo. Adicionalmente, si bien el balance comercial manufacturero en términos brutos representa un déficit para EUA por 30.3 MMD, el balance comercial manufacturero en términos de valor agregado arroja un superávit para ese país por un monto de 32 MMD. Es decir, a pesar de que Estados Unidos tiene un déficit bruto con México en el comercio de manufacturas, una vez que se considera la contribución particular del primero a la generación de valor agregado a través de su comercio con México, resulta que el valor agregado generado por Estados Unidos e incorporado en el comercio es incluso mayor que el de México, y por ende tiene un superávit en términos de valor agregado.⁴

Gráfica 1
Descomposición de Exportaciones y del Balance
Comercial Bilateral Bruto Manufacturero de Estados
Unidos con México (2014)
Miles de millones de dólares



Nota: Los rombos se refieren a las exportaciones y al balance comercial manufacturero bruto.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

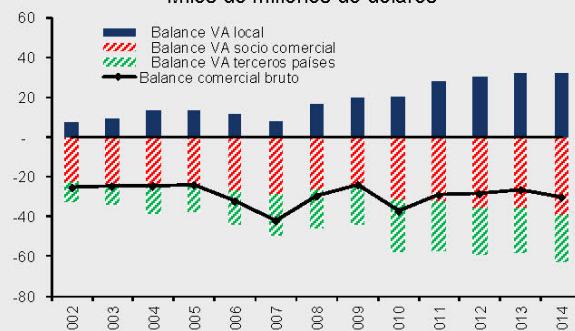
La Gráfica 2 muestra que si bien el déficit comercial manufacturero bruto para EUA se ha mantenido en niveles significativos desde 2002, el superávit en términos de VA para EUA ha aumentado consistentemente a lo largo del tiempo. De la ecuación (9) puede observarse que el balance en VA difiere del balance comercial bruto por la presencia de dos términos:

- **Balance de valor agregado indirecto del socio comercial** (Término II). Se refiere al contenido del socio comercial directo (EUA o México) en las exportaciones de los dos países. Así, el balance bruto sobre estima el déficit de EUA debido a que el contenido de VA de EUA en las exportaciones mexicanas es significativamente mayor al contenido de VA mexicano en las exportaciones de EUA. La Gráfica 2 muestra que este término ha aumentado en relevancia a lo largo del tiempo.
 - **Balance de valor agregado extranjero ajeno a la relación bilateral** (Término III). Este es un término que mide la intensidad en VA de terceros países y reduce el balance comercial bruto para EUA en la medida en que el VA extranjero proveniente de otros países contenidos en las exportaciones mexicanas sea mayor que el contenido en las exportaciones de EUA. La importancia de este término se ha incrementado ligeramente a lo largo del periodo.

⁴ Utilizando la información de la OCDE de "Comercio en valor agregado" (TiVA, por sus siglas en inglés) se obtienen resultados consistentes

con las estimaciones de este recuadro en el sentido de que el déficit comercial bruto de EUA con México conlleva un superávit en términos de valor agregado.

Gráfica 2
Descomposición del Balance Comercial Bruto Manufacturero de Estados Unidos con México
Miles de millones de dólares



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

El Cuadro 1 extiende la metodología presentada anteriormente para descomponer el balance comercial bruto total de bienes, incluyendo los sectores agropecuarios y de minería, al tiempo que desglosa el balance manufacturero entre algunos de los principales sectores productivos. Podemos observar una dinámica similar a nivel sectorial y agregado, en el sentido que los déficits comerciales brutos que presenta EUA con México realmente conllevan un superávit de EUA en términos de valor agregado, o se reducen significativamente una vez que se toma en cuenta el componente importado de las exportaciones de ambos países.

Cuadro 1
Balance Comercial Sectorial de EUA con México (2014)
Miles de millones de dólares

	Balance Comercial Bruto	Balance de Valor Agregado
Total bienes	-54.07	9.80
Agricultura	-3.00	-2.48
Minería	-20.82	-19.74
Manufacturas	-30.25	32.02
Electrónicos	-11.04	17.84
Equipo de transporte	-59.46	-32.97
Químicos	19.12	17.20
Maquinaria	4.02	5.64
Equipo eléctrico	-8.54	-0.15
Metales básicos	1.01	0.67
Otras manufacturas	24.64	23.79

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Asimismo, es preciso señalar que los componentes de contenido local en las exportaciones no sólo incluyen el valor agregado generado en un sector exportador, sino que también consideran la contribución que hacen los diferentes sectores de la economía local a la producción

de las exportaciones de un sector en particular. En este sentido, las exportaciones de un sector representan un vehículo de exportación directa por parte del propio sector; pero también un vehículo de exportación indirecta del valor agregado de otros sectores. El Cuadro 2 presenta el porcentaje del VA local contenido en las exportaciones manufactureras bilaterales entre México y EUA que fue exportado indirectamente (es decir VA de un sector contenido en las exportaciones de otro sector). Puede observarse que en la mayoría de los sectores las exportaciones de EUA fungen en mayor medida como vehículos de exportación indirecta que en el caso de las exportaciones mexicanas.⁵

Cuadro 2
Valor Agregado Local Exportado Indirectamente a través de un Sector Distinto al que lo Generó (2014)
En por ciento del valor agregado local total

Sector	En exportaciones estadounidenses	En exportaciones mexicanas
Alimentos	64.00	45.32
Metales básicos	63.54	51.03
Textiles y vestimenta	58.76	34.07
Equipo de transporte	58.60	42.39
Madera	57.56	46.05
Papel	57.09	47.11
Maquinaria	50.61	42.67
Min. No met.	48.91	38.56
Equipo eléctrico	45.64	49.04
Químicos	35.69	50.80
Electrónicos	19.37	40.82

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Finalmente, el Cuadro 3 presenta un análisis comparativo del balance comercial manufacturero de EUA con sus principales socios comerciales. Se observa una clara diferencia en la naturaleza de la relación comercial de Estados Unidos con los países miembros del TLCAN y con países ajenos al bloque. Así, en la mayoría de los casos, Estados Unidos presenta déficits comerciales significativos fuera del TLCAN tanto en términos brutos como en valor agregado. Por el contrario, los balances en valor agregado con los miembros del TLCAN representan un superávit significativo para EUA una vez que se controla por los altos contenidos de valor agregado importado en las exportaciones entre sus miembros, derivados de los complejos vínculos productivos al interior del bloque.

⁵ Contrastan los casos de las exportaciones de equipo eléctrico, electrónicos y químicos de Estados Unidos en los que un porcentaje muy bajo de valor agregado proviene de otros sectores.

Cuadro 3
Balance Comercial Manufacturero de EUA con Países Seleccionados (2014)
Miles de millones de dólares

	Balance Comercial Bruto	Balance de Valor Agregado
Canadá	53.39	82.97
México	-30.25	32.02
TLCAN	23.14	114.99
Alemania	-73.78	-47.30
China	-368.07	-300.06
Corea del Sur	-30.67	-12.68
India	-23.65	-15.88
Japón	-75.22	-52.89
Reino Unido	-1.53	5.74

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la World Input-Output Database y el Departamento de Comercio de Estados Unidos.

3. Consideraciones Finales

La complejidad e importancia de las Cadenas Globales de Valor empaña la información económica contenida en cifras brutas de comercio debido al alto contenido de valor agregado importado en estos flujos.

El balance comercial manufacturero entre Estados Unidos y México es un claro ejemplo de ello. Si bien en términos brutos este representa un déficit significativo para EUA, una vez que se controla por el contenido importado en las exportaciones de ambos países, la relación comercial entre estos le representa un superávit significativo a EUA. En este contexto, la relación comercial de EUA con los miembros del TLCAN contrasta significativamente con su relación con otros países, en el sentido de que los déficits comerciales brutos que mantiene con estos últimos, sí representan déficits en términos de VA. Ello refleja la importancia de las relaciones y vínculos productivos al interior del bloque, que ha permitido una relación mutuamente benéfica entre sus miembros.

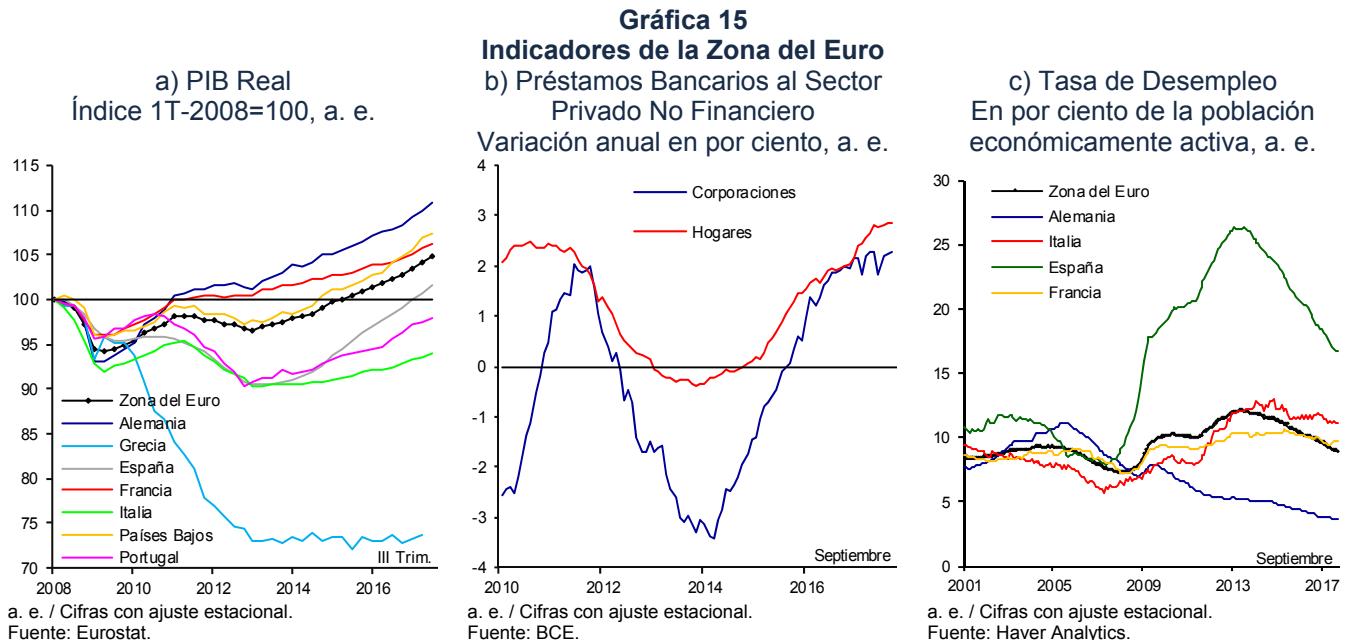
Referencias

Caliendo, L., & Parro, F. (2015). Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA. *The Review of Economic Studies*, 82(1), 1-44.

Koopman, R., Wang, Z., & Wei, S. J. (2014). Tracing value-added and double counting in gross exports. *The American Economic Review*, 104(2), 459-494.

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

Wang, Z., Wei, S. J., & Zhu, K. (2013). Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels. National Bureau of Economic Research, WP No. w19677.

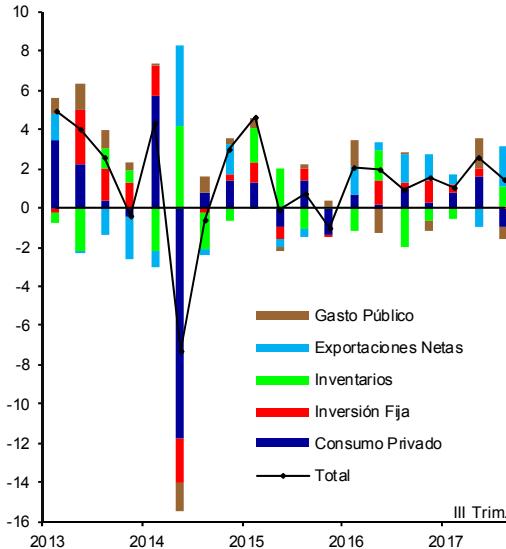


En Japón, la actividad económica creció a una tasa trimestral anualizada de 1.4 por ciento durante el tercer trimestre del año, luego de expandirse en 2.6 por ciento en el segundo (Gráfica 16a). Por una parte, el crecimiento fue apoyado por la recuperación de las exportaciones netas, la acumulación de los inventarios y la expansión de la inversión en equipo. En contraste, el consumo privado, la inversión pública y el gasto del gobierno se contrajeron respecto al trimestre previo, debido a condiciones climáticas adversas y al desvanecimiento del impulso fiscal. En este entorno, la tasa de desempleo se mantuvo en 2.8 por ciento.

En el Reino Unido, la actividad económica en el tercer trimestre se expandió a una tasa trimestral anualizada de 1.6 por ciento, comparado con el 1.2 por ciento observado durante el segundo (Gráfica 16b). Por una parte, las exportaciones netas repuntaron, apoyadas por la expansión global y la depreciación previa de la libra. Por otra parte, la inversión privada continuó creciendo moderadamente, si bien se ha debilitado ante la incertidumbre asociada a las negociaciones sobre el proceso de salida de ese país de la Unión Europea. En contraste, el consumo privado se mantuvo débil como resultado de la menor confianza de los consumidores y del debilitamiento del ingreso real, esto último derivado de un crecimiento moderado de los salarios y de un aumento de la inflación. En este entorno, la tasa de desempleo continuó disminuyendo para ubicarse en 4.3 por ciento en septiembre, su nivel más bajo en más de cuatro décadas.

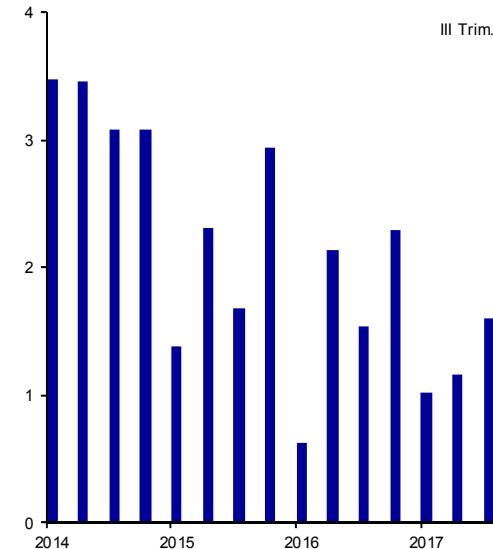
Gráfica 16
Actividad Económica en Japón y Reino Unido

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



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

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



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

La actividad productiva en la mayoría de las economías emergentes ha seguido recuperándose durante el tercer trimestre. El gasto interno aumentó, apoyado por la mejoría en la confianza del consumidor y de las empresas y por condiciones crediticias menos restrictivas. Además, la producción industrial en dichas economías continuó expandiéndose tanto por la mayor demanda externa, como por el crecimiento de la demanda interna (Gráfica 17a y Gráfica 17b).

En el caso particular de China, la actividad económica siguió expandiéndose a un ritmo relativamente elevado, de 6.8 por ciento anual, durante el tercer trimestre. Esta cifra se compara con el 6.9 por ciento observado en los dos trimestres previos (Gráfica 17c). A pesar de las políticas implementadas recientemente por el gobierno chino para promover la estabilidad financiera, los riesgos continúan siendo elevados debido al rápido crecimiento del crédito y a la elevada vulnerabilidad del sector corporativo.

Gráfica 17
Indicadores de Economías Emergentes

a) Economías Emergentes:
 Indicadores de Actividad Económica

Índice de difusión (50=neutral) y
 variación anual en por ciento,
 promedio móvil de tres meses, a. e.



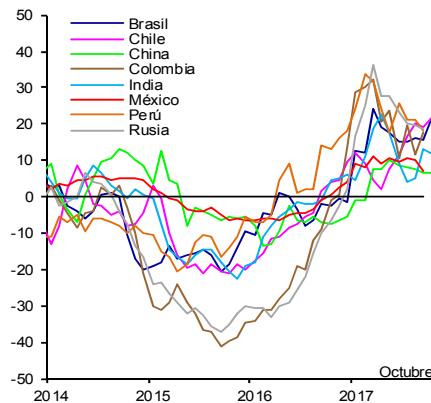
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Nota: Producción industrial y ventas al menudeo expresadas en volúmenes.

Fuente: CPB Netherlands, Markit, Haver Analytics y FMI.

b) Economías Emergentes:
 Exportaciones

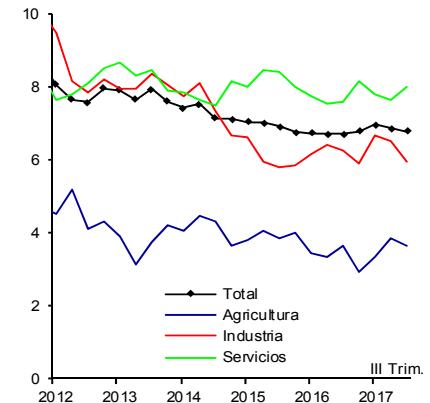
Variación anual de la media móvil
 de 3 meses en por ciento



Nota: Cifras nominales.

Fuente: Haver Analytics.

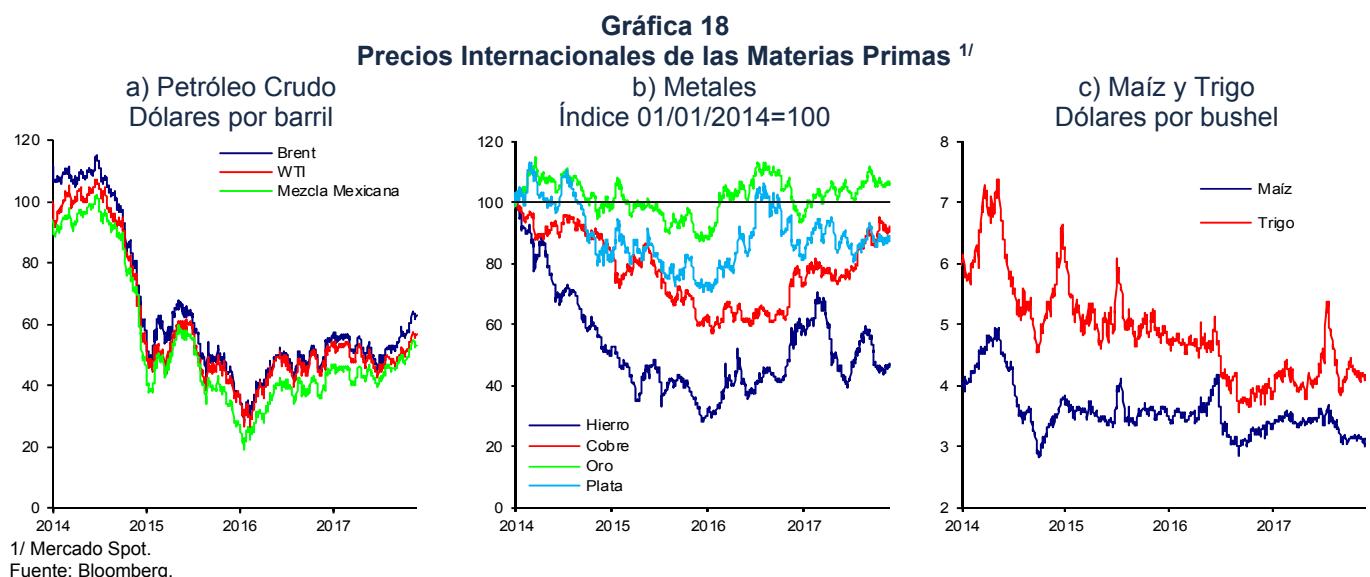
c) China: Producto Interno Bruto
 Variación anual en por ciento



Fuente: Haver Analytics.

3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, una recuperación durante el periodo que cubre este Informe. El repunte en los precios del petróleo se debió principalmente a las condiciones favorables de demanda, al cumplimiento de los objetivos de recortes de producción acordados por diversos países, así como al efecto de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente sobre dichos precios (Gráfica 18a). Del mismo modo, los precios de los metales industriales tuvieron un crecimiento elevado en los últimos meses ante las perspectivas favorables para la actividad manufacturera global y la inversión en infraestructura en China (Gráfica 18b). En contraste, los precios de los granos disminuyeron ante los indicios de un incremento en la oferta global, luego de un periodo de elevada volatilidad (Gráfica 18c).



3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación general aumentó ligeramente en la mayoría de las economías avanzadas durante el periodo que se reporta como consecuencia del incremento en los precios de la energía y de los alimentos, si bien se ubicó por debajo de la meta de sus bancos centrales. Adicionalmente, la inflación subyacente se mantuvo en niveles bajos, reflejando el débil crecimiento de los salarios, factores idiosincrásicos y, posiblemente, aspectos estructurales como el avance tecnológico y la mayor integración económica derivada de la globalización (Gráfica 19a). Adicionalmente, las expectativas de inflación provenientes de encuestas entre analistas y las implícitas en instrumentos de mercado también se mantuvieron en niveles reducidos.

En Estados Unidos, la inflación se ha ubicado persistentemente por debajo del 2 por ciento. En efecto, el deflactor del gasto en consumo aumentó de una tasa anual de 1.4 por ciento en junio a 1.6 por ciento en septiembre, respondiendo principalmente al repunte de los precios de la gasolina a consecuencia de los huracanes. Por su parte, el indicador subyacente disminuyó de 1.5 a 1.3 por ciento en dicho periodo debido a factores idiosincrásicos, como las reducciones de precios en servicios de telefonía, servicios de alojamiento y bienes relacionados al cuidado de la salud.

En la zona del euro, la inflación general pasó de una tasa anual de 1.3 por ciento en junio a 1.4 por ciento en octubre, apoyada principalmente por el avance de los precios de alimentos no procesados. Mientras tanto, la inflación subyacente disminuyó de 1.1 por ciento en junio a 0.9 por ciento en octubre debido, principalmente, a la reducción de los precios de ciertos bienes y servicios, que se espera se revierta parcialmente en los próximos meses.

En el Reino Unido, la tasa de inflación general pasó de 2.6 por ciento en junio a 3 por ciento en octubre, su mayor nivel desde abril de 2012. Asimismo, el componente subyacente aumentó de 2.4 por ciento en junio a 2.7 por ciento en octubre. La mayor inflación se debió, principalmente, al incremento en los precios de los energéticos, a las mayores presiones inflacionarias derivadas de la

reducción en la holgura, y al continuo efecto de la depreciación que registró la libra esterlina durante el año pasado.

