



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral
Julio – Septiembre 2018

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

El texto completo, el resumen, la presentación ejecutiva y los recuadros correspondientes al presente Informe Trimestral se encuentran disponibles en formato PDF en:
<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-disursos/publicaciones/informes-periodicos/trimestral-inflacion/>



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

INFORME TRIMESTRAL

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

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de noviembre de 2018. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaleciente en el Tercer Trimestre de 2018	5
2.1.	Condiciones Externas.....	5
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	5
2.1.2.	Precios de las Materias Primas	8
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior	9
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales.....	11
2.1.5.	Riesgos para el Panorama Económico Mundial.....	14
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana.....	15
2.2.1.	Actividad Económica.....	15
2.2.2.	Mercado Laboral.....	29
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	31
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	31
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	34
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F).....	38
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	43
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	45
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	45
2.2.5.2.	Riesgo de Crédito de la Banca.....	46
2.2.5.3.	Riesgo de Mercado	47
2.2.5.4.	Empresas Privadas no Financieras Listadas en la Bolsa Mexicana de Valores y Otras Emisoras	48
2.2.5.5.	Instituciones de Banca Múltiple.....	50
3.	Evolución Reciente de la Inflación.....	51
3.1.	La Inflación en el Tercer Trimestre de 2018	51
3.1.1.	La Inflación Subyacente	54
3.1.2.	La Inflación No Subyacente.....	61
3.2.	Índice Nacional de Precios al Productor	62
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	64
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	83
5.1.	Previsiones para la Inflación	85
Anexo 1.	Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria, los Informes Trimestrales y los Reportes sobre el Sistema Financiero en 2019	88
Anexo 2.	Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Julio – Septiembre 2018.....	89

RECUADROS

Recuadro 1. Crecimiento Económico y Productividad	19
Recuadro 2. Debilidad del Estado de Derecho e Inseguridad como Obstáculos para el Crecimiento de México ...	23
Recuadro 3. Política Monetaria y Demanda de Dinero en Sentido Amplio	39
Recuadro 4. Efectos Indirectos de los Incrementos en los Precios de los Energéticos sobre la Inflación Subyacente	57
Recuadro 5. Política Monetaria y Actividad Económica	65
Recuadro 6. Consideraciones sobre la Indexación Salarial y sus Efectos sobre la Economía	69
Recuadro 7. Revisiones Recientes a la Perspectiva de la Calificación Crediticia de México y Pemex.....	77

1. Introducción

Durante 2018, el Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno de marcada incertidumbre. El origen de dicha incertidumbre se encuentra tanto en factores globales, como en otros más directamente asociados con la economía mexicana, los cuales han adquirido relativamente mayor importancia.

Entre los principales elementos del entorno externo, destaca que continúan las tensiones comerciales a nivel global, particularmente entre Estados Unidos y China, las cuales incluso podrían acentuarse en el futuro. Por otra parte, durante la mayor parte del periodo que se reporta las condiciones financieras globales se apretaron principalmente como reflejo de la expectativa de un ritmo de alzas de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal mayor al previamente esperado, lo cual condujo a una apreciación del dólar y a mayores tasas de interés. No obstante, con base en información más reciente, los mercados anticipan un proceso de normalización más gradual, aunque aún no se puede descartar el riesgo de que se presente una sorpresa inflacionaria que modifique dicha perspectiva. Adicionalmente, persisten riesgos políticos y geopolíticos, y surgieron otros factores de incertidumbre, tales como las dificultades financieras en ciertas economías emergentes y el correspondiente riesgo de contagio. Los factores descritos han conducido a episodios de volatilidad en los mercados financieros y a un desempeño negativo en los precios de los activos de las economías emergentes, si bien se observaron diferencias entre estas economías de acuerdo a sus fundamentos macroeconómicos y como resultado de factores idiosincrásicos.

En cuanto a los factores que tienen una incidencia directa en la economía nacional, en el periodo que se reporta destacó la disminución de la incertidumbre sobre el futuro de la relación comercial de México con Estados Unidos y Canadá que se observó como resultado de los avances en el proceso de negociación y el anuncio del nuevo acuerdo comercial en Norteamérica. No obstante, el proceso no ha concluido, ya que dicho acuerdo todavía tiene que ser ratificado por los congresos de los países involucrados. Por otra parte, acontecimientos

recientes, tales como el anuncio de la intención de cancelar el proyecto del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (NAICM) y la preocupación de los mercados por las políticas de la nueva administración, incluyendo el modelo de negocios de Pemex y algunas iniciativas legislativas, condujeron a varias agencias calificadoras a cambiar las perspectivas de la deuda soberana del país de estable a negativa, a una depreciación de la cotización del peso y a aumentos en las primas por riesgo soberano y en las tasas de interés, especialmente las de mayor plazo. Así, el entorno actual presenta importantes riesgos que pudieran afectar de manera estructural las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y la formación de precios en la economía. En caso de persistir un entorno como el descrito, de tal manera que las primas de riesgo se mantengan elevadas y las expectativas de inflación de mayor plazo llegaran a verse afectadas, podrían ser necesarias mayores tasas de interés a lo largo del ciclo económico.

Durante el periodo que se reporta, la inflación general anual se incrementó, al pasar de un promedio de 4.57% a uno de 4.91% entre el segundo y el tercer trimestres de 2018. Esta evolución fue producto, en parte, de la trayectoria creciente que presentó la inflación no subyacente hasta septiembre, la cual reflejó los incrementos de precios que se registraron en el rubro de energéticos, principalmente en las gasolinas y en el gas L.P., los cuales, a su vez, reflejaron la evolución de sus referencias internacionales y, en el caso de las gasolinas, una gradual disminución en los estímulos fiscales aplicables a sus cotizaciones nacionales. Ello contribuyó a que la inflación no subyacente se mantuviera en niveles elevados por un periodo prolongado. Por otro lado, si bien se presentaron condiciones cíclicas menos estrechas respecto a las observadas a inicios del año, la inflación subyacente anual mostró resistencia a seguir disminuyendo durante el tercer trimestre de 2018. Ello en parte debido a los efectos indirectos que los aumentos en los precios de los energéticos tuvieron sobre los costos de producción de algunos de sus componentes. Incluso, las variaciones anuales de

algunos elementos de este índice presentaron una trayectoria creciente, destacando la del subíndice de precios de los servicios distintos a la educación y a la vivienda. Así, diversos factores, en adición a los efectos indirectos referidos, también contribuyeron a la persistencia de la inflación subyacente. Entre ellos, destacan el comportamiento del tipo de cambio, la ausencia de holgura y la evolución de los salarios reales. De esta forma, la inflación subyacente dejó de disminuir y se mantuvo prácticamente constante en niveles superiores a la meta. En particular, este indicador pasó de 3.67 a 3.64% en los trimestres de referencia, situándose en 3.63% en la primera quincena de noviembre. Por su parte, la inflación general anual disminuyó en octubre, y en la primera quincena de noviembre, ubicándose en esta última fecha en un nivel de 4.56%. Este resultado se explica, en buena medida, por el descenso que comenzó a presentar la inflación no subyacente anual, debido a las reducciones que recientemente exhibió el precio del gas L.P., así como a los menores incrementos en los precios de las gasolinas y en las tarifas de electricidad en relación al mismo periodo del año previo.

En este contexto, durante el periodo que cubre este Informe el Banco de México condujo su política monetaria con el objeto de preservar el anclaje de las expectativas de inflación y favorecer la tendencia descendente de la inflación general anual hacia su meta. En particular, en las reuniones de agosto y octubre de 2018 la Junta de Gobierno decidió mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%. En este contexto, la Junta señaló cierto relajamiento en las condiciones de holgura respecto a las observadas en el primer trimestre del año, y destacó el carácter transitorio de los choques que habían afectado a la inflación y la expectativa de una tendencia descendente para la inflación subyacente, si bien subrayó los riesgos e incertidumbre en torno a la trayectoria prevista para la inflación. No obstante, en su reunión de noviembre, la Junta de Gobierno incrementó en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, tomando en consideración que el balance de riesgos para la inflación se deterioró de manera importante y mantiene un sesgo al alza, tanto bajo una perspectiva de corto como de largo plazo. En adición a que la inflación no subyacente permanece en niveles

elevados y que el componente subyacente muestra resistencia a disminuir, también se consideró el riesgo de que el proceso de formación de precios se vea afectado estructuralmente por la implementación de diversas políticas.