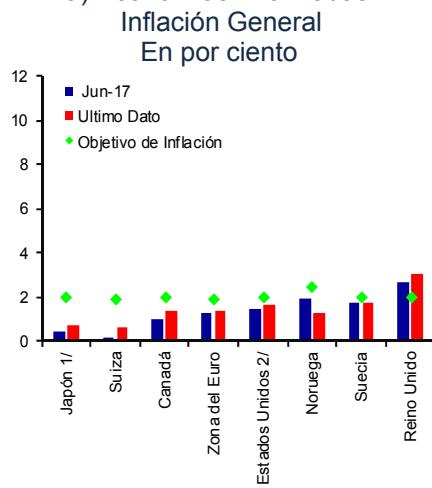
En Japón, la inflación general aumentó de 0.4 por ciento en junio a 0.7 por ciento en septiembre. Mientras tanto, el indicador subyacente, que excluye alimentos frescos y energía, avanzó de 0 a 0.2 por ciento en dicho periodo. Lo anterior se explica por una mayor estabilidad en los componentes de servicios y bienes subyacentes. No obstante, las expectativas inflacionarias se mantuvieron bajas.

En la mayoría de las economías emergentes, las presiones inflacionarias continuaron siendo moderadas, debido principalmente a que aún prevalece un nivel significativo de holgura en la mayoría de las regiones. En particular, la inflación se ubicó en su nivel más bajo de la última década en países como Brasil y Rusia, mientras que se mantuvo por debajo de la meta de sus bancos centrales en países como Tailandia, China y Chile. No obstante, en otras economías emergentes la inflación aumentó debido a factores idiosincrásicos, destacando los casos de Turquía, como reflejo del impacto en los precios del debilitamiento de su divisa, y Argentina, ante el incremento en tarifas administradas por el gobierno (Gráfica 19b).

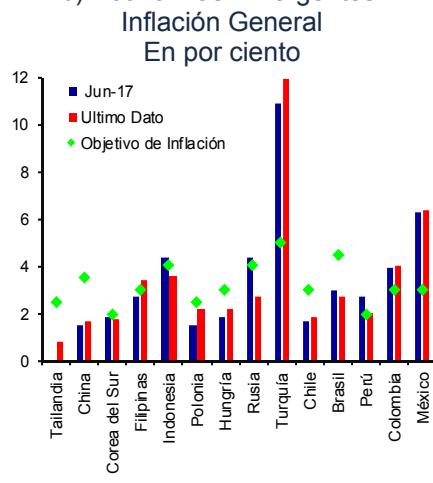
Gráfica 19

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

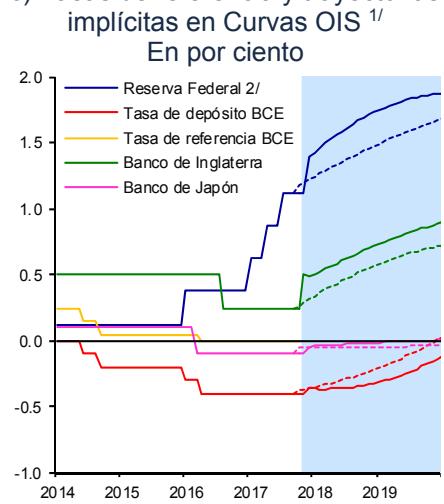
a) Economías Avanzadas:



b) Economías Emergentes:



c) Tasas de referencia y trayectorias implícitas en Curvas OIS^{1/}



1/ Excluye alimentos frescos.

2/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo. Cifra con ajuste estacional.

Fuente: Haver Analytics.

Fuente: Haver Analytics.

1/ OIS: Swap de tasa de interés fija por flotante en donde la tasa de interés fija es la tasa de referencia efectiva a un día. Las líneas punteadas se refieren a la trayectoria implícita al 30/jun/2017 y las continuas al 21/nov/2017.

2/ Promedio del rango objetivo de la tasa de fondos federales.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.

3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno donde la inflación y sus expectativas se mantienen persistentemente bajas, los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron políticas monetarias acomodaticias, si bien algunos de estos continuaron o iniciaron con su gradual normalización. Hacia adelante, persiste la perspectiva de que dichas políticas continuarán siendo laxas. Los instrumentos de deuda de las economías avanzadas continuaron reflejando la

expectativa de que los incrementos en las tasas de interés de referencia se darán de forma gradual (Gráfica 19c).

Si bien en su reunión de noviembre la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio, por tercera ocasión consecutiva, el rango objetivo de la tasa de fondos federales entre 1 y 1.25 por ciento, las perspectivas de que incremente su tasa en diciembre se han reforzado. En su último comunicado, describió el crecimiento como sólido por primera vez desde principios de 2015. La Reserva Federal también destacó que la inflación subyacente se mantiene baja, si bien continúa anticipando que converja gradualmente a su meta de 2 por ciento. Ante esto, dicha Institución agregó que la postura más adecuada continúa siendo la de un ajuste gradual de la política monetaria, reiterando que continuará vigilando de cerca la evolución de la inflación. Adicionalmente, tal como lo anunció en su reunión de septiembre, esa Institución inició el programa de reducción de su hoja de balance en octubre.

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo, en octubre, el nivel de sus tasas de interés de referencia y anunció que a partir de enero de 2018 reducirá el monto mensual de compras de bonos de 60 a 30 mil millones de euros, ampliándolo hasta septiembre de 2018. Además, enfatizó que dicho programa podría extenderse por más tiempo en caso de que la trayectoria esperada de la inflación no sea congruente con el logro de su meta. Por otra parte, el BCE hizo hincapié en que, una vez que termine el programa de compra de activos, continuará reinvertiendo los vencimientos de los mismos por un período extendido. Además, reiteró que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles actuales más allá del término del programa de compra de valores.

El Banco de Inglaterra, en su reunión de noviembre, elevó en 25 puntos base su tasa de referencia por primera vez desde julio de 2007 y mantuvo sin cambio su programa de compra de bonos. Dicho ajuste se dio como respuesta al incremento en la inflación por encima de su objetivo, en un contexto en el que considera que la holgura que prevalece en el mercado laboral es limitada. No obstante, en su comunicado, dicha Institución enfatizó los efectos negativos sobre su economía de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, destacando que dicho evento ha acentuado las tendencias negativas que se venían observando en la inversión y en la oferta laboral, disminuyendo el ritmo al que la economía puede crecer sin generar inflación. Adicionalmente, el Comité de Política Monetaria destacó que cualquier incremento adicional de su tasa de referencia será gradual y limitado.

El Banco de Japón, en octubre, mantuvo sin cambio su tasa de referencia, las características de su programa de compra de activos y su guía para el manejo de la curva de rendimientos. Ello en una reunión en la que revisó a la baja sus perspectivas inflacionarias para 2017 y 2018, mientras que reafirmó su expectativa de que alcanzará su meta de inflación de 2 por ciento en 2019. Dicha Institución destacó que, si bien los riesgos a la actividad económica se han balanceado, aquellos para la inflación continúan sesgados a la baja. Ante esto, algunos de sus miembros reiteraron que es pronto para hablar de un retiro de estímulos monetarios.

El Banco de Canadá mantuvo sin cambio su tasa de referencia en 1 por ciento en su reunión de octubre, luego de haberla incrementado en 25 puntos base en cada una de sus dos reuniones previas. En su comunicado más reciente, dicha Institución mostró un tono menos restrictivo, al indicar que aún hay holgura en el mercado laboral, lo que permitiría un mayor crecimiento económico sin generar presiones inflacionarias en el corto plazo. Además, señaló que prevé que el

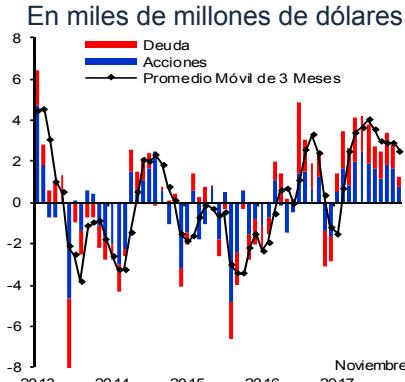
reciente fortalecimiento del dólar canadiense retrase ligeramente la convergencia de la inflación hacia su meta de 2 por ciento, la cual espera se dé en la segunda mitad de 2018.

Por su parte, en algunas economías emergentes, tales como Brasil, Chile, Colombia, India, Indonesia, Perú y Rusia, las posturas monetarias se continuaron relajando, en línea con las bajas presiones inflacionarias. No obstante, en ciertos casos particulares, los bancos centrales aumentaron su tasa de interés de política en respuesta a factores idiosincrásicos, como en el caso de Argentina y República Checa.

Durante el periodo que cubre este Informe, los mercados financieros se beneficiaron del escenario de mayor recuperación económica, del incremento en la expectativa de que se apruebe un paquete fiscal en Estados Unidos y de la perspectiva de que las condiciones monetarias continúen siendo acomodaticias (Gráfica 20 y Gráfica 21). En este contexto, en las economías avanzadas y en algunas emergentes los precios de los activos financieros continuaron aumentando. En particular, los índices accionarios registraron nuevos máximos históricos en algunas economías avanzadas. Por su parte, luego de depreciarse contra las principales monedas durante la mayor parte del año, el dólar estadounidense experimentó una apreciación a partir de septiembre, en parte reflejando el avance esperado en la normalización de su política monetaria. A su vez, en algunas economías emergentes siguieron observándose entradas de capitales. Esto, en un entorno en el que prevaleció la búsqueda de rendimientos y la baja volatilidad.

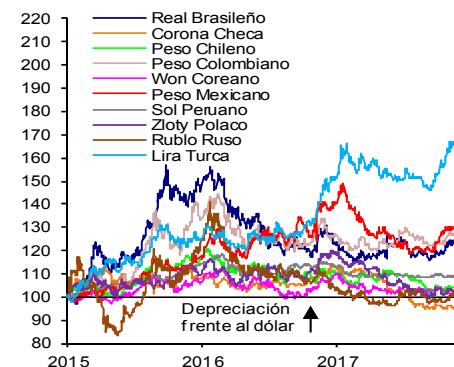
No obstante, hacia adelante persiste la posibilidad de escenarios más adversos, en particular ante la incertidumbre que aún existe sobre el proceso de normalización monetaria de las economías avanzadas, las tensiones geopolíticas en diversas regiones, así como los riesgos a la integración comercial a nivel global. Además, existen preocupaciones sobre algunos de los elementos que podrían contener la propuesta final de reforma tributaria de Estados Unidos. En este contexto, no se pueden descartar episodios de volatilidad y ajustes en las valuaciones de los activos financieros en caso de materializarse alguno de estos escenarios.

Gráfica 20

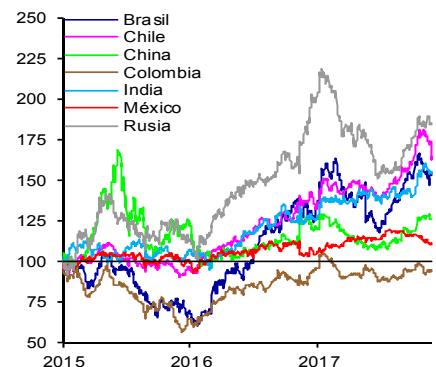
Indicadores Financieros de Economías Emergentes Seleccionadas**a) Flujos Mensuales de Fondos Dedicados a Economías Emergentes^{1/}**

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

Fuente: EPFR.

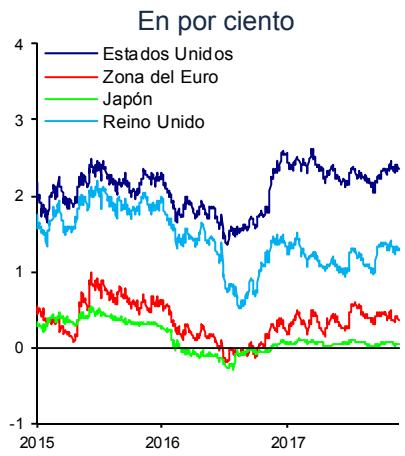
**b) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2015=100**

Fuente: Bloomberg.

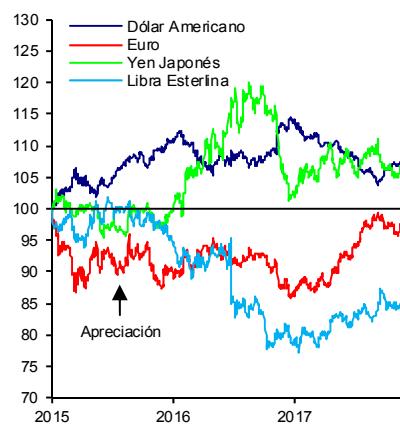
**c) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2015=100**

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 21

Indicadores Financieros de Economías Avanzadas Seleccionadas**a) Rendimiento de los Bonos a 10 Años**

Fuente: Bloomberg.

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

3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

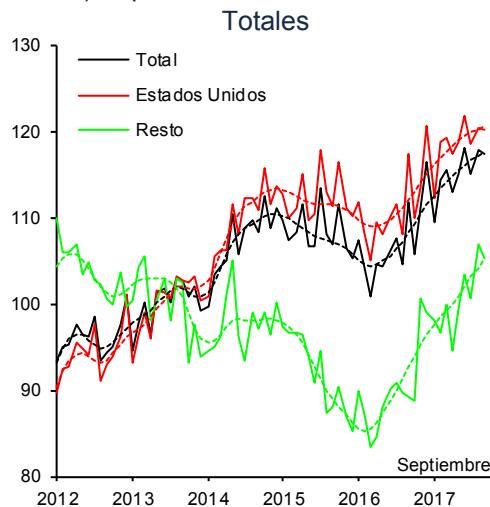
En el tercer trimestre de 2017, la economía mexicana registró una contracción, la cual reflejó tanto una desaceleración más acentuada de algunos componentes de la demanda agregada, como los efectos adversos, aunque temporales, ocasionados por los sismos y por la importante reducción de la producción petrolera que tuvieron lugar en septiembre.⁴ En particular, si bien la demanda externa mantuvo una trayectoria creciente, se aprecia cierta desaceleración en el consumo privado, además de que prevaleció la debilidad que la inversión ha venido mostrando desde mediados de 2015.

En cuanto a la demanda externa, en el periodo julio – septiembre de 2017 las exportaciones manufactureras siguieron expandiéndose, después de la tendencia negativa que registraron durante 2015 y principios de 2016 (Gráfica 22a). El incremento que presentaron durante el trimestre que se reporta se originó del avance de las exportaciones automotrices, en especial de las dirigidas a destinos distintos de Estados Unidos, toda vez que las no automotrices permanecieron en niveles similares a los observados el trimestre previo. Esto último reflejó, en buena medida, el estancamiento en los envíos a países distintos a Estados Unidos, si bien las dirigidas a ese país también mostraron cierta desaceleración (Gráfica 22b y Gráfica 22c). A su vez, las exportaciones petroleras exhibieron un aumento en el tercer trimestre del año, aunque continuaron situándose en niveles particularmente bajos. El alza de estas exportaciones en el trimestre se debió tanto a un mayor precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, como a un mayor volumen de crudo exportado (Gráfica 22d). En efecto, a pesar de la notoria caída en la plataforma de producción petrolera en el periodo que se reporta, el nivel de las exportaciones de crudo se incrementó.

⁴ El 31 de octubre de 2017, el INEGI publicó la nueva información del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM) derivada del cambio de año base de 2008 a 2013. Destaca que con información del PIB del periodo 1993 a 2016 la tasa anual promedio de crecimiento se modificó de 2.59 por ciento con el año base 2008 a 2.46 por ciento con el año base 2013. No obstante, los nuevos datos indican que el ritmo de expansión del PIB en los años más recientes fue mayor al anteriormente publicado. En particular, las tasas de crecimiento del PIB pasaron de 2.27, 2.65 y 2.29 por ciento en 2014, 2015 y 2016, respectivamente, a 2.85, 3.27 y 2.91 por ciento, en ese mismo orden.

Gráfica 22
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.

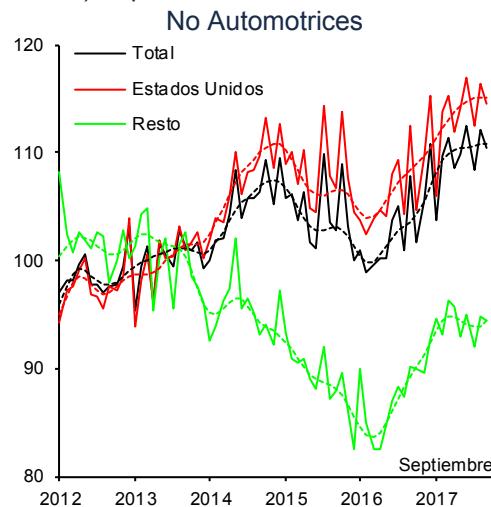
a) Exportaciones Manufactureras



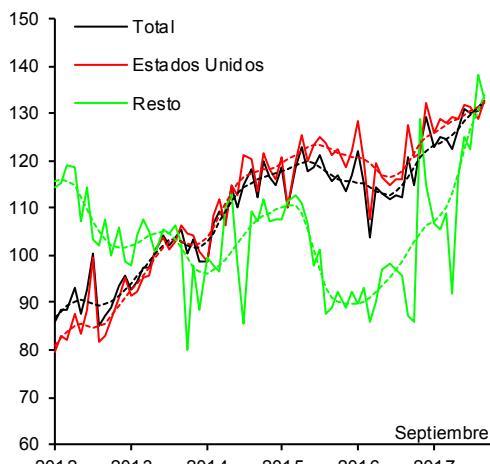
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia basadas en información en dólares nominales. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

b) Exportaciones Manufactureras



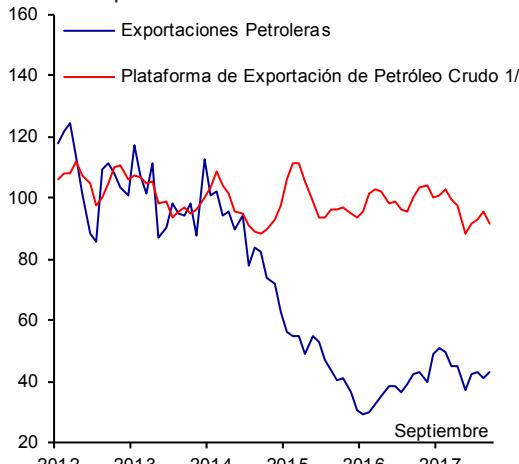
c) Exportaciones Manufactureras Automotrices



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

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

d) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

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

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

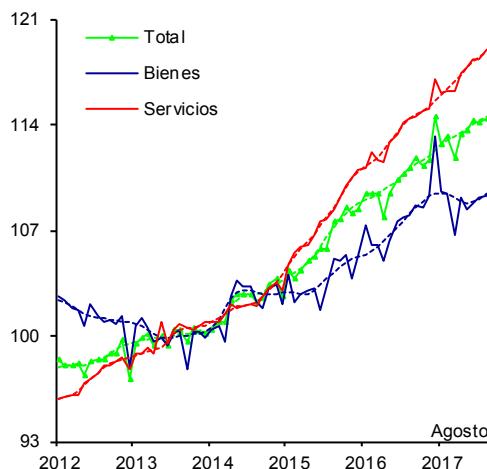
De acuerdo a su indicador mensual, en el bimestre julio – agosto de 2017 el consumo privado continuó presentando una tendencia positiva, si bien registró cierta desaceleración respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016 (Gráfica 23a). En efecto, se aprecia una desaceleración del consumo de bienes durante la primera mitad de 2017, si bien en los meses más recientes este mostró

cierta recuperación. En contraste, el consumo de servicios siguió exhibiendo una trayectoria creciente.

- i. No obstante que algunos determinantes del consumo han presentado cierta desaceleración en lo que va del año, estos siguen contribuyendo a que el consumo privado se mantenga en niveles relativamente elevados. En particular, como resultado del crecimiento de la población ocupada remunerada, la masa salarial real continúa ubicándose en niveles por encima de los observados en 2008, a pesar del efecto que la inflación ha tenido sobre las remuneraciones reales (Gráfica 24a). Asimismo, los ingresos por remesas se mantienen en niveles particularmente altos, al tiempo que la confianza del consumidor ha recuperado los niveles reportados a principios de 2016, si bien aún se mantiene por debajo de los registrados en 2015 (Gráfica 24b y Gráfica 24c).
- ii. Sin embargo, después del dinamismo exhibido en 2016, indicadores oportunos, si bien de menor cobertura, como los ingresos en establecimientos al por menor y las ventas de vehículos ligeros, han mostrado una tendencia negativa en lo que va del año (Gráfica 23b). Adicionalmente, se ha observado recientemente una desaceleración en el crédito al consumo (ver Sección 3.2.3).
- iii. Finalmente, también es posible que la desaceleración del consumo esté asociada, en cierta medida, a la incertidumbre en torno a la renegociación del TLCAN.

Gráfica 23
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.

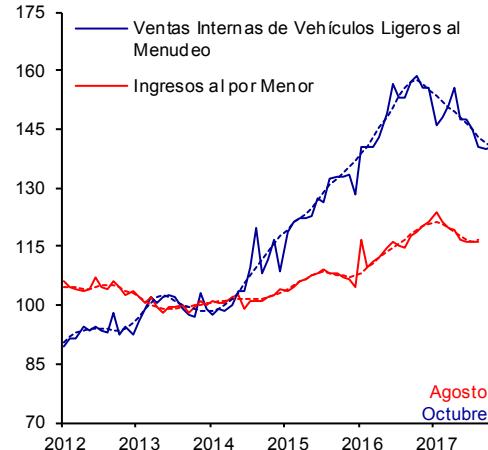
a) Consumo Privado Total, Consumo de Bienes y de Servicios Nacionales



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

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

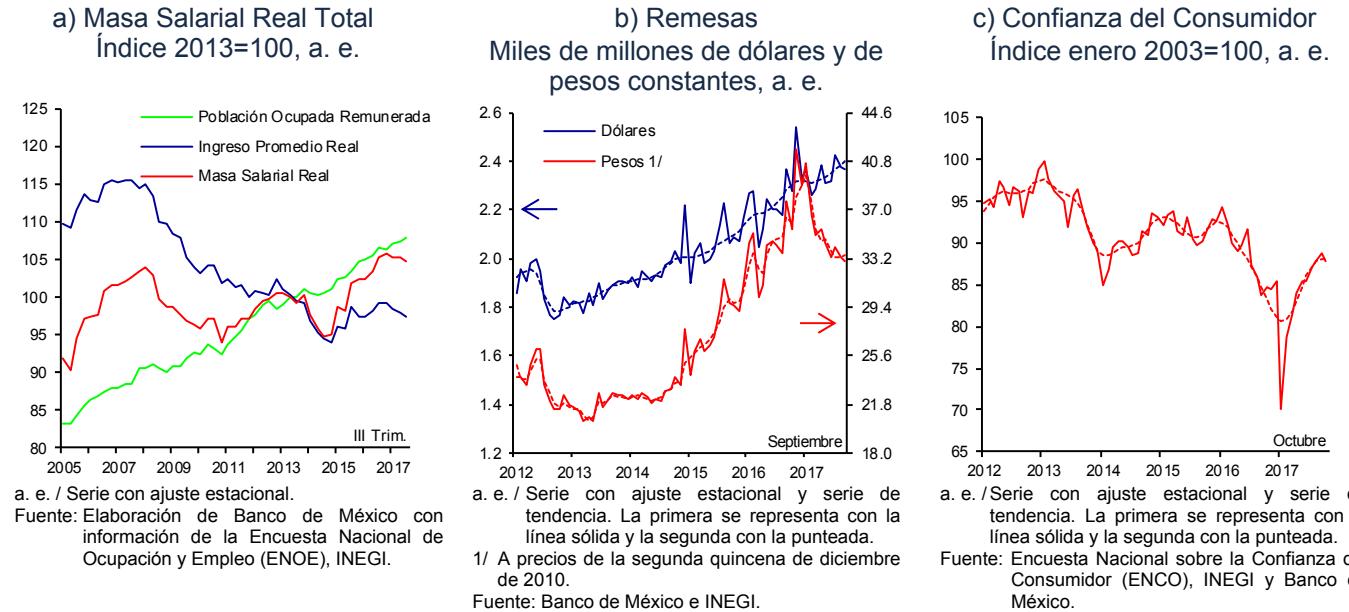
b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor



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

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

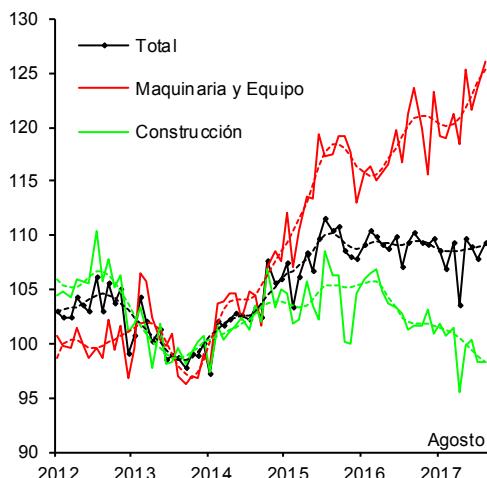
Gráfica 24
Determinantes del Consumo



Por su parte, a inicios del tercer trimestre de 2017 persistió la atonía que la inversión ha venido mostrando desde la segunda mitad de 2015 (Gráfica 25a). En particular, la trayectoria creciente de la inversión en maquinaria y equipo se ha visto contrarrestada por la tendencia decreciente en el gasto de inversión en construcción. A la expansión de la inversión en maquinaria y equipo ha contribuido el crecimiento tanto del rubro nacional como del importado (Gráfica 25b). Al interior de la inversión en construcción, el componente residencial siguió exhibiendo un débil desempeño, al tiempo que el no residencial mantuvo la trayectoria decreciente que ha registrado desde inicios de 2015 (Gráfica 25c). A su vez, esto último ha reflejado la tendencia negativa del gasto en inversión pública, así como la desaceleración de la inversión privada desde mediados de 2016 (Gráfica 25d). Cabe notar que desde entonces la retórica más protecciónista en Estados Unidos ha generado un ambiente de incertidumbre en torno al futuro de la política comercial de ese país en general y de la relación bilateral entre México y Estados Unidos en particular. En este contexto, diversas empresas podrían estar aplazando sus decisiones de inversión en el país o disminuyendo los montos de las mismas. Así, la evolución de la inversión extranjera directa en México parecería ubicarse en niveles inferiores a los que se observarían en ausencia de dicha incertidumbre (ver Recuadro 2).

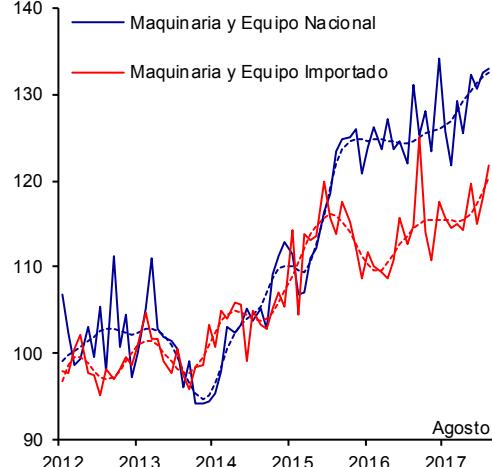
Gráfica 25
Indicadores de Inversión

a) Inversión y sus Componentes
Índice 2013=100, a. e.



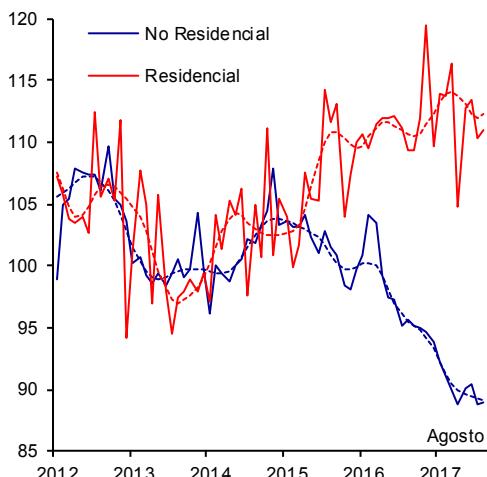
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

b) Inversión en Maquinaria y Equipo Nacional e Importado
Índice 2013=100, a. e.



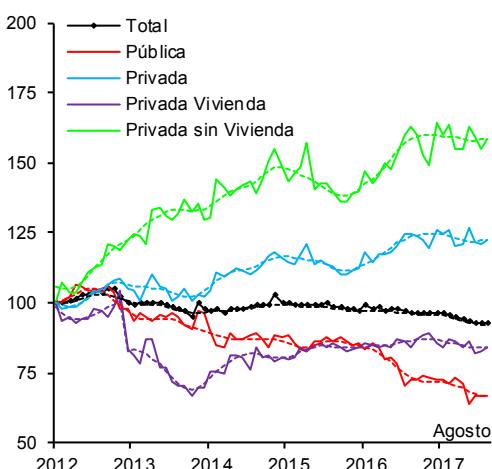
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

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



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

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



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENEC, INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto el total.

Recuadro 2
**Estimación del Efecto de la Incertidumbre Relativa a la Política Comercial
sobre la Inversión Extranjera Directa en México**

1. Introducción

Desde mediados de 2016, con el proceso electoral en Estados Unidos y posteriormente la entrada de la nueva administración, ha predominado una retórica proteccionista en ese país que ha generado un ambiente de incertidumbre en torno al futuro de la política comercial estadounidense y, en particular, respecto a la relación bilateral de ese país con México. Específicamente, prevalece la percepción de que existe un riesgo latente de que en el futuro las autoridades estadounidenses implementen medidas de política que obstaculicen el comercio internacional, en detrimento de las ganancias en eficiencia a las que han dado lugar las cadenas de valor, tanto globales como regionales. En el caso de México, la incertidumbre respecto a la política comercial de Estados Unidos se ha visto reflejada en la posibilidad de que ese país abandone el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), o que se dé un cambio sustancial en las condiciones comerciales que dicho tratado implica. Esta posibilidad parecería haber ocasionado que, en tanto no se tenga certeza sobre el futuro del TLCAN, diversas empresas hayan optado por posponer o reducir sus inversiones en México. En particular, dado que la inversión extranjera directa (IED) está altamente relacionada con la inserción de México en las cadenas de producción compartida de América del Norte y del acceso preferencial de las exportaciones mexicanas a Estados Unidos, es de esperarse que este tipo de inversión esté siendo especialmente susceptible a verse afectada por el ambiente de mayor incertidumbre.¹

En este contexto, este recuadro analiza el efecto que la incertidumbre en torno a la política comercial de Estados Unidos y al futuro del TLCAN ha tenido sobre los flujos de IED a México. En particular, se construyó un Índice de Incertidumbre de la Política Comercial para obtener una medida del grado de esta incertidumbre, el cual se incluyó como variable explicativa en un modelo econométrico del comportamiento de la IED. Los resultados indican que la mayor incertidumbre sí ha

tenido un impacto negativo sobre la IED que ha recibido México en los últimos trimestres.

2. Índice de Incertidumbre sobre la Política Comercial (IIPC)

Si bien es un hecho que la incertidumbre puede afectar las decisiones de los agentes económicos en general y de los inversionistas en particular, el análisis empírico de este efecto se ha dificultado debido a la carencia de medidas que la cuantifiquen. Recientemente, Baker y sus coautores (2016) han propuesto medir la incertidumbre respecto al entorno económico mediante índices del número de veces que ciertas palabras aparecen en artículos periodísticos y noticiosos.² Con el mismo espíritu, en este Recuadro se utilizó la información disponible en *Google Trends* sobre la intensidad de búsquedas en Internet relacionadas con varios términos asociados con el comercio internacional y el TLCAN—por ejemplo, “renegociación TLCAN” o “libre comercio”—para obtener un índice que refleje el grado de incertidumbre en torno a la política comercial relacionada con el TLCAN. Este índice permite capturar la incertidumbre no solo en lo concerniente al régimen arancelario que podría prevalecer, sino también con respecto a la posibilidad de que se implementen barreras no arancelarias al comercio en la región, o que se afecten las condiciones de certidumbre para la inversión. La Gráfica 1 muestra el Índice de Incertidumbre sobre la Política Comercial (IIPC) que resulta de considerar las búsquedas a nivel nacional. Se puede apreciar que este índice captura claramente que, desde el tercer trimestre de 2016, ha prevalecido un ambiente de mayor incertidumbre e, incluso, se observa que recientemente la incertidumbre se ha rerudecido, posiblemente como resultado de las dificultades que se han presentado en el proceso de renegociación del TLCAN.³

Es natural suponer que el incremento de la incertidumbre varíe a nivel estatal. En particular, es probable que la incertidumbre con respecto a temas comerciales se haya incrementado más en aquellos estados que están más integrados con los mercados

¹ El análisis de este Recuadro está relacionado con el presentado en el Recuadro 2 del Informe Trimestral Enero – Marzo de 2017 (Recuadro 2: Análisis del Desempeño Reciente de la Inversión Privada) en el cual se mostró evidencia del efecto negativo que la pérdida en la confianza de los empresarios desde principios de 2016 ha tenido sobre la formación bruta de capital fijo en México. En este caso, la medida de incertidumbre propuesta busca capturar en particular la preocupación por las políticas comerciales y no un sentimiento negativo respecto al estado más general de la economía.

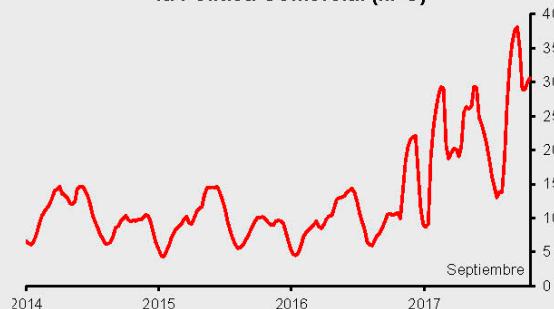
² Ver Baker, S.R., Bloom, N. and S.J. Davis (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*

131(4): 1593-1636. Para una aplicación a la política comercial, ver Handley, Kyle y Nuno Limao. (2017). “Trade under T.R.U.M.P. Policies”, en *Economics and Policy in the Age of Trump*. Chad P. Bowen, editor. CEPR Press.

³ Se le otorga una connotación negativa a un incremento del IIPC debido a que, dadas las condiciones actuales, durante el episodio bajo análisis es apropiado presuponer que las búsquedas en internet de los términos incluidos en la elaboración del índice reflejan fundamentalmente una mayor preocupación en torno al futuro del TLCAN.

globales y, en particular, con los de Estados Unidos. La metodología propuesta para el cálculo del IIPC permite construir un índice para cada estado de la República. La Gráfica 2 muestra que, en efecto, el incremento en la incertidumbre medida por el IIPC ha sido mayor en los estados más orientados al comercio internacional.

Gráfica 1
Índice de Incertidumbre sobre
la Política Comercial (IIPC)



Nota: El IIPC se construye a partir de los resultados estandarizados de Google Trends para las búsquedas sobre los siguientes términos: "NAFTA", "TLCAN", "NAFTA Trump", "TLCAN Trump México", "Renegociación NAFTA", "tarifa", "libre comercio", "¿Qué es NAFTA?". Se muestra el IIPC a nivel nacional.

Fuente: Elaboración propia con información de Google Trends.

Gráfica 2
Variación en el IIPC y participación
de exportaciones manufactureras



Nota: La variación en el IIPC graficada en el eje vertical se refiere a la diferencia de su promedio de 2016-III a 2017-I y su promedio de 2015-III a 2016-II. Los estados con orientación exportadora son aquellos cuya participación en las exportaciones manufactureras nacionales está por arriba de la mediana. La línea de tendencia excluye a la Ciudad de México.

Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Google Trends.

⁴ Cabe señalar que desde un punto de vista teórico, la relación entre la incertidumbre y las variables macroeconómicas, incluyendo aquellas relacionadas con la inversión, es ambigua. Es decir, esta relación podría ser positiva o negativa dependiendo de las condiciones específicas del problema de decisión. Por ejemplo, bajo ciertas condiciones, una mayor incertidumbre podría incrementar el retorno marginal del capital, incentivando una mayor inversión. Para una discusión más profunda de la relación entre

3. Incertidumbre sobre Política Comercial e Inversión Extranjera Directa

Cuando es costoso revertir las decisiones de inversión, para los inversionistas puede resultar óptimo posponer su gasto en inversión hasta contar con mayor información acerca del entorno económico. Así, mientras mayor es la incertidumbre, mayor es el valor de esperar antes de comprometer recursos a un proyecto de inversión (ver, por ejemplo, Dixit y Pindyck; 1994).⁴ En este sentido, el ambiente de incertidumbre que ha prevalecido desde el segundo semestre de 2016 podría ya estar incidiendo negativamente en los flujos de inversión extranjera directa al país.

Con el propósito de identificar el efecto de la incertidumbre respecto a la política comercial sobre la IED, se estimó un modelo econométrico que explota la variación del IIPC a lo largo del tiempo y entre estados. Este modelo incluye efectos fijos de estado para controlar por características estatales que no varían en el periodo bajo estudio y efectos fijos de tiempo para controlar por choques comunes a todos los estados que podrían afectar los flujos de IED, así como variables indicadoras por trimestre para controlar por efectos de estacionalidad en la recepción de IED. Adicionalmente, es necesario controlar por variables que pudieran cambiar en el tiempo de manera diferenciada entre estados y que podrían influir en el atractivo de cada estado como destino de IED. Por ello, se incluyó en el modelo un indicador de inseguridad pública. Así, se estimó la siguiente ecuación para una muestra con frecuencia trimestral que cubre el periodo entre el primer trimestre de 2014 y el primero de 2017:

$$\frac{IED_{s,t}}{PIB_t} = \beta \cdot IIPC_{s,t} + \gamma \cdot X_{s,t} + \mu_s + \mu_q + \mu_t + \varepsilon_{s,t}$$

Donde:

IED = Inversión extranjera directa del estado s;

PIB = Producto interno bruto nacional en dólares corrientes;

IIPC = Índice de incertidumbre sobre política comercial;

X = Control por inseguridad pública;

μ_s = Efectos fijos por estado;

μ_t = Efectos fijos de tiempo;

μ_q = Variables indicadoras por trimestre; y

$\varepsilon_{s,t}$ = Término de error.

invertión e incertidumbre, ver, por ejemplo, Abel, A.B. (1983). *Optimal Investment Under Uncertainty*. *American Economic Review* 73(1): 228 –33; Caballero, R. (1991). *On the sign of investment-uncertainty relationship*. *American Economic Review* 81: 279–288. Dixit, A. and R. Pindyck (1994). *Investment Under Uncertainty*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

La primera columna del Cuadro 1 presenta los resultados que se obtienen al utilizar una muestra que incluye todos los estados. Destaca que el coeficiente asociado al IIPC es negativo y estadísticamente significativo, por lo que el modelo apoya la hipótesis de que existe una relación inversa entre IED e incertidumbre. Dado que el efecto podría depender de la exposición de los estados al comercio internacional, se estimó el modelo para dos muestras distintas, una que agrupa a los estados con orientación exportadora y otra con el resto de los estados.⁵ Se puede apreciar en las columnas 2 y 3 del Cuadro 1 que el efecto negativo de una mayor incertidumbre en efecto es mayor en los estados con orientación exportadora.

Cuadro 1
Resultados de las Estimaciones

Variable dep.: IED como % del PIB	(1) Muestra completa	(2) Estados con orientación exportadora	(3) Estados sin orientación exportadora
IIPC	-0.0009* (0.0005)	-0.002* (0.0006)	-0.0004* (0.0002)
Efectos fijos por estado	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos por tiempo	Sí	Sí	Sí
Efectos fijos estacionales	Sí	Sí	Sí
Control por tasa de homicidios	Sí	Sí	Sí
Observaciones	416	195	221
R ² ajustada	0.721	0.752	0.688

Nota: El modelo se estimó con cifras trimestrales entre 2014-I y 2017-I. Entre paréntesis se reportan los errores estándar aglomerados a nivel estatal. Códigos de significancia: * $p<0.10$, ** $p<0.05$, *** $p<0.01$.

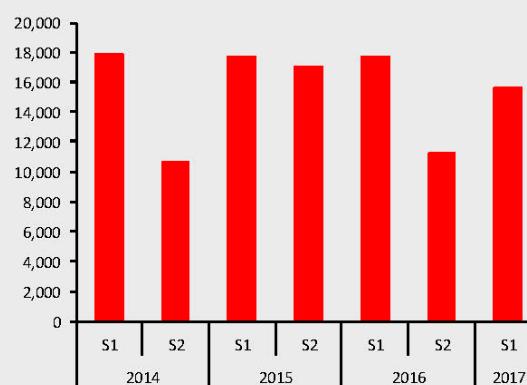
4. Ejercicio Contrafactual

Para cuantificar el efecto adverso que la incertidumbre podría tener sobre la IED, la comparación pertinente es aquella entre los flujos realizados y los que se hubieran observado en ausencia de la mayor incertidumbre. Así, si bien los flujos de IED registrados en el primer semestre de 2017 son superiores a los reportados para el mismo periodo del año anterior (Gráfica 4), en ausencia de la mayor incertidumbre estos podrían haber sido incluso mayores. Por lo tanto, se construye un escenario contrafactual en el que se supone que desde el tercer trimestre de 2016 y hasta el tercer trimestre de 2017 los IIPC estatales permanecen en el nivel promedio que se observó entre el primer trimestre de 2014 y el segundo de 2016. Si bien el supuesto contrafactual se establece sobre los IIPC estatales, a manera de ilustración la Gráfica 5 muestra la implicación de este supuesto para el IIPC nacional. El nivel contrafactual de la IED se estima utilizando las estimaciones correspondientes a la muestra completa (columna 1 del Cuadro 1).

⁵ La muestra de estados con orientación exportadora incluye a aquellos estados cuya participación en las exportaciones

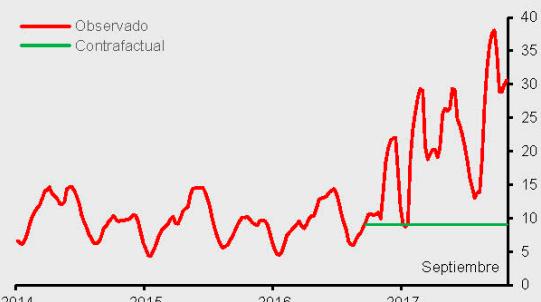
El resultado de este ejercicio sugiere que la mayor incertidumbre ha desalentado los flujos de IED hacia México. En particular, se estima que la incertidumbre observada durante la segunda mitad de 2016 y hasta el tercer trimestre de 2017 ha reducido los flujos de IED al país en aproximadamente 4.4 miles de millones de dólares con respecto a lo que se hubiera observado en ausencia de la mayor incertidumbre. Esta cifra equivale a aproximadamente 13 por ciento de la IED registrada en México en 2015. Además, la IED que se estima ha sido desalentada ha sido mayor precisamente en aquellos estados con vocación más exportadora.

Gráfica 4
Inversión Extranjera Directa en México
Miles de millones de dólares



Fuente: Elaboración propia con información de la Secretaría de Economía.

Gráfica 5
IIPC Observado y Contrafactual



Nota: El IIPC se construye a partir de los resultados de Google Trends para las búsquedas sobre los siguientes términos: "NAFTA", "TLCAN", "NAFTA Trump", "TLCAN Trump México", "Renegociación NAFTA", "tarifa", "libre comercio", "¿Qué es NAFTA?". Se muestra el IIPC a nivel nacional.

Fuente: Elaboración propia con información de Google Trends.

manufactureras nacionales en 2015 se encuentra por arriba de la mediana.

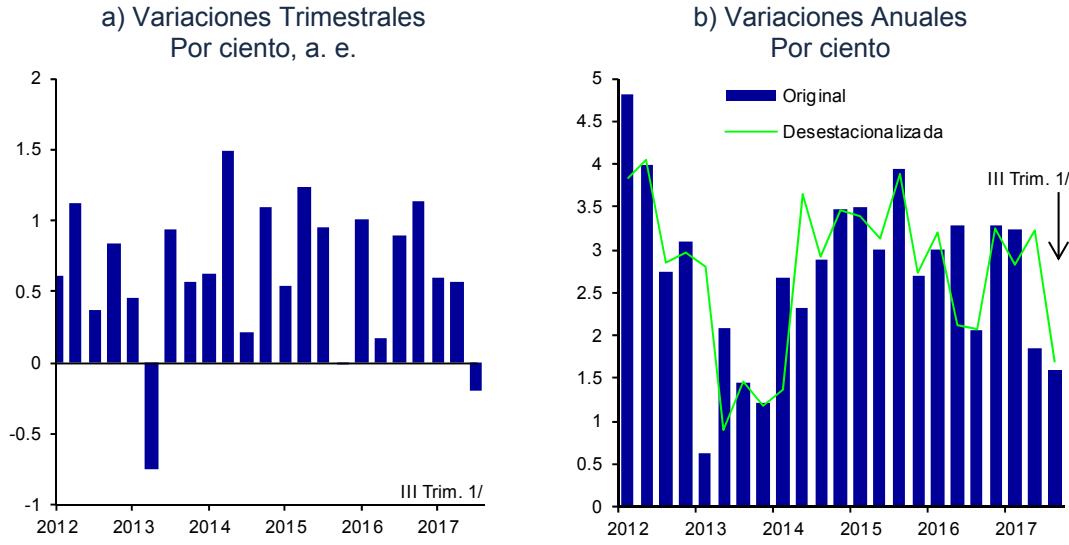
5. Consideraciones Finales

La incertidumbre que ha prevalecido desde la segunda mitad de 2016 en torno a la política comercial de Estados Unidos en general, y de la renegociación del TLCAN en particular, ha contribuido a la atonía de la inversión en México, incluso sin que hasta la fecha se hayan dado cambios formales al marco del TLCAN. Este entorno hace imperativo que México adopte políticas que hagan del país un destino más atractivo para la inversión, en independencia de su relación comercial con Estados Unidos. Por ello, las acciones de política económica deben continuar robusteciendo

el marco macroeconómico de México y se debe avanzar con la adecuada implementación de las reformas estructurales. Asimismo, se torna todavía más apremiante robustecer el estado de derecho, toda vez que en un ambiente de incertidumbre sobre los retornos a la inversión, los problemas de inseguridad pública pueden cobrar mayor relevancia en las decisiones de gasto de los inversionistas. No se debe perder de vista que en tanto México logre incrementar la inversión, tanto nacional como extranjera, la acumulación de capital le permitirá alcanzar una mayor tasa de crecimiento potencial.