La postura monetaria del Banco de México se determinó en un entorno en el que la economía mundial mostró cierta moderación en su ritmo de crecimiento durante el tercer trimestre, manteniéndose las divergencias en el desempeño económico entre distintos países y regiones. En particular, el crecimiento de Estados Unidos, si bien siguió siendo elevado, fue menor al del segundo trimestre, mientras que el de otras economías avanzadas fue menor a lo esperado, al tiempo que el de las economías emergentes siguió debilitándose. En este entorno, la inflación global moderó su tendencia al alza, manteniéndose divergencias significativas entre países. Así, aunque se espera que los principales bancos centrales sigan avanzando hacia una política monetaria más neutral, el ritmo de normalización de la política monetaria, sobre todo en Estados Unidos, pudiera moderarse. No obstante, aún no se puede descartar el riesgo de que un apretamiento mayor al esperado de las condiciones financieras globales pudiera afectar a las economías emergentes, particularmente a aquellas con fundamentos macroeconómicos débiles o que enfrentan dificultades idiosincrásicas. Si bien para 2018 y 2019 se continúa previendo una expansión global moderada, las perspectivas de crecimiento tanto de corto, como de mediano plazo, se han revisado ligeramente a la baja debido a la materialización de algunos de los riesgos descritos anteriormente. A ello se suman otros riesgos para el crecimiento de la economía mundial, tales como la volatilidad en los precios del petróleo, así como factores de orden político y geopolítico.

En el ámbito interno, en el tercer trimestre de 2018 la actividad económica repuntó, luego de la contracción registrada el trimestre previo, si bien persiste una tendencia negativa en la inversión. El comportamiento del PIB en el periodo julio – septiembre fue reflejo, principalmente, del dinamismo que continuaron exhibiendo los servicios, así como de cierta recuperación de las actividades secundarias respecto de la debilidad que presentaron el trimestre previo. En cuanto a las condiciones de

holgura en la economía, se estima que en el trimestre que se reporta estas se apretaron ligeramente respecto del trimestre anterior, si bien se mantienen en niveles menos estrechos que los observados a principios del año. Se considera que el balance de riesgos para el crecimiento de la economía desde una perspectiva cíclica continúa sesgado a la baja y que, incluso, se ha deteriorado en el margen, debido, en gran medida, al complejo entorno externo que prevalece y a los elementos de incertidumbre interna ya mencionados. En particular, no obstante el acuerdo alcanzado entre México, Estados Unidos y Canadá en torno a la relación comercial en la región, existen obstáculos para su ratificación, en un contexto en el que persisten las tensiones comerciales a nivel mundial y en el que aún existe el riesgo de un apretamiento en las condiciones financieras globales. Además, como ya se mencionó, existe elevada incertidumbre acerca de diversos aspectos de la política económica que la administración entrante implementará, y los impactos que sus estrategias tengan sobre la confianza y desempeño de la economía.

En lo que se refiere a los pronósticos de inflación, en ausencia de acciones de política monetaria, varios factores habrían conducido a un retraso en la convergencia de la inflación a la meta respecto a lo presentado en el Informe anterior. Entre estos factores se encuentran los incrementos ya observados en los precios de los energéticos, así como los efectos indirectos que estos han tenido sobre la inflación subyacente, aunado a las mayores alzas a las previstas en la tasa de variación de los precios de los servicios. Como ya se mencionó, dados estos eventos la política monetaria se ajustó en noviembre para mantener la convergencia de la inflación general a la meta en el mismo horizonte que en el Informe previo, si bien durante este proceso se espera que las inflaciones general y subyacente se ubiquen por arriba de las estimaciones previas. Así, se estima que la inflación general anual se aproxime hacia el objetivo de 3% a lo largo de 2019, ubicándose durante el primer semestre de 2020 alrededor de dicho objetivo. En lo que se refiere a la inflación subyacente anual, su trayectoria también se revisa al alza para los siguientes meses, si bien considerando las acciones de política monetaria se anticipa que alcance el mismo nivel que en el Informe anterior en el primer semestre de 2020. La inflación enfrenta