Con relación a la evolución de la actividad económica por el lado de la producción, de acuerdo con la estimación oportuna publicada por el INEGI, el PIB retrocedió 0.2 por ciento a tasa trimestral desestacionalizada durante el tercer trimestre de 2017 (incremento de 1.6 por ciento a tasa anual original y de 1.7 por ciento a tasa anual ajustada por estacionalidad), luego de haberse expandido a tasas de alrededor de 0.6 por ciento en los trimestres previos (Gráfica 26). Se estima que el efecto de los sismos haya restado al crecimiento trimestral ajustado por estacionalidad del tercer trimestre alrededor de 0.2 puntos porcentuales, en tanto que la contracción temporal no anticipada en la plataforma de producción petrolera en septiembre haya descontado cerca de 0.1 puntos porcentuales.

Gráfica 26
Producto Interno Bruto



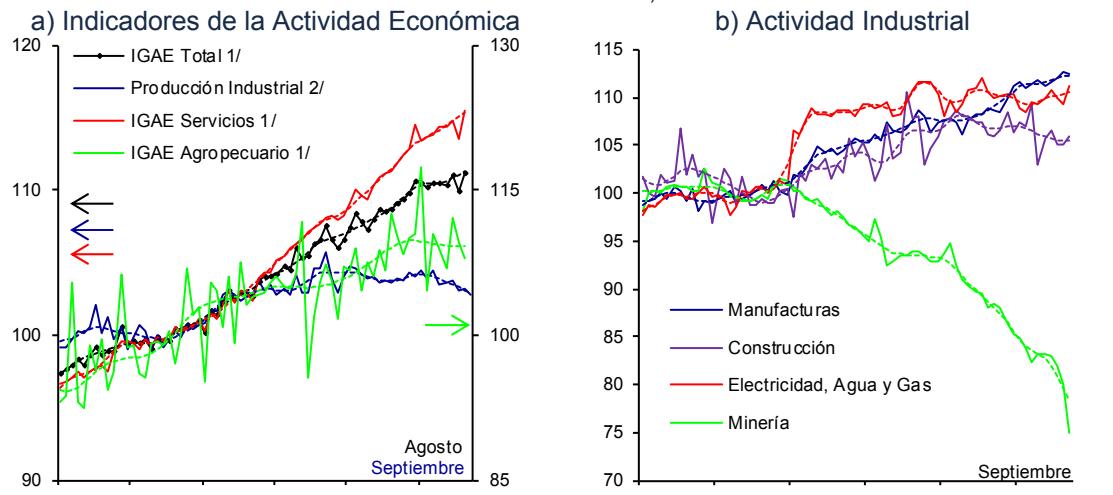
a. e. / Serie con ajuste estacional.

1/ La cifra correspondiente al tercer trimestre de 2017 se refiere a la estimación oportuna del PIB trimestral publicada por el INEGI.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En el trimestre julio – septiembre persistió el débil desempeño que la actividad industrial ha mostrado desde mediados de 2014, al tiempo que, de acuerdo a la estimación oportuna reportada por el INEGI para este trimestre en su conjunto, las actividades terciarias se contrajeron (Gráfica 27a). En particular:

- i. Al interior de la actividad industrial, destaca que la minería continuó presentando una tendencia negativa en el tercer trimestre, la cual se exacerbó en septiembre debido a la caída en la plataforma de producción petrolera, la cual representa alrededor del 64 por ciento del valor agregado del sector de la minería. No obstante, cabe señalar que esta producción se recuperó a principios de octubre (Gráfica 28a y Gráfica 28b). Por su parte, los servicios relacionados con la minería parecieran haber dejado de caer, si bien permanecen en niveles bajos.

Gráfica 27
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
1/ Cifras a agosto de 2017.
2/ Cifras a septiembre de 2017 del Indicador Mensual de la Actividad Industrial.

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

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

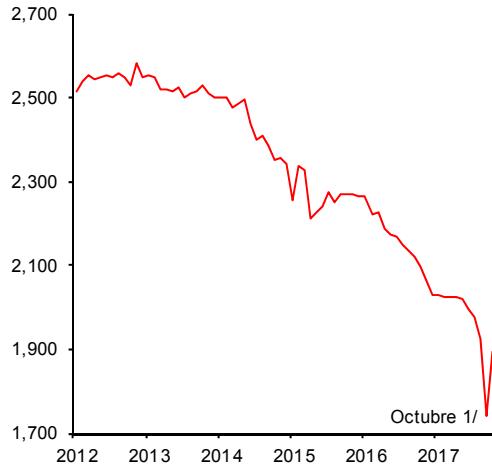
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

- ii. Asimismo, en el periodo julio – septiembre persistió la debilidad de la construcción (Gráfica 27b). En específico, el gasto en obras de edificación continúa mostrando un estancamiento, el cual se puede asociar, en parte, al efecto adverso que la incertidumbre en torno al futuro de la relación comercial entre México y Estados Unidos está teniendo sobre la inversión, así como al decremento en la inversión pública. Asimismo, el indicador de gasto en construcción en obras de ingeniería civil sigue ubicándose en niveles bajos, contrario a lo observado en el componente de trabajos especializados.
- iii. En contraste, en el periodo que se reporta la actividad manufacturera continuó registrando una tendencia positiva (Gráfica 27b). En particular, de manera congruente con el dinamismo de las exportaciones automotrices, el subsector de equipo de transporte mantiene una trayectoria creciente, en tanto que el resto de las manufacturas presentó cierta recuperación con respecto a la tendencia negativa que había mostrado a principios del año (Gráfica 29).

Gráfica 28**Plataforma de Producción Petrolera y Sector Minero**

a) Plataforma de Producción de Petróleo
Crudo

Miles de barriles diarios, a. e.

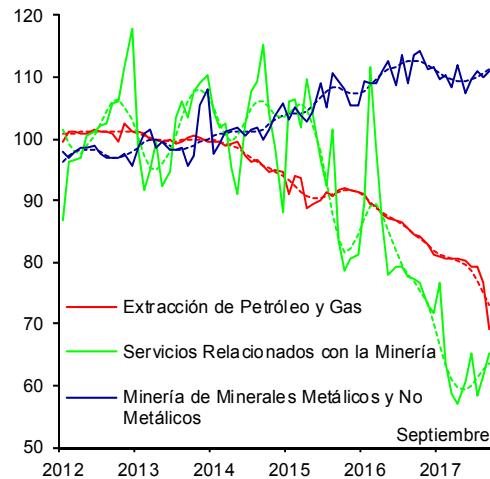


a. e. / Serie con ajuste estacional.

1/ Cifras al 29 de octubre de 2017.

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

b) Componentes del Sector de la Minería
Índice 2013=100, a. e.

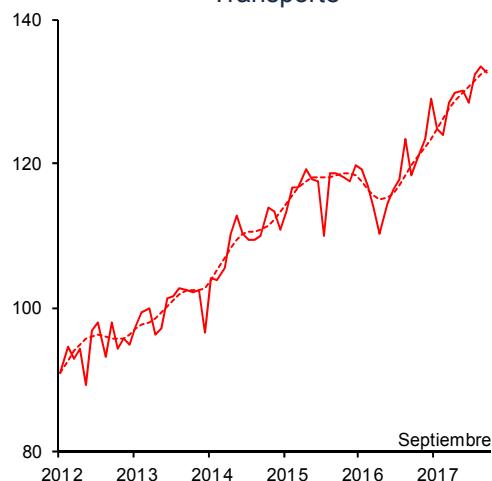


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Gráfica 29
Sector Manufacturero
Índice 2013=100, a. e.

a) Subsector Manufacturero de Equipo de Transporte



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

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

b) Sector Manufacturero sin Equipo de Transporte

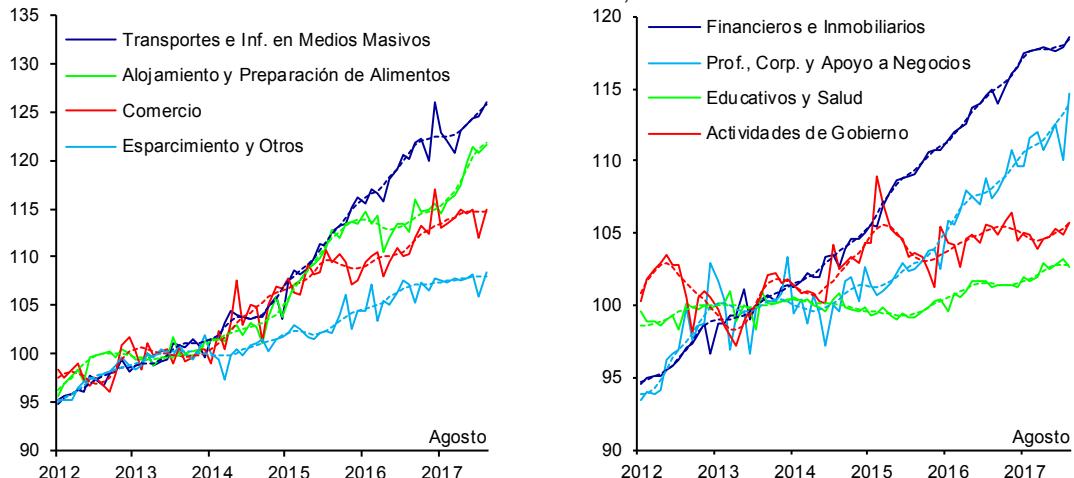


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

- iv. Al crecimiento que registraron los servicios en el bimestre julio – agosto contribuyó, principalmente, la expansión en los rubros de transporte e información en medios masivos y de los servicios financieros e inmobiliarios, toda vez que el comercio muestra cierta desaceleración. Sin embargo, es de preverse que esta evolución se vea contrarrestada por los efectos adversos de los sismos que ocurrieron en septiembre. En efecto, la estimación de que los sismos restaron 0.2 puntos porcentuales al crecimiento del tercer trimestre con cifras ajustadas por estacionalidad se basa principalmente en los efectos negativos que se anticipa que estos hayan tenido sobre las actividades terciarias en ese mes, toda vez que se espera que en septiembre se observe una contracción en los rubros de educación, servicios de alojamiento temporal, servicios de esparcimiento y ciertas actividades asociadas a los servicios inmobiliarios (Gráfica 30).
- v. La expansión trimestral desestacionalizada de las actividades primarias en el tercer trimestre de 2017 se derivó, en buena medida, de una mayor superficie sembrada del ciclo primavera – verano, así como de un aumento en la producción de frijol, naranja, aguacate y maíz forrajero.

Gráfica 30
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.

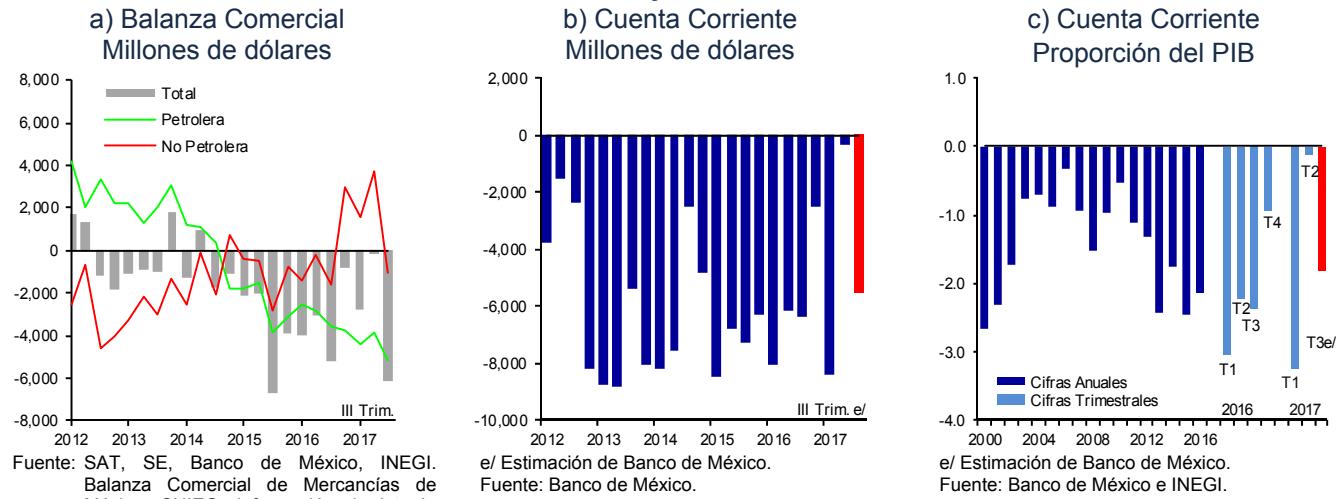


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Se prevé que el déficit de la cuenta corriente en el tercer trimestre de 2017 haya sido menor al del mismo trimestre del año previo (Gráfica 31b y Gráfica 31c). En efecto, se anticipa que el aumento anual en el déficit comercial petrolero se haya visto contrarrestado por menores déficits en la balanza comercial no petrolera y en la balanza de ingreso primario, así como por un incremento en los superávits de las cuentas de remesas y de viajes. En particular, en el periodo julio - septiembre de 2017 el déficit comercial total aumentó en la comparación anual, al pasar de 5.2 miles de millones de dólares en el tercer trimestre de 2016 a 6.1 miles de millones de dólares en el mismo trimestre de 2017 (Gráfica 31a). Este aumento reflejó, en buena medida, el hecho de que el déficit de la balanza comercial petrolera en el trimestre que se reporta registró un incremento anual, con lo que continúa ampliándose el saldo negativo que ha mostrado dicha balanza desde el último

trimestre de 2014. En contraste, el déficit de la balanza comercial no petrolera fue menor al del tercer trimestre de 2016, en un contexto en el que el fortalecimiento de la actividad económica a nivel global ha contribuido a que las exportaciones manufactureras de México continúen recuperándose, en especial las de productos automotrices, y en el que el tipo de cambio real se ha ubicado en niveles elevados.

Gráfica 31
Balanza Comercial y Cuenta Corriente



3.2.2. Mercado Laboral

Las condiciones en el mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado (Gráfica 32). En efecto, en el tercer trimestre de 2017 la tasa de desocupación nacional se ubicó en niveles especialmente bajos, además de que continúa mostrando una tendencia decreciente. Asimismo, la tasa de desocupación urbana también se situó en niveles reducidos, si bien parecería haber dejado de disminuir, al tiempo que la participación laboral ha presentado cierta tendencia a la baja en lo que va del año.⁵ Por su parte, la población ocupada siguió incrementándose, en tanto que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó exhibiendo un elevado dinamismo, incluso mayor de lo que sugeriría el desempeño de la actividad económica, en parte debido al mayor esfuerzo de formalización. En este contexto, la tasa de informalidad laboral siguió ubicándose alrededor de los niveles más bajos de los últimos doce años.⁶

⁵ En el tercer trimestre de 2017, la tasa de participación nacional se ubicó en 59.2 por ciento en términos desestacionalizados, lo que significó el nivel más bajo desde el primer trimestre de 2011. Cabe señalar que en los últimos trimestres esta disminución se explica por el mayor ritmo de crecimiento de la población en edad de trabajar respecto a la expansión que ha mostrado la Población Económicamente Activa.

⁶ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral se miden con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la cual comenzó a levantarse en 2005.

Gráfica 32

Indicadores del Mercado Laboral

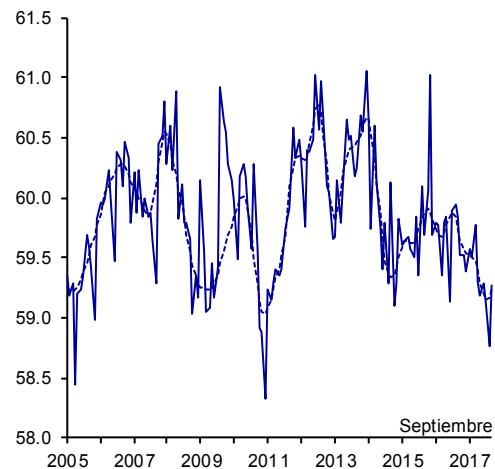
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



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

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

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

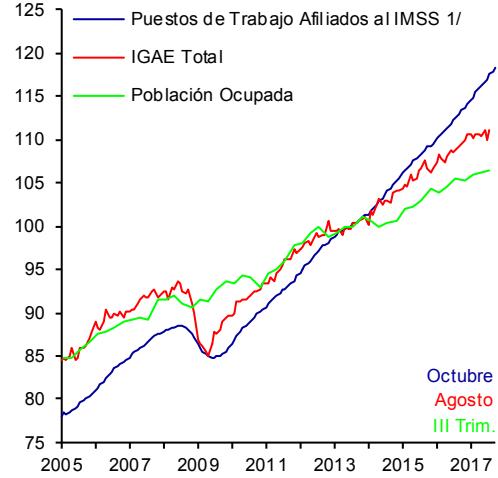


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

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

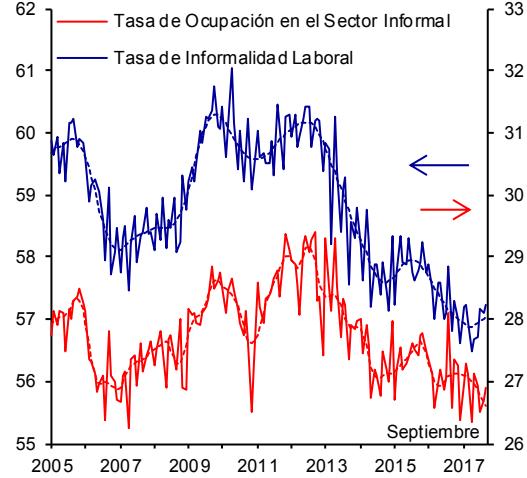


a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

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

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



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

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

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

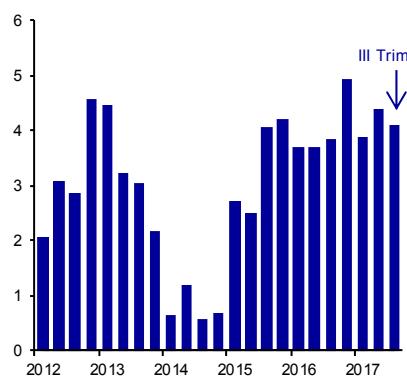
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

En el periodo que se reporta, los principales indicadores salariales mostraron tasas de crecimiento nominal similares a las registradas en el trimestre anterior (Gráfica 33). En particular, la tasa de variación anual del salario promedio de los asalariados en la economía se ubicó en 4.1 por ciento en el periodo julio – septiembre de 2017. Por su parte, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS presentó un aumento anual de 4.9 por ciento, en tanto que la revisión de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal fue de 4.5 por ciento en promedio. Cabe señalar que el 21 de noviembre la Comisión Nacional de Salarios Mínimos (CONASAMI) anunció un incremento al salario mínimo de cinco pesos que corresponde al Monto Independiente de Recuperación, además de una revisión de 3.9 por ciento. El ajuste estará vigente a partir del primero de diciembre del año en curso.

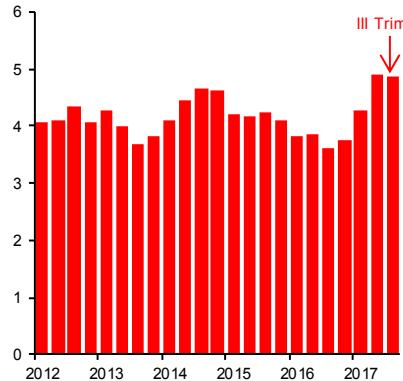
**Gráfica 33
Indicadores Salariales**

Variación anual en por ciento

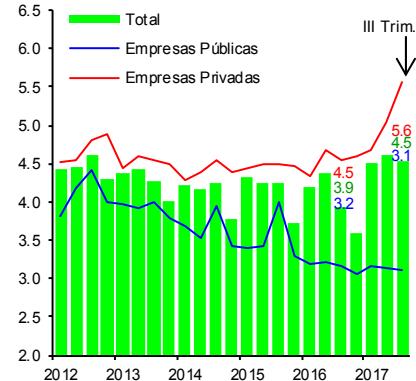
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE^{1/}



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



c) Salario Contractual Nominal^{3/}



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

2/ Durante el tercer trimestre de 2017 se registraron en promedio 19.3 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.

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

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

3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País⁷

En el tercer trimestre de 2017, las fuentes de recursos financieros continuaron creciendo a tasas bajas en términos reales anuales, en comparación con lo observado en años anteriores. Esto, no obstante que mostraron un ligero repunte en relación con el segundo trimestre. En particular, su variación real anual en el trimestre de referencia fue de 1.1 por ciento, cifra que se compara con la de 0.6 por ciento registrada en el trimestre previo. Lo anterior fue reflejo de una incipiente recuperación de las fuentes internas, al tiempo que las fuentes externas siguieron disminuyendo (Gráfica 34a). El bajo crecimiento de las fuentes de recursos financieros tuvo como contrapartida un menor dinamismo de los usos de dichos recursos (Gráfica 34b). Al respecto, destaca la contracción del financiamiento al sector público, lo que obedece a la estrategia de consolidación fiscal del Gobierno

⁷ En esta sección, a menos de que se indique lo contrario, las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

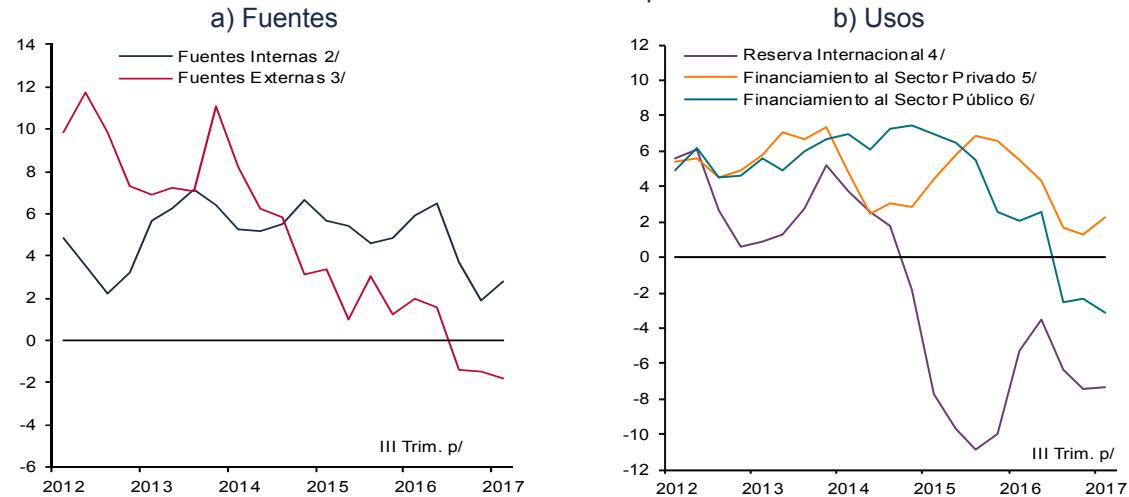
Federal. Por su parte, el financiamiento al sector privado continuó expandiéndose a tasas relativamente bajas, si bien con cierta heterogeneidad en sus componentes.

En lo que respecta a las fuentes de recursos financieros de la economía, las fuentes internas –medidas por el agregado monetario M4 en poder de residentes– crecieron en el tercer trimestre de 2017 a una tasa real anual de 2.8 por ciento. Esta cifra es relativamente baja cuando se le compara con el promedio observado en los últimos cinco años, de 5.5 por ciento, lo que refleja primordialmente el efecto de la mayor inflación sobre el crecimiento en términos reales del saldo de los activos financieros. No obstante, este crecimiento fue superior al de 1.9 por ciento registrado en el segundo trimestre, lo que resultó del mayor dinamismo de su componente voluntario (Gráfica 35a y Gráfica 35b). Por su parte, las fuentes externas se contrajeron en 1.5 por ciento real anual durante el trimestre de referencia, cifra que se compara con la reducción de 1.4 por ciento registrada en el segundo trimestre del año (Gráfica 34a). Lo anterior es reflejo, en buena medida, del crecimiento relativamente débil que ha mostrado el M4 No Residentes, lo que obedece principalmente a la menor tenencia de Cetes por parte de extranjeros, toda vez que su tenencia de valores de mediano y largo plazos se ha incrementado (Gráfica 35c). En adición, el bajo dinamismo de las fuentes externas también refleja la poca actividad que han tenido recientemente los emisores mexicanos en los mercados de deuda externa (Gráfica 36a). A pesar de lo anterior, en el trimestre de referencia se registraron algunas colocaciones de deuda en el exterior de magnitud considerable por parte de los emisores mexicanos, recursos que en parte han utilizado para hacer pago de otros pasivos con un plazo al vencimiento menor, mejorando así su perfil de endeudamiento.

En lo que corresponde a la utilización de recursos financieros de la economía, en el tercer trimestre de 2017 disminuyó la tasa de crecimiento de los recursos financieros destinados al sector público en comparación con la del segundo trimestre, al pasar de -2.3 a -3.1 por ciento anual, en términos reales. Ello obedece al esfuerzo de consolidación fiscal que está haciendo el Gobierno Federal, la mayor recaudación fiscal, y el menor ejercicio del gasto público respecto al programa. Cabe señalar que, como se ha señalado en informes previos, el financiamiento al sector público registraría una desaceleración en su tasa de crecimiento real anual aun al excluir los efectos de los remanentes de operación que el Banco de México enteró al Gobierno Federal en 2016 y 2017. Por otro lado, el saldo de la reserva internacional siguió contrayéndose en términos reales anuales.⁸

⁸ La variación real anual en pesos de la reserva internacional se obtiene a través del método de flujos efectivos revalorizados. Ello consiste en multiplicar la variación anual absoluta en dólares por el tipo de cambio promedio del periodo; sumar a esta cantidad el saldo inicial de la reserva internacional en pesos, para obtener el saldo final ajustado de la reserva internacional en pesos, deflactar ambos saldos en pesos con el INPC y, por último, calcular su variación anual. Así, en términos de dólares, entre el tercer trimestre de 2016 y el mismo trimestre de 2017, la reserva internacional disminuyó en 2.8 miles de millones de dólares. Esta cifra expresada en pesos utilizando el tipo de cambio promedio en el periodo equivale a una reducción anual de 26 mil millones de pesos, lo que sumado al saldo de 3,425 mil millones de pesos de la reserva internacional al tercer trimestre de 2016 implica una variación real anual de -7.4 por ciento. Para referencia, la variación nominal anual, en dólares, de la reserva internacional en el periodo fue de -1.6 por ciento.

Gráfica 34
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Variación real anual en por ciento ^{1/}



p/ Cifras preliminares.

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

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

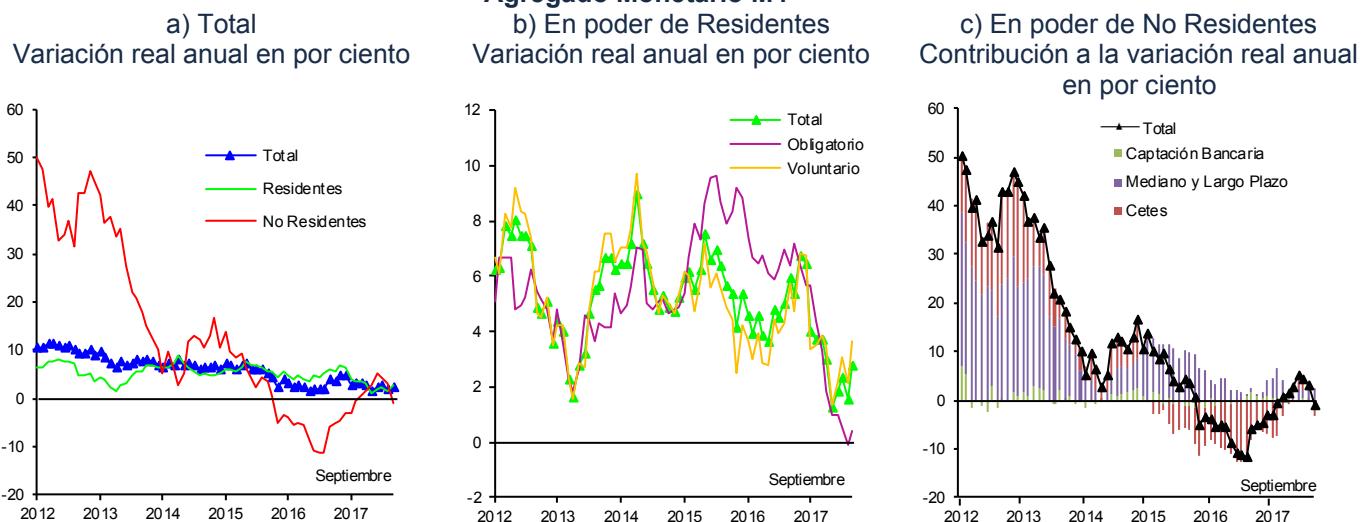
3/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de no residentes, el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento externo al sector privado no financiero.

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

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

6/ Incluye el financiamiento al sector público federal, así como el destinado a los estados y municipios.
 Fuente: Banco de México.

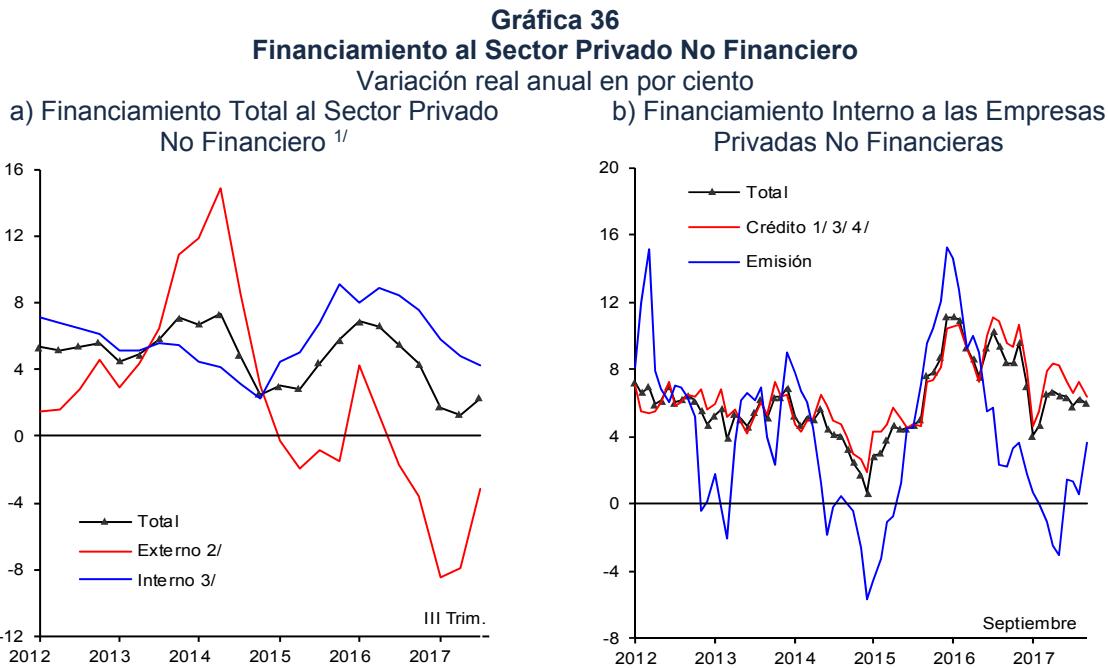
Gráfica 35
Aggregado Monetario M4 ^{1/}



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

Fuente: Banco de México.

El financiamiento total al sector privado no financiero continuó creciendo a una tasa relativamente baja, si bien más elevada que la del trimestre previo. En particular, entre el segundo y el tercer trimestre de 2017, su variación real anual pasó de 1.3 a 2.3 por ciento (Gráfica 36a). A este mayor ritmo de expansión en el margen contribuyeron en gran medida las emisiones de deuda externa antes mencionadas, que representaron la mayor colocación bruta desde el tercer trimestre de 2014. A pesar de ello, el financiamiento externo se contrajo en términos reales anuales por quinto trimestre consecutivo. Por su parte, el financiamiento interno continuó desacelerándose, si bien con considerables diferencias en sus componentes. En particular:



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

2/ Las cifras del financiamiento externo correspondientes al tercer trimestre de 2017 son preliminares.

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

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

Fuente: Banco de México.

- i. El financiamiento interno a las empresas privadas siguió expandiéndose con dinamismo. Su tasa de crecimiento en el trimestre de referencia se ubicó en 6.0 por ciento, cifra similar a la de 6.3 por ciento registrada en el trimestre previo (Gráfica 36b). A su interior, destacó sobre todo una importante reactivación del mercado de deuda interna, siendo la colocación neta de valores a mediano plazo en el trimestre la más elevada de la que se tiene registro (Gráfica 37a). Por su parte, el crédito de la banca comercial dirigido a las empresas continuó creciendo a tasas relativamente elevadas, lo que contrasta con el bajo dinamismo que ha seguido presentando el crédito otorgado por la banca de desarrollo (Gráfica 37b). En este contexto, los costos del financiamiento a las empresas siguieron aumentando –en respuesta a los incrementos recientes en el objetivo del Banco de México sobre la tasa de interés interbancaria a un día–, al tiempo que los índices de morosidad

correspondientes permanecieron en niveles bajos y estables (Gráfica 38).

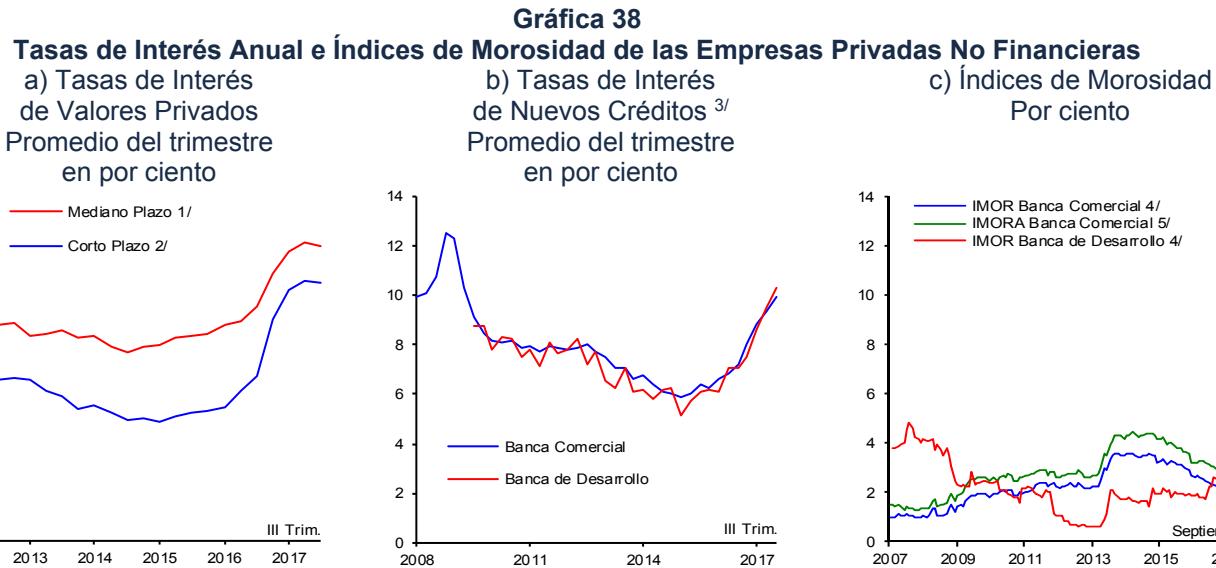


1/ Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.

2/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.

3/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Las cifras se ajustan para no verse afectadas por el traspaso de créditos puente.

Fuente: Banco de México.



1/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de las emisiones en circulación, con un plazo mayor a un año, al cierre del mes.

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

3/ Se refiere a la tasa de interés de nuevos créditos de la banca a las empresas privadas no financieras, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos solicitados.

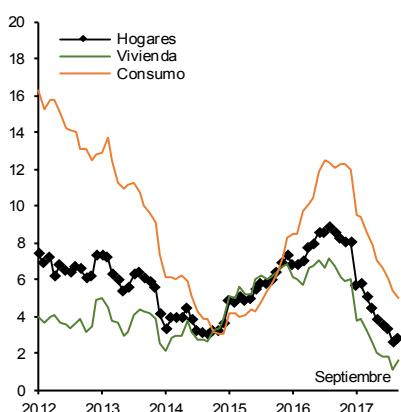
4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

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

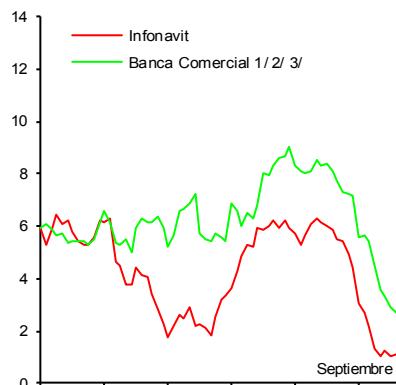
Fuente: Banco de México.

- ii. El crédito a los hogares continuó moderando su ritmo de crecimiento en prácticamente todos sus segmentos. En el periodo que se reporta, esta cartera se expandió a una tasa real anual de 2.8 por ciento, por debajo del crecimiento de 3.5 por ciento observado en el segundo trimestre de 2017 (Gráfica 39a). En el mercado de crédito hipotecario en particular, siguieron observándose tasas de crecimiento relativamente bajas –tanto en la cartera del Infonavit, como en la de la banca comercial–, si bien la tendencia de desaceleración que venía dándose desde mediados de 2016 parecería haberse interrumpido (Gráfica 39b).⁹ Ello ocurrió en un contexto de tasas de interés mayores a las observadas el año previo, e índices de morosidad que se mantuvieron sin cambios significativos en el margen (Gráfica 39c).

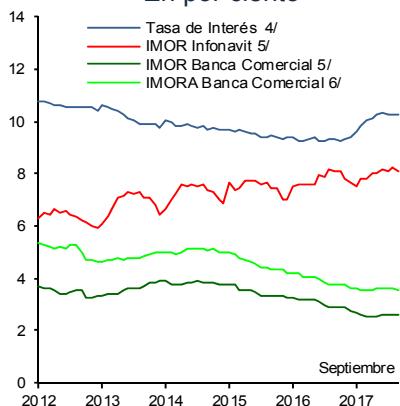
Gráfica 39
Crédito a los Hogares
a) Crédito Total ^{1/}
Variación real anual en por ciento



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



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



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

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

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

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

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

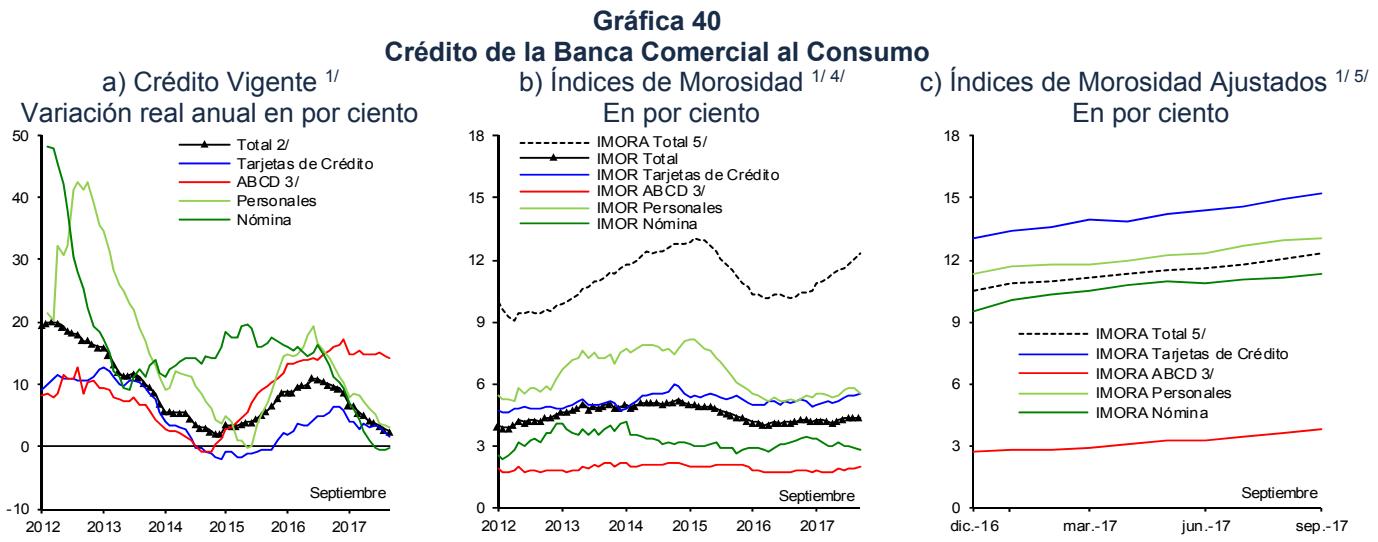
6/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.

Fuente: Banco de México.

En lo que toca al crédito de la banca comercial al consumo, la moderación en sus tasas de crecimiento se ha dado de forma generalizada en sus distintos segmentos. Una excepción es el crédito para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero (ABCD), constituido principalmente por crédito automotriz, el cual continúa creciendo a un ritmo relativamente elevado (Gráfica 40a). Al igual que en otros segmentos del financiamiento interno al sector privado, las tasas de interés del crédito al consumo fueron más elevadas que las observadas en 2016. Sin embargo, en contraste con otros segmentos del crédito al sector privado, la calidad del crédito al consumo ha mostrado cierto deterioro, lo que se observa en el

⁹ El crédito de la banca comercial a la vivienda incluye aquel para la adquisición de vivienda nueva y usada, remodelaciones, pago de pasivos hipotecarios, crédito para liquidez, adquisición de terreno y construcción de vivienda propia.

aumento de los índices de morosidad ajustados por castigos de cartera (Gráfica 40b y Gráfica 40c).



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

2/ Incluye crédito para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.

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

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

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

Fuente: Banco de México.

En suma, a pesar de que en 2017 las fuentes de recursos financieros continuaron expandiéndose a tasas relativamente bajas en términos reales en comparación con años previos, la reducción en el uso de recursos financieros por parte del sector público ha contribuido a que sigan canalizándose recursos al sector privado, si bien el financiamiento al consumo ha mostrado una disminución en su ritmo de expansión. En este contexto, es relevante elaborar un ejercicio prospectivo de fuentes y usos de recursos financieros de la economía que ilustre cómo podría esperarse que evolucione el financiamiento al sector privado hacia el cierre de 2017 y en 2018 (Cuadro 2). En particular:

- i. Para el cierre de 2017, se estima que el flujo anual de las fuentes de recursos financieros de la economía alcance el 7.1 por ciento del PIB. Esta cifra es inferior al flujo anual promedio registrado en los últimos cinco años (8.2 por ciento del PIB), y refleja la atonía que se espera continúen mostrando las fuentes externas. En lo que se refiere a la utilización de los recursos financieros, se prevé que al cierre de 2017 el flujo anual de financiamiento destinado al sector público –incluyendo tanto los RFSP como el financiamiento a los estados y municipios– ascienda a 1.4 por ciento del PIB, cifra significativamente inferior a las observadas en 2016 y en promedio en los últimos cinco años de 2.9 y 4.1 por ciento, respectivamente. Así, no obstante las menores fuentes de recursos financieros de la economía, se proyecta que la menor absorción de recursos por parte del sector público permita que el flujo anual de financiamiento al sector privado pudiera ubicarse en 3.6 por ciento del PIB en 2017, cifra superior a la registrada en 2016.
- ii. Para 2018, se anticipa que las fuentes de recursos financieros continúen siendo relativamente bajas. En particular, se estima un flujo anual de 7.3

por ciento del PIB. Ello sería producto de una evolución de las fuentes internas similar a la observada en los dos años previos –en congruencia con la evolución esperada de la actividad económica–, al tiempo que las fuentes externas continuarían registrando flujos relativamente bajos ante los riesgos de que sigan observándose episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros nacionales e internacionales. En relación con el uso de recursos financieros, a partir de las previsiones que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público presentó en los Criterios Generales de Política Económica 2018 y confirmó en el Paquete Económico aprobado para ese año, se anticipa que el financiamiento al sector público aumente ligeramente, de 1.4 a 2.5 por ciento del PIB. Considerando todo lo anterior, el flujo anual de financiamiento al sector privado pudiera alcanzar un 3.5 por ciento del producto, cifra similar a la estimada para 2017.