riesgos importantes relacionados con la posible adopción de políticas que afecten estructuralmente el proceso de formación de precios en la economía. Adicionalmente, está sujeta a riesgos entre los que destacan los siguientes: que la cotización de la moneda nacional continúe presionada tanto por mayores tasas de interés externas, como por otros factores externos e internos; que persistan presiones en los precios de los energéticos o incrementos en los de los productos agropecuarios; que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global; que se registre un deterioro de las finanzas públicas; que, por los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, se presenten efectos de segundo orden en la formación de precios; y, que se generen presiones en la economía en la medida en que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en la productividad. Tomando en cuenta todo lo anterior, se considera que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación se ha deteriorado y muestra un importante sesgo al alza, en un entorno de marcada incertidumbre.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Si se requiere de un ajuste del tipo de cambio real, así como tasas de interés de mediano y largo plazos más elevadas, el Banco de México contribuirá a que los ajustes necesarios de la economía ocurran de manera ordenada, buscando evitar efectos de segundo orden sobre la formación de precios. Tomando en cuenta los retos que implica consolidar una inflación baja y estable dado este entorno, así como los riesgos a los que está sujeta la formación de precios, la Junta de Gobierno tomará las acciones que considere necesarias, en particular el mantenimiento o un reforzamiento de la postura monetaria actual, a fin que la inflación converja a la meta del Banco de México en el horizonte en que opera la política monetaria.

En suma, la economía mexicana enfrenta un entorno más complejo de lo que se había previsto. En este contexto, es particularmente relevante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien una

mayor productividad, un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas, reforzando la transparencia y rendición de cuentas de las políticas públicas.

2. Entorno Económico y Financiero Prevaleciente en el Tercer Trimestre de 2018

2.1. Condiciones Externas

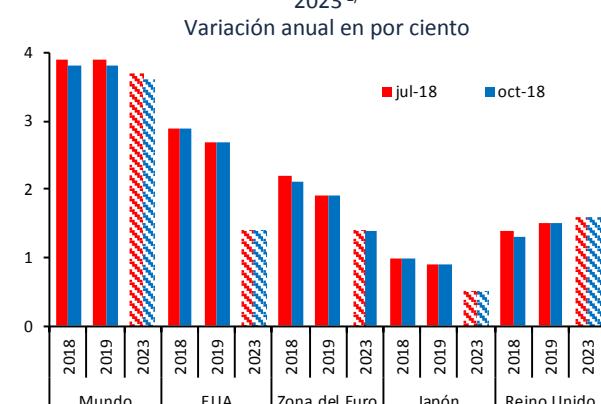
2.1.1. Actividad Económica Mundial

Durante el tercer trimestre del año, la economía mundial moderó su ritmo de expansión, manteniéndose las divergencias en el desempeño económico de distintas regiones y países. En efecto, mientras que el crecimiento de Estados Unidos se mantuvo elevado, si bien por debajo de lo observado durante el trimestre previo, algunas de las principales economías avanzadas crecieron a un ritmo menor al esperado y las economías emergentes registraron un menor dinamismo con respecto a lo observado anteriormente. En este entorno, la inflación en las principales economías avanzadas moderó su tendencia al alza, manteniéndose discrepancias significativas entre países. En particular, en Estados Unidos la inflación se ha desacelerado en los últimos meses, debido principalmente a la apreciación del dólar, tendencia que se pudiera acentuar con la caída reciente en los precios del petróleo. Así, aunque se espera que los principales bancos centrales sigan avanzando hacia una política monetaria más neutral, el ritmo de normalización de la política monetaria, sobre todo de la Reserva Federal de Estados Unidos, pudiera moderarse.

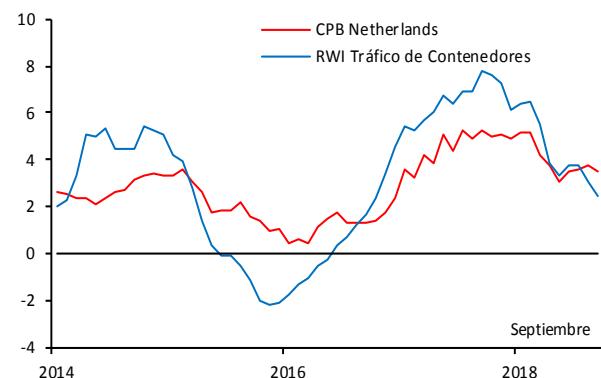
Para 2018 y 2019 continúa anticipándose una expansión moderada de la economía mundial, aunque las perspectivas de crecimiento tanto de corto como de mediano plazo se revisaron ligeramente a la baja, reflejando la evolución recientemente observada en algunas de las principales economías y la materialización de algunos riesgos para el panorama internacional, tales como el escalamiento de las tensiones comerciales a nivel global, las cuales han contribuido a una menor expansión del comercio mundial y de la inversión, y a menores niveles de confianza de las empresas (Gráfica 1). En particular, a pesar de los acuerdos alcanzados entre Estados Unidos y algunos de sus principales socios comerciales, las disputas entre ese país y China han aumentado significativamente. Adicionalmente, si bien los mercados anticipan que el ritmo de normalización de la política monetaria en Estados Unidos pudiera moderarse, aún no se puede descartar el riesgo de que un apretamiento mayor al esperado de las condiciones financieras globales

pudiera afectar a las economías emergentes, particularmente a aquellas con fundamentos macroeconómicos débiles o que enfrentan dificultades asociadas a factores idiosincrásicos. Finalmente, existen otros riesgos para el crecimiento de la economía mundial, tales como la volatilidad en los precios del petróleo y factores de orden político y geopolítico. En este contexto de elevada incertidumbre, en el periodo que se reporta, los mercados financieros internacionales mostraron una elevada volatilidad y los precios de los activos registraron un desempeño negativo.

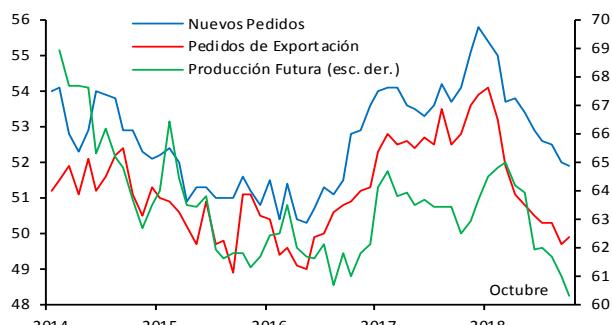
Gráfica 1
Economía Mundial
a) Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2018, 2019 y 2023^{1/}



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



c) Índice Global de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero
Índices de difusión, a. e.



1/ Los pronósticos de 2023 se obtuvieron del WEO de abril y octubre de 2018.
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

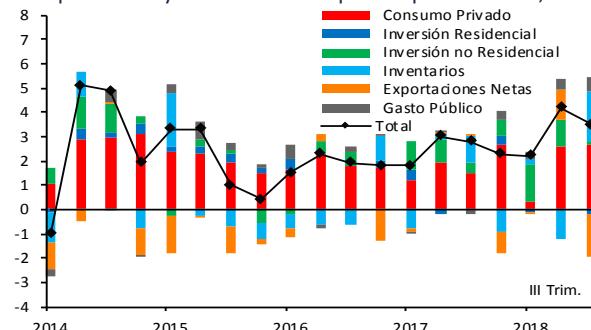
Fuente: IMF, World Economic Outlook, abril, julio y octubre 2018, CPB Netherlands, Markit y Haver Analytics.