Así, dada la posibilidad de que hacia el cierre de 2017 y en 2018 persistan condiciones de financiamiento astringentes y fuentes externas de recursos financieros limitadas, es fundamental que se mantengan los esfuerzos de consolidación fiscal que ha venido haciendo el Gobierno Federal y que refrendó recientemente en el Paquete Económico aprobado para 2018. Ello coadyuvará no solamente a fortalecer el marco macroeconómico del país, particularmente dado el entorno de incertidumbre descrito, sino también a procurar que se mantenga la canalización de recursos al sector privado y se mitiguen las presiones al alza sobre las tasas de interés, incluso en un entorno de condiciones financieras más restrictivas.

Cuadro 2
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e/	2018 e/
Total de fuentes	10.0	8.6	10.3	5.1	6.9	7.1	7.3
Fuentes internas	4.4	4.7	5.8	3.9	5.6	5.3	5.5
Fuentes externas	5.6	3.8	4.5	1.2	1.3	1.8	1.8
M4 no residentes	4.5	1.3	2.3	-0.2	-0.6	0.5	0.5
Valores y crédito del exterior ^{1/}	1.1	2.5	2.2	1.4	1.9	1.4	1.3
Total de usos	10.0	8.6	10.3	5.1	6.9	7.1	7.3
Reserva internacional ^{2/}	1.8	1.0	1.3	-1.5	0.0	-0.3	-0.1
Financiamiento al sector público ^{3/}	4.2	4.1	4.8	4.2	2.9	1.4	2.5
Público Federal	3.8	3.7	4.6	4.1	2.8	1.4	2.5
Estados y municipios	0.5	0.4	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
Financiamiento al sector privado	3.1	3.9	2.5	2.9	2.8	3.6	3.5
Hogares	1.4	1.1	1.1	1.3	1.5	1.3	1.4
Empresas	1.7	2.9	1.5	1.6	1.3	2.3	2.0
Otros conceptos ^{4/}	0.9	-0.5	1.7	-0.6	1.1	2.3	1.5

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

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

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

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

3/ De 2010 a 2016, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. Los datos de 2017 y 2018 corresponden a los publicados en los CGPE de los años correspondientes y considera el impacto del uso del remanente de operación del Banco de México enterado en 2017.

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

Fuente: Banco de México.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

El Banco de México ha actuado de forma oportuna y preventiva, implementando las medidas conducentes para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de los diversos choques que ha enfrentado la economía nacional desde mediados de 2014 se den de manera ordenada, evitando la aparición de efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios en la economía, logrando así que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantengan ancladas. Así, desde diciembre de 2015 hasta junio de 2017 el Instituto Central incrementó el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 400 puntos base, de 3 a 7 por ciento (Gráfica 41a). En su toma de decisiones, la Junta de Gobierno del Banco Central ha considerado que las medidas de política monetaria inciden con un rezago sobre el comportamiento de la inflación a través de distintos canales de transmisión, los cuales han venido operando cabalmente durante el presente año. En este sentido, en parte como resultado de las acciones de política monetaria, luego de haber mostrado una depreciación significativa durante 2016 y principios de 2017 ante diversos episodios de volatilidad registrados en los mercados financieros, el tipo de cambio tuvo una apreciación considerable hasta mediados de este trimestre. A esto se suman el anclaje de las expectativas de inflación y el menor crecimiento del financiamiento, hechos que indican que tanto el canal de expectativas como el de crédito también han estado operando.

De acuerdo a lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco Central destacó desde la decisión de junio que consideraba que, tomando en cuenta la naturaleza transitoria de los choques que han impactado a las cifras de inflación, la información con la que actualmente se cuenta, el horizonte de tiempo en el que operan cabalmente los canales de transmisión de la política monetaria, así como las previsiones que se tienen sobre la economía, el nivel alcanzado por la tasa de referencia es congruente con el proceso de convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento (ver Recuadro 3). Al respecto, se considera que el balance de riesgos con relación a la trayectoria esperada para la inflación por el Instituto Central se deterioró y tiene un sesgo al alza. Por su parte, tal como era previsto, la inflación general y subyacente parecen ya haber alcanzado su máximo en términos anuales y han presentado un cambio de tendencia. En congruencia con este comportamiento, las expectativas de inflación al cierre de 2017 dejaron de incrementarse recientemente, mientras que las correspondientes al cierre de 2018 se mantuvieron estables, alrededor de 3.8 por ciento, nivel considerablemente menor al de 2017, lo que es congruente con un incremento temporal en la inflación. Por su parte, las de mediano y largo plazo permanecieron ancladas en 3.5 por ciento.

En lo que se refiere al periodo que cubre este Informe, en sus reuniones de agosto, septiembre y noviembre de 2017 la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria en 7 por ciento. Sin embargo, reitero que ante los riesgos que siguen presentes, estaré vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que prevalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

Recuadro 3
Efecto sobre la Inflación de los Ajustes de Política Monetaria de 2015 a la Fecha

1. Introducción

La Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos establece que el objetivo prioritario del Banco de México es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para dar cumplimiento a dicho objetivo, el Instituto Central adoptó en 2001 el Esquema de Objetivos de Inflación como marco para la conducción de su política monetaria. En el marco de este régimen – caracterizado por el establecimiento de una meta cuantitativa para la inflación, y el énfasis en una mejor transparencia y comunicación con el público, entre otros elementos–, el Banco Central realiza una cuidadosa evaluación de la coyuntura económica, analizando todas las fuentes de presiones inflacionarias, con el fin de tomar las acciones necesarias para que la trayectoria futura de la inflación sea congruente con el objetivo planteado. Para ello, considera que sus acciones inciden en el proceso de formación de precios de la economía a través de diversos canales, conocidos en su conjunto como el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Es relevante destacar que la operación de estos canales implica que las acciones de política monetaria generalmente influyen en la inflación observada con cierto rezago.¹

En este contexto, y en un entorno en el que las acciones de política monetaria gozan de efectividad y credibilidad, sería de esperarse que, ante choques adversos que producen cambios en precios relativos, las expectativas de inflación de más corto plazo se incrementaran como consecuencia del impacto inmediato de dichos choques sobre la inflación medida, en tanto que aquellas de mediano y largo plazo se mantuvieran estables, reflejando la transitoriedad del incremento en la inflación y la eventual convergencia de esta a su meta. En este sentido, desde diciembre de 2015 a la fecha, el Banco de México ha ajustado su postura monetaria, incrementando el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 400 puntos base, de 3 a 7 por ciento, para contribuir a que los ajustes en precios relativos derivados de los choques que han afectado a la economía nacional desde mediados de 2014 se den de manera ordenada, evitando así la aparición de efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios de la economía. En efecto, como resultado de estas acciones, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo han permanecido estables y, en congruencia con esto, se espera que la inflación haya alcanzado recientemente su máximo e iniciado una tendencia descendente, la cual se estima continúe hacia

finales de año y se acentúe el próximo, conduciendo a la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento hacia finales de 2018.

Con el fin de ilustrar los posibles efectos negativos que hubiese tenido una política monetaria pasiva en los últimos años, en este recuadro se presentan dos escenarios macroeconómicos contrafactuals en los que se plantea cuál hubiera sido el comportamiento de la inflación de 2016 a la fecha, así como su trayectoria pronosticada, en presencia de la serie de choques que afectaron a la economía mexicana, pero sin una política monetaria prudente y activa. Los resultados sugieren que, de no haberse realizado dichos ajustes, se hubieran podido presentar desviaciones de la inflación con respecto a su meta mayores a las que *de facto* se registraron, y se hubiera puesto en riesgo la convergencia de la inflación a su meta, lo cual hubiera puesto en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación.

2. Ejercicios Contrafactuals ante los Choques Recientes

En los últimos años la economía mexicana enfrentó diversos choques que han afectado a la inflación. Conforme se fueron presentando, estos pueden agruparse en dos períodos:

Primer periodo de choques (de 2014T3 a 2016T3). En la segunda mitad de 2014 y durante 2015 se registró una importante disminución en los precios del petróleo, mismos que se mantuvieron en niveles bajos durante 2016. Esto implicó un deterioro importante de los términos de intercambio en el país y una vulnerabilidad para las finanzas públicas. Este choque, junto con las perspectivas sobre el proceso de normalización de la postura monetaria en Estados Unidos –en un entorno de divergencia en la expectativa de la postura de política monetaria de las principales economías avanzadas–, y a los distintos sucesos que fueron marcando la evolución del proceso electoral en dicho país, provocó diversos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que, a su vez, generaron una depreciación considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Como resultado de lo anterior, durante 2015 se inició un importante ajuste en precios relativos en la economía mexicana, cuyo efecto, si bien fue compensado a lo largo de dicho año tanto por el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales del 2014, como por las bajas en

¹ Para una descripción de los canales del mecanismo de transmisión de política monetaria en México y de los cambios recientes en la importancia relativa de cada uno de ellos, ver el Recuadro “Cambios

Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016.

los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos, comenzó a traducirse en una trayectoria gradual ascendente de la inflación subyacente en 2016.

Segundo periodo de choques (de 2016T4 a 2017T3). A finales de 2016 y principios de 2017, ante la incertidumbre sobre el efecto de la política económica de la nueva administración estadounidense en su relación comercial y migratoria con nuestra nación, se registró una depreciación adicional considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Adicionalmente, durante el mismo lapso, se presentaron choques de oferta de magnitud considerable, entre los que destacan: en enero, el incremento al salario mínimo y el incremento en los precios de los energéticos derivados del proceso de su liberalización, sobre todo en lo que corresponde a las gasolinas y al gas L.P. Posteriormente, a los choques antes descritos se sumaron el repunte de algunos precios de agropecuarios y de las tarifas autorizadas por distintas instancias de gobierno, en particular los de autotransporte. Como resultado de lo anterior, ante la incidencia significativa de algunos de estos choques en algunos rubros de la inflación y los efectos indirectos del incremento en los precios de los energéticos sobre algunos rubros de la inflación subyacente, la inflación general sufrió un deterioro importante, manteniendo una tendencia al alza por 14 meses consecutivos, hasta ubicarse en agosto pasado en 6.66 por ciento.

El objetivo de los ejercicios que a continuación se presentan es cuantificar los efectos de las decisiones de política monetaria tomadas por la Junta de Gobierno desde diciembre de 2015 y hasta el tercer trimestre de 2017 ante los episodios de choques adversos antes descritos. Para tal efecto, se usa un modelo macroeconómico de pequeña escala para una economía pequeña y abierta –como lo es el caso de México–, mediante el cual es posible caracterizar el funcionamiento de la economía dentro de un marco de equilibrio general en el que es posible, por un lado, estudiar la interacción entre las principales variables macroeconómicas en respuesta a varios tipos de choques y, por el otro, capturar los efectos de las decisiones de política monetaria sobre las mismas.² En particular, se realizan dos ejercicios contrafactuales cuyos efectos sobre la inflación se comparan con la trayectoria observada de la

misma y con el escenario de pronóstico actual del Banco de México para dicha variable:

- Ejercicio Contrafactual 1. Supone que la autoridad monetaria no responde a ninguno de los choques que afectaron a la economía desde mediados de 2014. Así, la tasa de política monetaria se mantiene constante en 3.00 por ciento del último trimestre de 2015 hasta la fecha (Gráfica 1).
- Ejercicio Contrafactual 2. Supone que la autoridad monetaria responde a los choques que afectaron a la economía mexicana hasta 2016T3, es decir, responde al primer episodio de choques descrito, pero no así al episodio de choques subsecuente. Así, la tasa de referencia se mantiene en 4.75 por ciento a partir de 2016T4 (Gráfica 1).

Gráfica 1
Tasa de Interés Nominal de Corto Plazo
Por ciento



Los efectos de suponer una política monetaria pasiva de acuerdo con los ejercicios contrafactuales antes descritos pueden apreciarse en la Gráfica 2. De haberse mantenido la tasa de referencia en 3 por ciento desde finales de 2015 hasta la fecha (Ejercicio Contrafactual 1), la inflación general hubiera presentado una tendencia al alza más acentuada a partir de 2016 y durante lo que va de 2017. En particular, para 2016T4 esta variable se hubiera situado 100 puntos base por encima del nivel que registró, en tanto que para 2017T3 lo hubiera hecho 280 puntos base por encima de este último. Más aún, la inflación todavía no habría alcanzado su punto máximo, puesto que en este caso lo habría hecho hasta 2017T4, alcanzando niveles de 9.4 por ciento, y se hubiera

² El modelo empleado es similar en estructura al descrito en el Recuadro “Cambios Recientes en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México” del Informe Trimestral Enero-Marzo 2016. En particular, este está conformado por las siguientes ecuaciones: i) una Curva IS que modela el comportamiento de la brecha de producto; ii) una Curva de Phillips que describe la dinámica de la inflación subyacente; iii) una ecuación que especifica la dinámica del tipo de cambio real basada en la paridad de tasas de interés; iv) una regla de política monetaria; y v) ecuaciones que determinan la evolución de la inflación no subyacente y de las principales variables macroeconómicas de Estados Unidos (brecha de producto, inflación y

tasa de interés), mismas que se modelan de manera exógena como un proceso autorregresivo de orden 1 y un vector autorregresivo de orden 2, respectivamente. Para una explicación detallada del funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria en México y de la reacción de las principales variables macroeconómicas ante diversos choques, así como de la respuesta de la tasa de referencia necesaria para estabilizar la economía dada la ocurrencia de los mismos, ver el Programa Monetario 2013.

esperado que durante 2018 esta registrara una tendencia a la baja mucho más lenta que la actualmente prevista, para ubicarse en 6.4 por ciento en 2018T4 (esto es, alrededor de 340 puntos base por encima de la perspectiva actual).

Por su parte, de haberse materializado el Ejercicio Contrafactual 2, la inflación general se hubiera mantenido en niveles similares a los observados a principios de 2017, para luego continuar con una tendencia ascendente más pronunciada en 2017T3, ubicándose durante este periodo 130 puntos base por encima de la inflación observada, es decir, alrededor de 7.8 por ciento anual. Al igual que en el Ejercicio Contrafactual 1, la inflación hubiera alcanzado su nivel máximo en 2017T4. La tendencia decreciente esperada para la misma durante 2018 hubiera sido más pronunciada, por lo que se prevería que esta se ubicara en 4.3 por ciento en 2018T4 (es decir, alrededor de 122 puntos base por encima de lo que se prevé actualmente).

Gráfica 2
Inflación General
Por ciento



El incremento de la inflación a niveles superiores a los que de hecho registró, y la perspectiva de que esta hubiera continuado subiendo durante 2017T4 para, posteriormente, presentar una tendencia a la baja durante 2018 previstos en los Ejercicios Contrafactuals, son producto de la conjunción de diversos fenómenos. Ante la ausencia de incrementos oportunos en la tasa de referencia por parte de la autoridad monetaria, la tasa real prevaleciente en la economía hubiera sido menor a la observada, implicando un estímulo monetario incluso

mayor al que prevaleció en la economía durante 2015. Ello hubiera provocado una depreciación adicional considerable del tipo de cambio lo que, por un lado, junto con la menor tasa de interés real, hubiera implicado un mayor estímulo para la demanda agregada y, por el otro, un incremento en los costos de ciertos insumos de la producción. Ambos factores habrían contribuido a la presencia de mayores presiones inflacionarias, que hubieran conducido a la inflación a niveles superiores a aquellos a los que los choques mismos la condujeron.

3. Conclusión

Los resultados de los ejercicios contrafactuals presentados en este recuadro sugieren que el ajuste oportuno de la postura de política monetaria que el Banco de México ha implementado desde finales de 2015 y hasta la fecha ha tenido como resultado que el incremento de la inflación fuera menor que el que se hubiera observado en ausencia de dichos ajustes y que, con ello, se contemple una convergencia de la inflación a su meta a finales de 2018 más acelerada. Así, es posible argumentar que las acciones de política monetaria han contribuido al anclaje de las expectativas de inflación y han evitado la contaminación del proceso de formación de precios de la economía.

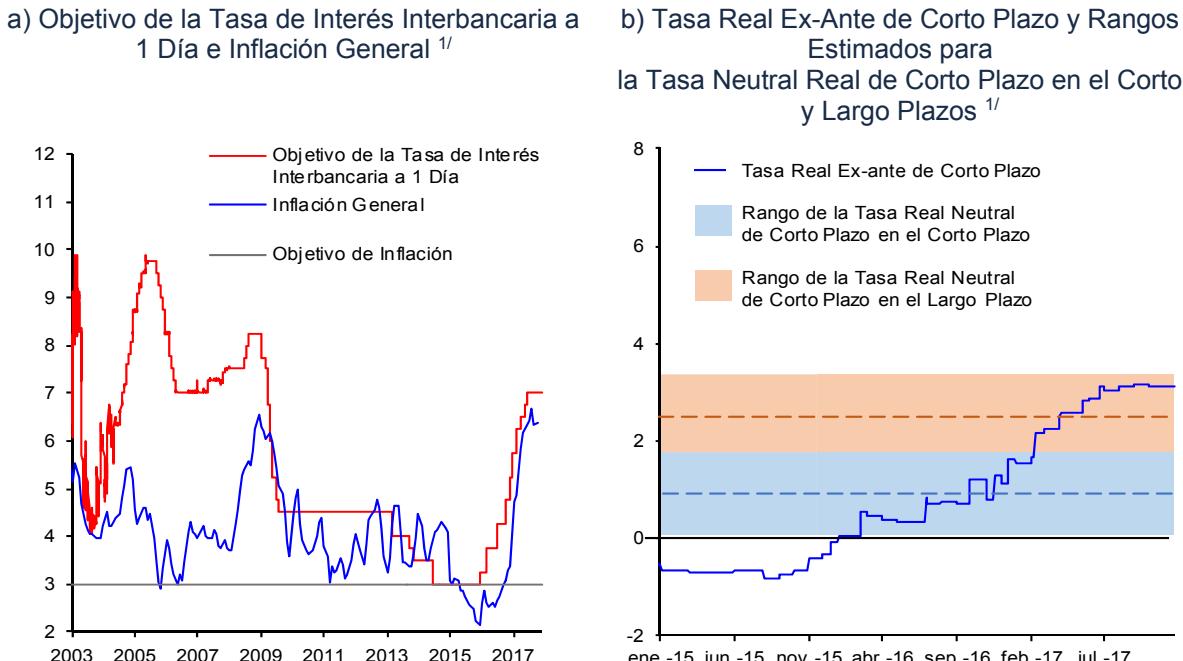
No obstante, es importante señalar que la interpretación de los resultados aquí presentados debe tomarse con cautela, toda vez que el tipo de modelos a partir de los cuales estos se derivan supone que los agentes económicos toman sus decisiones con base en expectativas racionales. Esto implica suponer, en el caso de los ejercicios contrafactuals, que si bien las acciones de política monetaria que se van registrando se desvían de la postura que sería congruente con la convergencia de la inflación a su meta, esta desviación es percibida como temporal, y se anticipa que eventualmente la autoridad monetaria actuará de forma tal para que la convergencia sea asegurada. Por ello, no contemplan el riesgo relacionado a la pérdida de credibilidad del banco central, ni situaciones en las que haya un desanclaje de las expectativas de inflación en los casos en los que este no actúa oportunamente. Así, los resultados pueden considerarse como conservadores, al representar una cota inferior de la trayectoria que la inflación podría haber mostrado en cada caso.

Es relevante destacar que los ajustes en la tasa de referencia implementados por este Instituto Central desde finales de 2015 se realizaron a partir de un nivel mínimo histórico de 3 por ciento. En este sentido, se han incrementado las tasas de interés hasta alcanzar un nivel real ex-ante mayor al 3 por ciento, lo que se encuentra por arriba del punto medio, pero dentro del rango de estimación para su nivel neutral de largo plazo (Gráfica 41b).¹⁰

Gráfica 41

Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día, Inflación General y Tasa Real Ex Ante

Por ciento anual



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

Fuente: Banco de México.

1/ La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México. Las líneas punteadas corresponden a los puntos medios de los respectivos rangos.

Fuente: Banco de México.

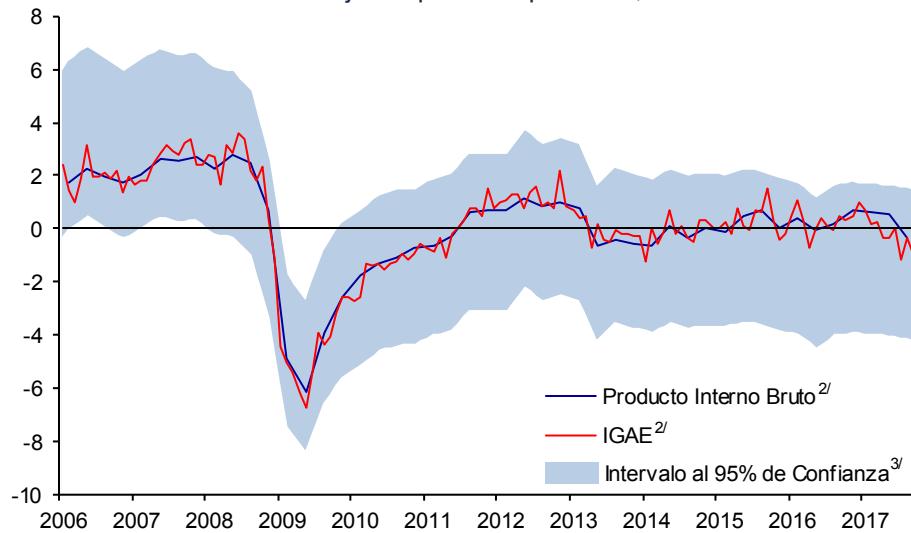
Entre los elementos que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria en el periodo objeto de este Informe destacaron los siguientes:

- i. La inflación general se ubica considerablemente por arriba de la cota superior del Banco de México ante la magnitud y simultaneidad de los diversos choques que la han afectado. No obstante, esta parece ya haber alcanzado un máximo e iniciado una tendencia descendente. Si bien aún persisten riesgos al respecto, se espera que la inflación continúe su tendencia descendente hacia finales de este año y que dicha tendencia se acentúe el próximo, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018.