En Estados Unidos, el PIB creció 3.5% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad durante el tercer trimestre, después de haberse expandido 4.2% durante el segundo (Gráfica 2). En particular, el consumo privado siguió aumentando, apoyado por los elevados niveles de confianza de los hogares y el crecimiento del ingreso salarial. Asimismo, el gasto público siguió expandiéndose, apoyado por el impulso fiscal, y los inventarios de negocios tuvieron una elevada contribución al crecimiento, después de la fuerte desacumulación registrada durante el segundo trimestre. En contraste, la inversión fija bruta se debilitó ante el menor dinamismo del componente no residencial y la contracción del residencial. Finalmente, las exportaciones netas restaron dinamismo a la actividad económica, respondiendo tanto al desvanecimiento del impacto positivo de las exportaciones agrícolas en el trimestre previo, como a la apreciación del dólar.

Gráfica 2

Actividad Económica en Estados Unidos
PIB Real y Componentes

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

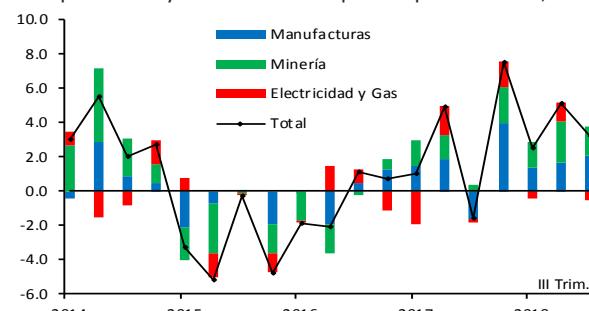
Fuente: BEA.

Asimismo, la producción industrial también moderó su ritmo de expansión en el tercer trimestre, al crecer 4.7% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de avanzar 5.3% en el segundo trimestre (Gráfica 3). Dicha moderación reflejó una caída en el sector de electricidad y gas, lo que contrastó con el mayor dinamismo de la actividad minera y manufacturera. En octubre, la producción industrial y la manufacturera se expandieron 0.1 y 0.3% a tasa mensual, respectivamente, mientras que la minería y el sector de electricidad se contrajeron 0.3 y 1.9%, respectivamente. En este contexto, los indicadores prospectivos disponibles al cuarto trimestre, tales como los componentes de producción futura y de pedidos de exportación de los índices de gerentes de compras (PMI) apuntan a una moderación de la actividad económica en este periodo.

Gráfica 3

Actividad Industrial en Estados Unidos
Producción Industrial y Componentes

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



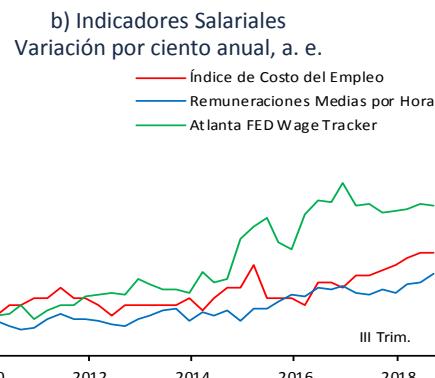
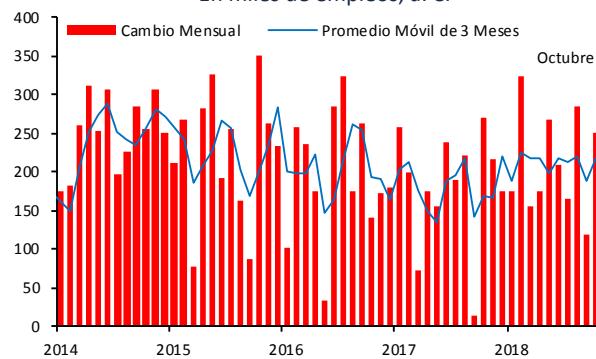
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Reserva Federal.

En este entorno, el dinamismo de la actividad económica de Estados Unidos durante el periodo que cubre este Informe se tradujo en un apretamiento adicional del mercado laboral. En efecto, la tasa de desempleo se ubicó en 3.7% en octubre, la menor tasa desde hace casi cinco décadas, y por debajo de la tasa natural de desempleo de 4.6% estimada por la Oficina de Presupuesto del Congreso de ese país (CBO, por sus siglas en inglés). Entre julio y septiembre se generaron en promedio 190 mil nuevas plazas laborales, ritmo superior a lo que se requiere para absorber el crecimiento de la fuerza laboral, y en octubre se crearon 250 mil nuevas plazas (Gráfica 4a). Adicionalmente, las tasas de aperturas de nuevas plazas y de renuncias se ubicaron en este periodo en sus niveles máximos en este ciclo de

expansión. En este contexto, el crecimiento de los salarios siguió aumentando (Gráfica 4b).