¹⁰ Para una descripción de la estimación de la tasa de interés neutral de corto plazo, ver el Recuadro “Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México” en el Informe Trimestral Julio - Septiembre 2016.

- ii. Las expectativas de inflación siguen reflejando un aumento temporal de la misma. Si bien la mediana de las expectativas de inflación provenientes de encuestas que levanta el Banco de México para el cierre de 2017 se ha ajustado al alza a lo largo del año, recientemente no presentó cambios. Además, la correspondiente al cierre de 2018 se ha mantenido en 3.8 por ciento, mientras que para horizontes de más largo plazo permanecen estables alrededor 3.5 por ciento. Se estima que, hasta la fecha, la secuencia de choques a la que ha estado expuesta la inflación no ha generado efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios, reflejando las acciones de política monetaria implementadas hasta la fecha.
- iii. Derivado de la nueva información de la actividad económica resultante del cambio de año base del SCNM a 2013, la estimación de la brecha del producto sugiere que esta ha sido ligeramente positiva en algunos trimestres hasta el segundo del presente año, si bien no distinta de cero desde un punto de vista estadístico. La contracción en la actividad exhibida en el tercer trimestre implicó que la estimación de la brecha disminuyera y se ubique nuevamente en niveles negativos cercanos a cero (Gráfica 42). Por su parte, las condiciones en el mercado laboral se han venido estrechando, de modo que parecería no haber holgura en dicho mercado. No obstante, hasta ahora, no se perciben presiones salariales significativas que pudieran afectar al proceso inflacionario. En particular, la brecha entre la tasa de desocupación observada y aquella que se estima congruente con un entorno de inflación baja y estable es negativa y significativamente distinta de cero, si bien una medida ampliada de dicho indicador que incluye a asalariados informales no es significativamente distinta de cero (Gráfica 43a y Gráfica 43b). En este contexto, la ausencia de presiones significativas sobre las remuneraciones medias reales y el comportamiento de la productividad laboral durante el periodo de referencia ocasionaron que los costos unitarios de la mano de obra en la economía en su conjunto hayan disminuido. A su vez, los correspondientes al sector manufacturero se han estabilizado, si bien en niveles superiores a los registrados en 2014 (Gráfica 44a y Gráfica 44b).
- iv. Se mantiene la expectativa de que el proceso de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos seguirá siendo de manera gradual, en un contexto en el que el Comité Federal de Mercado Abierto comenzó la reducción de su hoja de balance en octubre.

Gráfica 42
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.



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

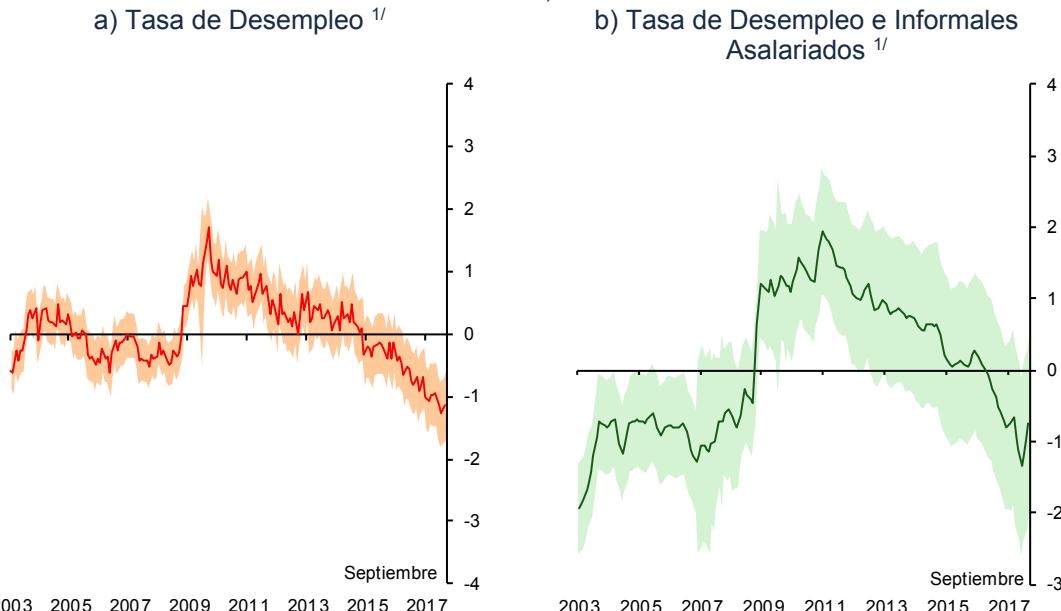
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; véase Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, pág. 74.

2/ El dato del PIB del tercer trimestre de 2017 corresponde a la estimación oportuna publicada por el INEGI; la cifra del IGAE de septiembre de 2017 corresponde al dato implícito para ese mes congruente con la cifra del PIB oportuno.

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

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

Gráfica 43
Estimación de la Brecha de Desempleo
 Por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

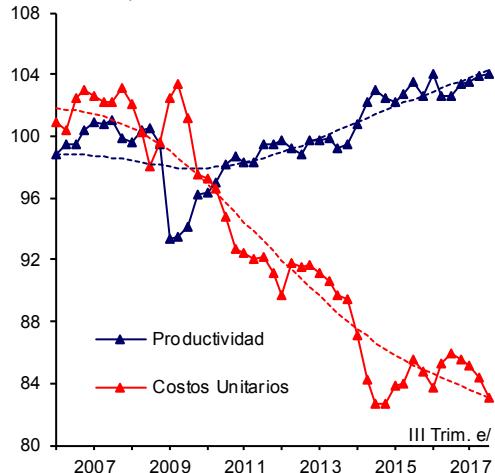
Fuente: Banco de México.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 44
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra
Índice 2008=100, a. e.

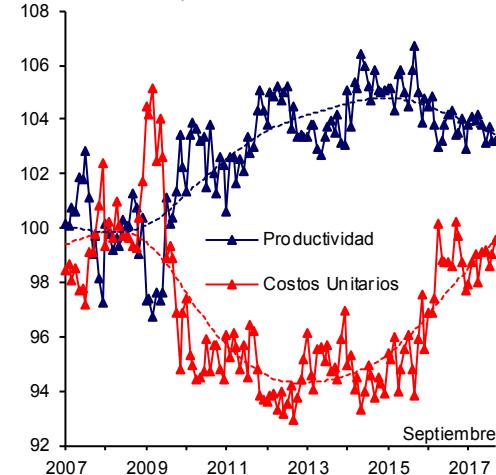
a) Total de la Economía ^{1/}

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

e/ El dato del tercer trimestre de 2017 es una estimación de Banco de México a partir del PIB oportuno publicado por el INEGI.

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas. Series con Base 2013 del Sistema de Cuentas Nacionales de México.

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

b) Manufacturas ^{1/}

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

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Indicador Mensual de la Actividad Industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México. Series con Base 2013, INEGI.

Profundizando en el comportamiento de las expectativas de inflación entre especialistas del sector privado provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México, destaca que sus medianas para los plazos más inmediatos se han estabilizado, por lo que continúan siendo congruentes con un aumento temporal en la inflación. En particular destaca que, entre junio y octubre de 2017:

- i. La mediana de las expectativas de la inflación general al cierre de 2017 aumentó de 6.00 a 6.24 por ciento entre junio y octubre, si bien destaca que entre agosto y octubre se mantuvo sin cambios (Gráfica 45a).¹¹ Por su parte, la mediana para el componente subyacente se ajustó a la baja de 4.90 a 4.74 por ciento, mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente se revisó al alza de 9.75 a 11.36 por ciento entre junio y octubre.
- ii. La mediana de las expectativas al cierre de 2018 se mantuvo alrededor de 3.80 por ciento entre las encuestas referidas.¹² Por su parte, el componente subyacente aumentó ligeramente de 3.63 a 3.67 por ciento en el mismo periodo, en tanto que la expectativa implícita para el componente no subyacente se ajustó a la baja de 4.37 a 4.27 por ciento (Gráfica 45b).

¹¹ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2017 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 5.9 a 6.34 por ciento entre las encuestas del 20 de junio de 2017 y 21 de noviembre de 2017.

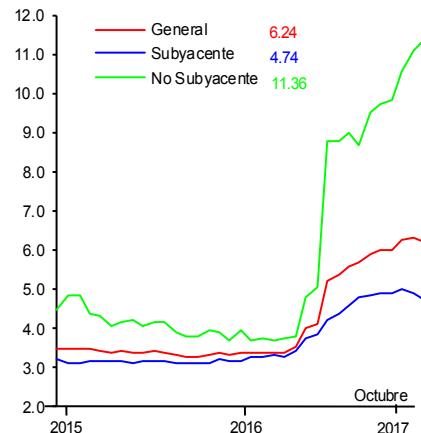
¹² La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta de Citibanamex se mantuvo estable en 3.8 por ciento entre las encuestas del 20 de junio y 21 de noviembre de 2017.

- iii. Las expectativas para horizontes de más largo plazo permanecieron ancladas alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 45c).¹³

Gráfica 45 Expectativas de Inflación

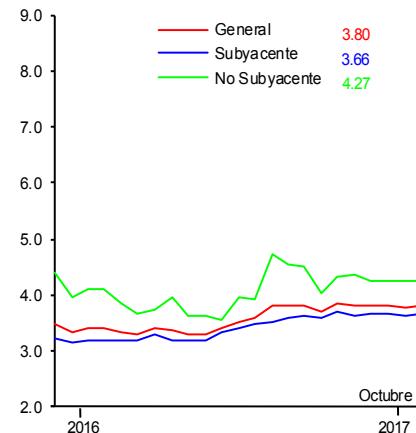
Por ciento

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



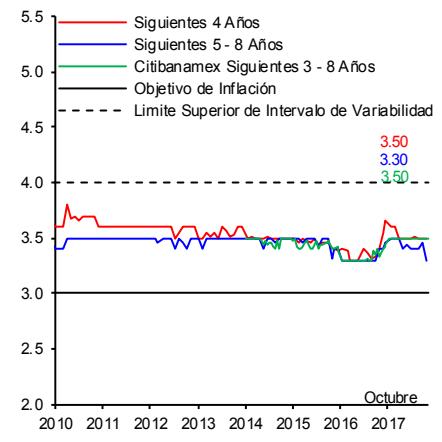
Fuente: Encuesta de Banco de México.

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



Fuente: Encuesta de Banco de México.

c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



Fuente: Encuesta Banco de México y Encuesta Citibanamex.

Por lo que respecta a la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo), si bien registró una moderación durante la mayor parte del periodo de referencia, esta aumentó pasando de 3.65 a 3.70 por ciento entre junio y octubre (Gráfica 46a). En relación a los componentes de la misma destaca, por un lado, que estimaciones sobre las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) presentaron cierto incremento (de 3.41 por ciento en junio a 3.48 por ciento en octubre). Ello, debido principalmente al ajuste al alza que han registrado las expectativas de inflación de menor plazo, como lo muestra el promedio correspondiente a los primeros 1 a 5 años, que se ubica en 3.75 por ciento. Esto contrasta con el promedio de los siguientes 6 a 10 años, que se ubica en 3.21 por ciento (Gráfica 46b). Mientras tanto, la estimación de la prima por riesgo inflacionario a 10 años disminuyó de 24 a 21 puntos base entre junio y octubre de este año (Gráfica 46c).¹⁴

¹³ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo en 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de junio de 2017 y la del 21 de noviembre de 2017.

¹⁴ 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.

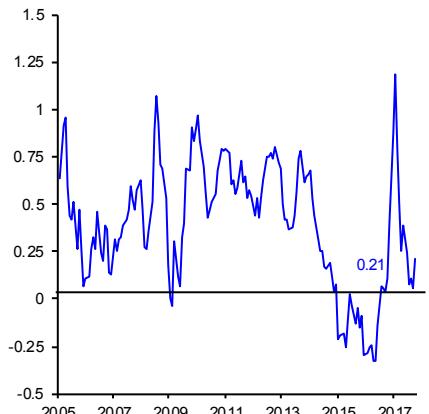
Gráfica 46 Expectativas de Inflación

Por ciento

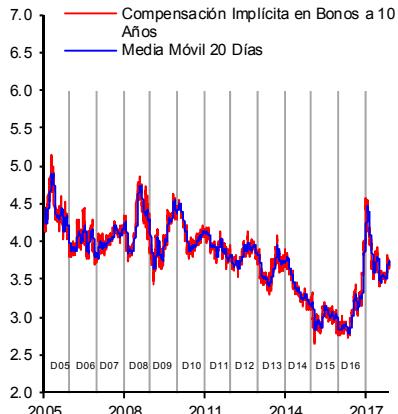
b) Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}



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



a) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



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

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.

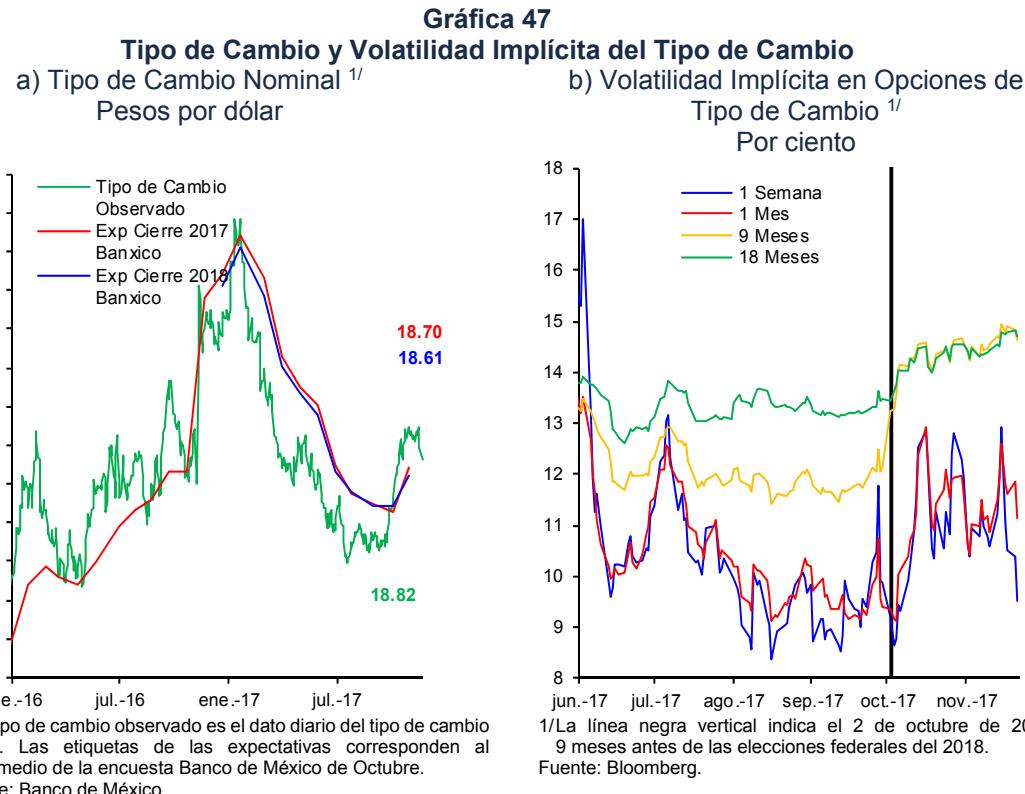
1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

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

El peso mexicano presentó un comportamiento favorable la mayor parte del trimestre, en congruencia con la estabilidad que se registró en los mercados financieros internacionales. No obstante, a partir de finales de septiembre la divisa mexicana se vio afectada por varios factores que hicieron que aumentara tanto su volatilidad, como su cotización, y que las condiciones de operación de su mercado tuvieran un ligero deterioro. Entre dichos factores se encuentran: i) el proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos; ii) la posibilidad de una eventual aprobación de un plan fiscal expansionista en dicho país; y, iii) especialmente, la incertidumbre con relación al proceso de renegociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Así, la cotización de la moneda nacional, que se ubicó entre 17.50 y 18.00 pesos por dólar la mayor parte del trimestre, posteriormente alcanzó niveles de hasta 19.37 pesos por dólar en su cotización intradía y a mediados de noviembre se ubica alrededor de 18.82 pesos por dólar (Gráfica 47a y Gráfica 47b). Por su parte, las expectativas para su cotización al cierre de 2017 y 2018 extraídas de encuestas disminuyeron durante el trimestre que se reporta, para luego registrar ajustes al alza en octubre (Gráfica 47a).

Ante el episodio de mayor volatilidad registrado en las últimas semanas, el 25 de octubre la Comisión de Cambios anunció un incremento de 4,000 millones de dólares en el monto de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional (Non-Deliverable Forwards). A su vez, dicha Comisión ratificó el compromiso de continuar evaluando las condiciones de operación del mercado cambiario y no descartó la posibilidad de llevar a cabo acciones adicionales en caso de ser necesario a fin de procurar un funcionamiento más ordenado en dicho mercado. Asimismo, reiteró que el anclaje del valor de la moneda nacional continuará

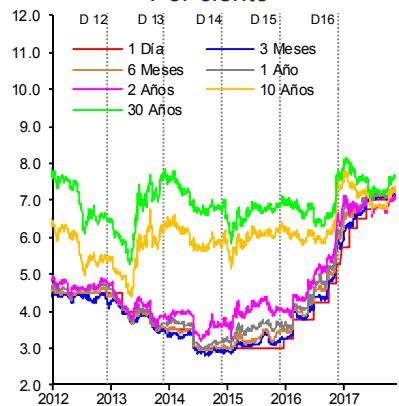
procurándose principalmente mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.



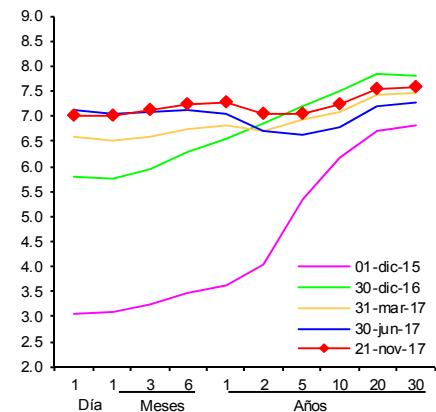
Por su parte, las tasas de interés para todos los plazos registraron incrementos. En particular, aquellas de corto plazo tuvieron un incremento moderado, en tanto que las de plazos mayores, especialmente de 2 años en adelante, mostraron aumentos más considerables. Así, entre finales de junio y mediados de noviembre de 2017 la tasa de interés para un horizonte de 3 meses subió 5 puntos base, de 7.05 a 7.1 por ciento, la correspondiente a 2 años se incrementó 50 puntos base, de 6.6 a 7.1 por ciento, y la de 10 años aumentó 60 puntos base, de 6.7 a 7.3 por ciento (Gráfica 48a y Gráfica 48b). Lo anterior condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos (calculada con la diferencia entre la tasa de interés a 10 años menos aquella a 3 meses) registrara cierto empinamiento, de alrededor de 55 puntos base, en este mismo lapso, mismo que habría sido mayor en ausencia de las acciones de política monetaria que el Banco de México ha implementado (Gráfica 48c).

Gráfica 48
Tasas de Interés en México

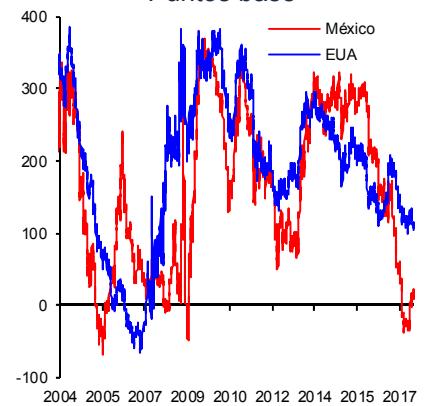
a) Tasas de Interés de Valores Gubernamentales
Por ciento



b) Curva de Rendimientos
Por ciento

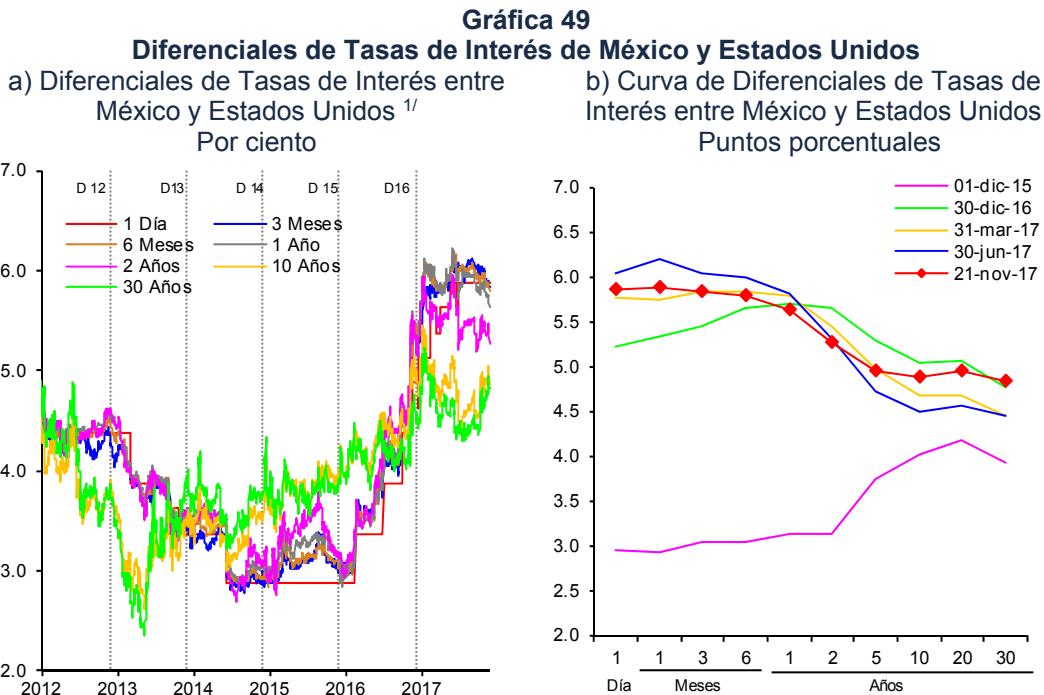


c) Pendiente de la Curva de Rendimientos
Puntos base



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

De acuerdo con el comportamiento antes descrito, y dado que las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos aumentaron más que las nacionales, los diferenciales para tales plazos entre México y dicho país (Méjico – Estados Unidos) disminuyeron. Por su parte, los diferenciales de tasas de interés de mediano y largo plazo se ampliaron ante el aumento de menor magnitud que registraron las tasas para dichos horizontes en Estados Unidos en relación con las de nuestro país. En particular, de finales de junio a mediados de noviembre de 2017, el diferencial de las tasas de 3 meses disminuyó 10 puntos base, de 600 a 590 puntos base, mientras que los diferenciales de 2 y 10 años aumentaron 10 y 40 puntos base, de 530 a 540 puntos base y de 450 a 490 puntos base, respectivamente (Gráfica 49a y Gráfica 49b).

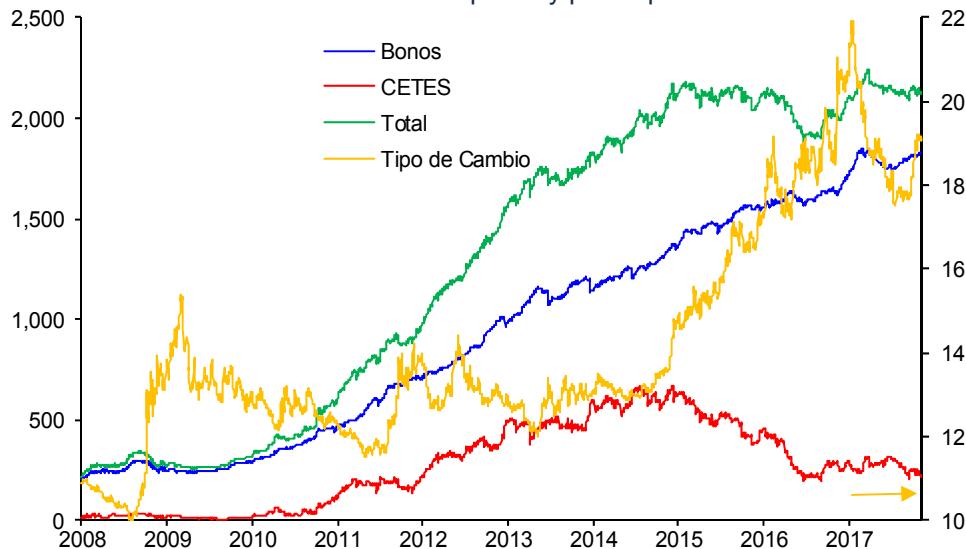


1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Sobre el comportamiento de las tasas de interés nacionales, cabe destacar que estas habían experimentado pocos cambios durante el trimestre; sin embargo, a finales del periodo de referencia aumentaron, en parte, ante los incrementos en las tasas de interés en Estados Unidos, así como ante la posible descompresión de diversas primas por riesgo, principalmente la cambiaria, derivada de los factores que incidieron sobre el comportamiento de la moneda nacional. Adicionalmente, este incremento en las tasas de interés también es reflejo de la expectativa, implícita en instrumentos de mercado y provenientes de encuestas, de que el periodo de relativa astringencia monetaria se podría prolongar. Al respecto, cabe señalar que la estabilidad que han presentado las tasas de interés de largo plazo, a pesar de la incertidumbre relacionada con la relación bilateral entre México y Estados Unidos, es resultado, entre otros factores, de una postura de política monetaria prudente y comprometida con la consecución de la meta de inflación, la cual redunda en expectativas de inflación de mediano y largo plazo bien ancladas.

En el contexto antes descrito, la tenencia de valores gubernamentales de no residentes se mantuvo relativamente estable entre finales de junio y principios de noviembre de este año. En cuanto a su composición, destaca que la tenencia de instrumentos de corto plazo registró una disminución, la cual se compensó con el incremento en la tenencia de instrumentos de mediano y largo plazo (Gráfica 50). Por otra parte, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano nacional registraron cierta volatilidad, manteniéndose prácticamente sin cambios durante el periodo de referencia. Ello, en contraste con aquellos de otros países emergentes que disminuyeron en el mismo lapso.

Gráfica 50
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero y Tipo de Cambio^{1/}
Miles de millones de pesos y pesos por dólar



1/ El total incluye CETES, bonos, udibonos, bondes y bondes D.

Fuente: Banco de México

Hacia adelante, la economía mexicana seguirá enfrentando riesgos importantes. Ello hace particularmente relevante que, por un lado, se continúe impulsando la implementación adecuada de las reformas estructurales y, por el otro, las autoridades perseveren en el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos del país, consolidando las finanzas públicas y manteniendo una postura monetaria prudente y vigilante de que los choques que han estado afectado a la inflación, así como los riesgos que persisten, no se traduzcan en una afectación al proceso de formación de precios de la economía. Lo anterior contribuirá al fortalecimiento del anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y al logro de la convergencia de esta a su objetivo.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

Crecimiento de la Economía Nacional: El intervalo para la expectativa de expansión del PIB para 2017 se revisa de uno de entre 2.0 y 2.5 por ciento en el Informe precedente, a uno de entre 1.8 y 2.3 por ciento en el actual. Este ajuste responde fundamentalmente a que la actividad productiva en el tercer trimestre mostró una desaceleración mayor a la esperada en el Informe previo, en buena medida ante los efectos de los sismos de septiembre y la pronunciada contracción de la plataforma petrolera en ese mismo mes. Las consecuencias sobre la actividad económica de los terremotos parecerían haber sido moderadas y transitorias, toda vez que la capacidad productiva del país no presenta indicios de afectaciones significativas y se anticipa que se intensifiquen los esfuerzos de reconstrucción. Así, las previsiones de crecimiento para 2018 no se modifican respecto al Informe previo, de modo que se continúa anticipando que el crecimiento del PIB se ubique entre 2.0 y 3.0 por ciento en 2018, en tanto que para 2019 se prevé una tasa de expansión de entre 2.2 y 3.2 por ciento (Gráfica 51a). Del mismo modo que en el Informe precedente, en el horizonte de pronóstico se prevé una contribución al crecimiento cada vez más notoria de las reformas estructurales, un efecto favorable de la consolidación de la recuperación de la actividad industrial en Estados Unidos y un fortalecimiento del marco macroeconómico de México, el cual contribuiría a incentivar el gasto interno.¹⁵ Si bien los pronósticos de crecimiento del PIB para 2018 no se modifican respecto al Informe previo, es importante señalar que en particular la incertidumbre asociada a la renegociación del TLCAN parecería haber incrementado la probabilidad de que se materialicen riesgos importantes a la baja para el crecimiento.

De acuerdo a la nueva información de la actividad económica resultante del cambio de año base a 2013, en algunos de los últimos trimestres la estimación de la brecha del producto se ha situado ligeramente en terreno positivo. No obstante, la contracción de la actividad en el tercer trimestre de 2017 implicó que esta disminuyera y se ubicara nuevamente en niveles negativos cercanos a cero. En el horizonte de pronóstico se prevé que la estimación de la brecha permanezca en niveles ligeramente inferiores a cero, si bien por arriba de los estimados en el informe previo, como consecuencia de la revisión de cifras. De este modo, las previsiones para el crecimiento descritas no indican la presencia de presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios (Gráfica 51b).

Empleo: Si bien con la nueva información a partir del cambio de año base a 2013 del PIB el comportamiento del número de puestos de trabajo registrados en el IMSS resulta en cierta medida más congruente con el desempeño de la actividad económica, este ha continuado mostrando un dinamismo mayor al que sugeriría el crecimiento económico y al previamente anticipado, por lo que las previsiones para 2017 y 2018 de este indicador se revisan al alza respecto al Informe previo. En particular, para 2017 se anticipa que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS aumente entre 720 y 790 mil puestos de trabajo, incremento superior al

¹⁵ Las expectativas para la producción industrial de Estados Unidos en 2017 y 2018 se basan en el consenso de analistas encuestados por Blue Chip en noviembre de 2017. En particular, se anticipa un crecimiento de ese indicador en 2017 y 2018 de 1.6 y 2.3 por ciento, respectivamente. Estas cifras se comparan con las previsiones disponibles en el Informe previo de 1.9 y 2.4 por ciento para esos mismos años. Finalmente, para 2019 se espera un crecimiento de 2.1 por ciento, de acuerdo con el consenso de los especialistas encuestados por Blue Chip en octubre de 2017.

esperado en el Informe previo de entre 660 y 760 mil puestos de trabajo. Para 2018, se prevé que se observe un aumento de entre 680 y 780 mil puestos de trabajo, el cual se compara con la expectativa en el Informe anterior de entre 670 y 770 mil plazas laborales. Para 2019, se estima que los puestos de trabajo afiliados al IMSS se incrementen en entre 690 y 790 mil plazas.

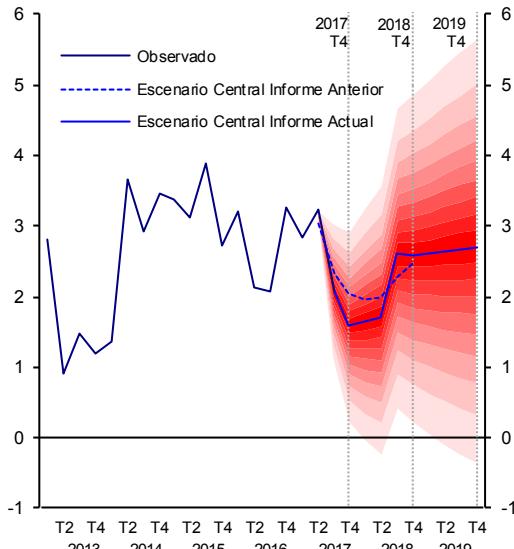
Cuenta Corriente: Para 2017, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 11.0 y de 19.4 miles de millones de dólares (0.9 y 1.7 por ciento del PIB, respectivamente), los cuales se comparan con los previstos en el Informe anterior de 13.2 y 25.0 miles de millones de dólares (1.2 y 2.2 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2018, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.1 y 25.9 miles de millones de dólares, respectivamente (1.0 y 2.1 por ciento del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 12.5 y 27.1 miles de millones dólares (1.0 y 2.2 por ciento del PIB, en el mismo orden). Por su parte, para 2019 se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 14.5 y 30.6 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Gráfica 51

Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

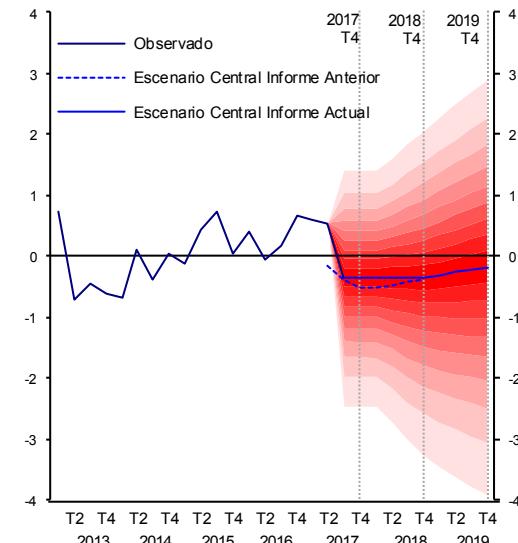
a) Crecimiento del Producto, a. e. b) Estimación de la Brecha del Producto, a. e.

Por ciento anual



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

Porcentaje del producto potencial



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

El balance de riesgos para el escenario de crecimiento se ha deteriorado y se encuentra sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja destacan:

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

- iii. Que se observen episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados del proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos o de acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento hacia México.
- iv. Que el próximo proceso electoral en México genere volatilidad en los mercados financieros nacionales, de manera que el entorno de incertidumbre incida adversamente en la evolución del gasto privado.
- v. Que la inseguridad pública se torne en un factor más relevante como determinante de la actividad productiva.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento sobresalen:

- i. Que la renegociación del TLCAN sea detonante de inversión, tanto en nuevas áreas de oportunidad, como en aquellas previamente contempladas en el Acuerdo.
- ii. Que la implementación de las reformas estructurales produzca resultados superiores a los esperados.
- iii. Que el esfuerzo de reconstrucción asociado a los desastres naturales en México y Estados Unidos tenga un efecto más favorable sobre la actividad que el anticipado.

Inflación: Respecto al pronóstico dado a conocer en el Informe anterior, el escenario actual considera que la inflación no subyacente tendrá una reducción menor a la anticipada en lo que resta de 2017 y en la mayor parte de 2018. Ello se explica por los incrementos que recientemente volvieron a presentar los precios de algunos productos agropecuarios y, en particular, los energéticos. Como resultado de lo anterior, se prevé que en 2018 la inflación general anual alcanzará el objetivo de 3.0 por ciento en el último trimestre de 2018, y no en el tercero, como se había considerado previamente. En lo que respecta a la inflación subyacente, el escenario actual contempla para lo que resta de 2017 una disminución ligeramente más pronunciada a la que se había estimado, derivada de una mejor evolución a la prevista de los precios de las mercancías. No obstante, para 2018 las previsiones para el comportamiento de la inflación subyacente son ligeramente más elevadas a las anteriormente consideradas, reflejando el impacto que tendría la reciente reversión del tipo de cambio sobre los precios de las mercancías.

Así, se anticipa que hacia finales de 2017 la inflación general anual continúe exhibiendo una tendencia a la baja, la cual se espera se acentúe durante el próximo año, conduciendo a la convergencia al objetivo de 3.0 por ciento hacia finales de 2018. En 2019, se espera que esta fluctúe alrededor de dicho objetivo. La previsión anterior toma en cuenta la expectativa de un comportamiento ordenado del tipo de cambio, así como una reducción importante de la inflación no subyacente en los meses siguientes y durante 2018. En cuanto a la inflación subyacente anual, se espera que permanezca por encima de 4.0 por ciento en 2017, aunque bastante por debajo de la trayectoria de la inflación general anual y que alcance niveles moderadamente por arriba de 3.0 por ciento a finales de 2018 y que se ubique alrededor de dicho nivel en 2019 (Gráfica 52 y Gráfica 53). Cabe señalar que si

bien el incremento al salario mínimo que recientemente fue aprobado por la CONASAMI pudiera llegar a afectar ligeramente al alza el cierre de la inflación general anual en 2017, no se prevé que afecte significativamente la trayectoria esperada de convergencia de la misma a la meta del Banco de México hacia finales de 2018. Para ello, es importante que el traspaso al resto de las negociaciones salariales se mantenga contenido.

Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, los cuales se incrementaron desde el último Informe Trimestral. Los principales riesgos son, al alza:

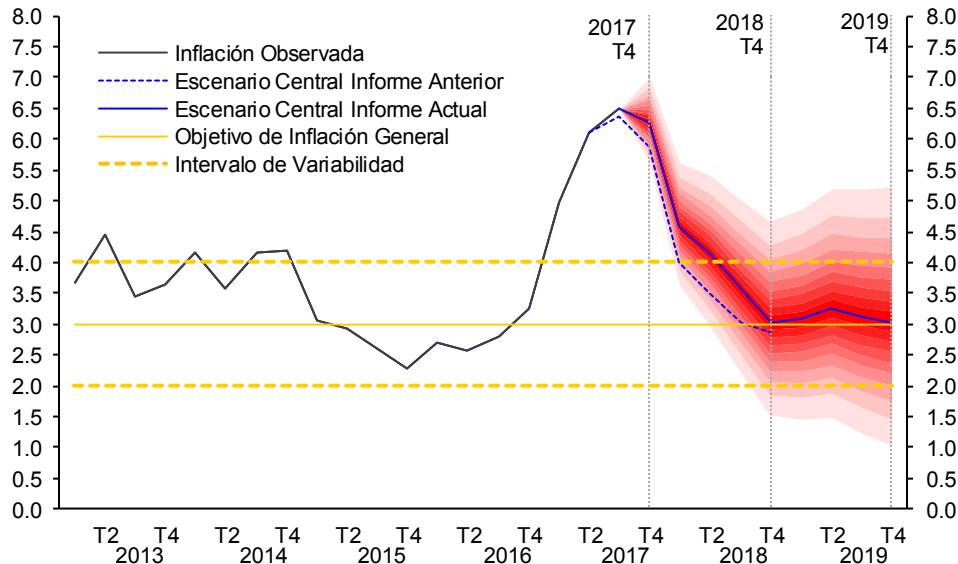
- i. Que se registre una depreciación adicional de la moneda nacional en respuesta, entre otros factores, a una evolución desfavorable del proceso de negociación del TLCAN o a una reacción adversa de los mercados a las acciones de política monetaria o fiscal en los Estados Unidos.
- ii. Que los precios de algunos bienes agropecuarios aumenten, si bien el impacto de ello sobre la inflación sería transitorio.
- iii. Que continúen presentándose presiones importantes al alza en los precios de algunos energéticos; en particular, del gas L.P., tal como se ha venido observando recientemente.
- iv. Tomando en cuenta que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, el comportamiento de los costos unitarios de la mano de obra podría reflejarse en la inflación.

Entre los riesgos a la baja se encuentran:

- i. Que un entorno más favorable con relación al resultado de las negociaciones del TLCAN conduzca a una apreciación de la moneda nacional.
- ii. Que las reformas estructurales den lugar a disminuciones adicionales en diversos precios de la economía.
- iii. Que la actividad económica presente un menor dinamismo que el anticipado.

Dado que algunos riesgos al alza han ido ganando relevancia, se considera que el balance de riesgos con relación a la trayectoria esperada para la inflación por el Instituto Central se deterioró y tiene un sesgo al alza en el horizonte en el que actúa la política monetaria.

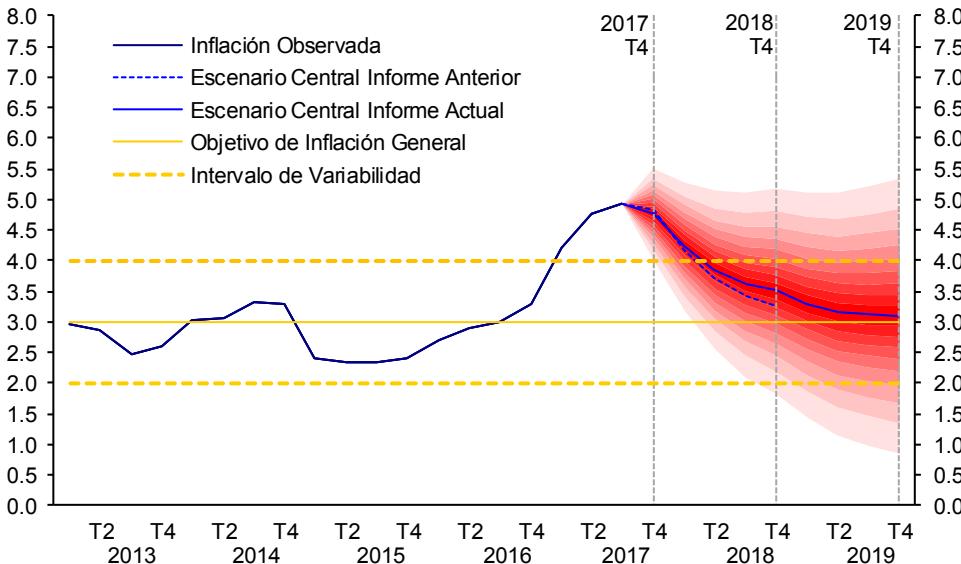
Gráfica 52
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
Por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación general anual.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 53
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual ^{1/}
Por ciento



1/ Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Tomando en cuenta lo presentado en este Informe, hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial, considerando el balance de riesgos antes descrito, de cambios futuros en la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios y de la evolución de la brecha del producto, así

como del comportamiento de presiones salariales potenciales. En todo caso, ante los diversos riesgos que siguen presentes, la Junta estará vigilante para asegurar que se mantenga una postura monetaria prudente, de manera que se fortalezca el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo y se logre la convergencia de esta a su objetivo.

Las reformas estructurales que están siendo implementadas, en conjunto con una política económica encaminada a mantener un entorno de solidez macroeconómica, han contribuido a que la economía mexicana se haya mostrado resiliente ante los choques adversos a los que por varios años ha estado sujeta, permitiendo que esta mantenga una trayectoria de crecimiento. Ello incluso considerando que reformas de gran envergadura como las aprobadas requieren de un prolongado periodo de implementación y que su impacto pleno sobre el crecimiento económico y el bienestar de la población debe evaluarse desde una perspectiva de largo plazo. No obstante, un entorno de inseguridad pública y de falta de plena vigencia del estado de derecho impide que condiciones necesarias, mas no suficientes por sí solas, para el crecimiento económico como son la estabilidad macroeconómica o un mejor funcionamiento de ciertos mercados, se reflejen en mayor inversión y, sobre todo, en mayor productividad. El crecimiento de la productividad es, en última instancia, el único modo de obtener una mayor expansión de la economía de manera sostenible y, por lo tanto, de incrementar las remuneraciones laborales y acrecentar el bienestar de la población. Es decir, esto último es vital para que los salarios de todos los trabajadores, no solo los que perciben el mínimo, se incrementen de manera sostenible y sin generar presiones inflacionarias, desempleo o mayor informalidad. Así, el país debe buscar implementar reformas más profundas que provean de certeza jurídica, fortalezcan el estado de derecho, refuerzen las instituciones del país y modifiquen el sistema de incentivos que los agentes económicos enfrentan para que se privilegie la búsqueda de creación de valor por encima de la búsqueda de rentas. Si bien lo anterior es un objetivo que el país debe estar buscando alcanzar independientemente del entorno externo, avances en esta dirección se tornan todavía más apremiantes ante la incertidumbre actual por la que atraviesa México respecto a la relación económica con Estados Unidos, la cual evoca la importancia de que el país diversifique y fortalezca los distintos motores de crecimiento que tiene a su disposición, tanto de índole interna, como externa.

Anexo

Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria y los Informes Trimestrales en 2018

En el Cuadro 1 de este anexo se presenta el calendario para el año 2018 de los anuncios de política monetaria, así como de la publicación de las Minutas sobre las reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las decisiones de política monetaria y de los Informes Trimestrales. Es pertinente hacer notar que la publicación de las decisiones de política monetaria seguirá siendo en jueves a las 13:00 horas como en el 2017. Adicionalmente, dos semanas después de cada anuncio se publicarán las Minutas correspondientes como se hizo en 2017. Por su parte los Informes Trimestrales se publicarán los días señalados.

Cuadro 1
Calendario para 2018

	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria	Informes Trimestrales ^{1/}
Enero			
Febrero	8	22	28
Marzo			
Abril	12	26	
Mayo	17	31	30
Junio	21		
Julio		5	
Agosto	2	16	29
Septiembre			
Octubre	4	18	
Noviembre	15	29	28
Diciembre	20		

1/El Informe Trimestral que se publicará el 28 de febrero corresponde al del cuarto trimestre de 2017, el del 30 de mayo al del primer trimestre de 2018, el del 29 de agosto al del segundo trimestre de 2018, y el del 28 de noviembre al del tercer trimestre de 2018.

El calendario considera ocho fechas para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2018. Sin embargo, como en años anteriores, el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central.



BANCO DE MÉXICO

Noviembre 2017

www.banxico.org.mx