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

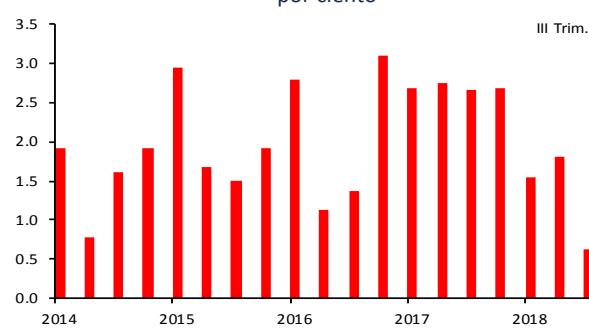
Para lo que resta de 2018 y 2019, el consenso de los analistas sigue anticipando una expansión de la economía de Estados Unidos apoyada, en gran parte, por el impulso fiscal y por la confianza de los hogares. No obstante, se espera que el crecimiento de esa economía para el mediano plazo se modere a medida que expiren algunas de las disposiciones fiscales, al tiempo que la Reserva Federal continúe con su proceso de alza de tasas de interés. En efecto, el alza en las tasas de interés hipotecarias parecería estar acentuando la debilidad de la inversión residencial, la cual ha sido afectada por los elevados costos de la construcción y los menores incentivos fiscales para la construcción de vivienda. Adicionalmente, las perspectivas menos favorables para las utilidades corporativas parecen estar afectando los planes de gasto de capital de las empresas. Finalmente, los riesgos aún presentes de un mayor escalamiento de

las medidas proteccionistas y un apretamiento adicional en las condiciones financieras a nivel global podrían contribuir a una desaceleración aún mayor de esa economía. Así, aunque las perspectivas continúan siendo de un escenario de expansión moderada, han aumentado los riesgos de un menor crecimiento en ese país en el mediano plazo.

En la zona del euro, la actividad económica registró una fuerte desaceleración durante el tercer trimestre del año, como resultado principalmente de la debilidad de la demanda externa, la creciente incertidumbre política, las mayores tensiones financieras en Italia y factores transitorios en Alemania, como lo son la grave afectación al sector automotriz provocada por las nuevas regulaciones sobre emisiones contaminantes.¹ Así, en el tercer trimestre, el PIB creció 0.7% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de haberse expandido 1.8% en el segundo, ritmo inferior al anticipado por el consenso de analistas (Gráfica 5). Si bien el consumo privado y la inversión siguieron expandiéndose, las exportaciones netas restaron dinamismo a la actividad económica, ante la menor demanda externa y las afectaciones antes aludidas al sector automotriz. En este entorno, la tasa de desempleo se mantuvo en 8.1% en septiembre, por debajo del nivel que se considera de largo plazo, al tiempo que el crecimiento de los salarios siguió mostrando una gradual aceleración.

Gráfica 5
Actividad Económica en la Zona del Euro
PIB Real

Variación trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en por ciento



Fuente: Eurostat.

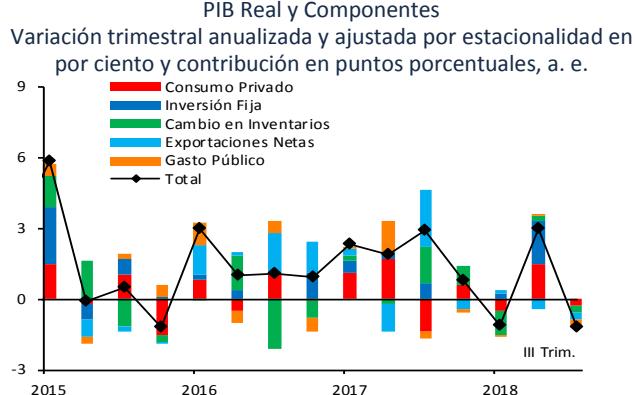
En Japón, la economía se contrajo 1.2% a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad en el tercer trimestre debido, en parte, a los efectos de desastres

¹ La producción de vehículos disminuyó significativamente ante los retrasos en los procesos de certificación de las nuevas regulaciones de

emisiones contaminantes, derivados, en parte, de la escasez de mano de obra calificada en dicho país.

naturales, luego de que en el segundo ese economía creciera 3% (Gráfica 6). En particular, la demanda interna fue fuertemente afectada por diversos fenómenos naturales, mientras que las exportaciones netas se debilitaron ante la menor demanda externa. Por su parte, la tasa de desempleo se ubicó en 2.3% en septiembre, cerca de su nivel mínimo de los últimos veinticinco años. Este apretamiento del mercado laboral, a su vez, se tradujo en un repunte en los salarios.

Gráfica 6
Actividad Económica en Japón



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

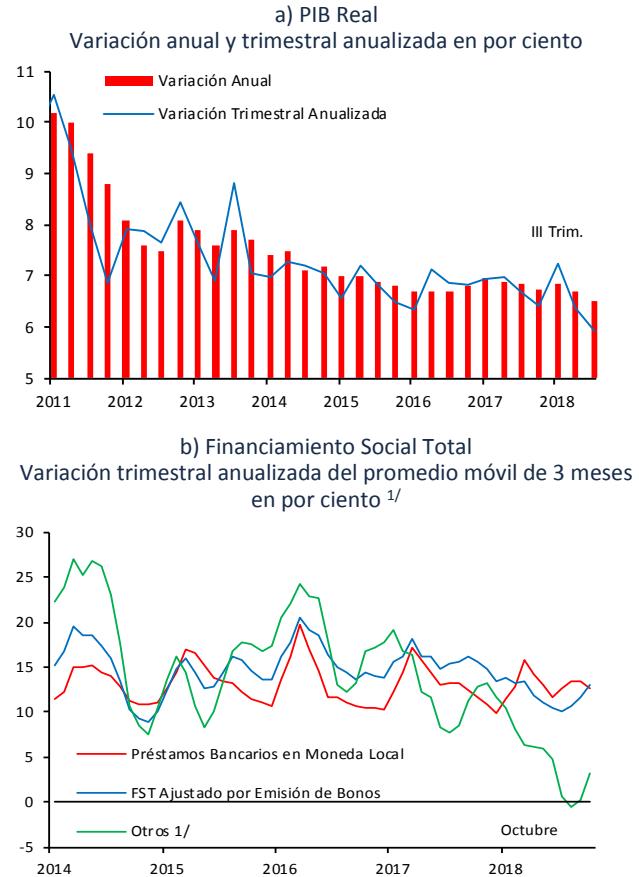
Fuente: Oficina del Gabinete.

En las economías emergentes, el crecimiento se moderó durante el tercer trimestre, si bien se observaron diferencias significativas entre países. Por una parte, algunos como Brasil y Malasia, mostraron cierta recuperación, después de la debilidad del segundo trimestre. En contraste, la actividad en países como Argentina y Turquía se vio severamente afectada ante la fuerte volatilidad que se observó en sus mercados financieros. Adicionalmente, algunas de las principales economías emergentes moderaron su ritmo de expansión, destacando los casos de India y China.

En efecto, la economía de China continuó desacelerándose, al pasar de un crecimiento anual de 6.7% durante el segundo trimestre a uno de 6.5% en el tercero. Lo anterior, como resultado de las políticas de su gobierno para reducir la expansión del crédito y propiciar un crecimiento sostenible (Gráfica 7a y Gráfica 7b). Además, no puede descartarse un deterioro adicional en la actividad económica de ese país ante las tensiones comerciales con Estados Unidos. En este entorno, las autoridades chinas han relajado sus políticas monetaria y fiscal para evitar

una desaceleración mayor a la anticipada, aunque existe una elevada incertidumbre sobre si estas medidas serán suficientes para contrarrestar los efectos de las mayores tensiones comerciales sobre la economía.

Gráfica 7
Actividad Económica en China



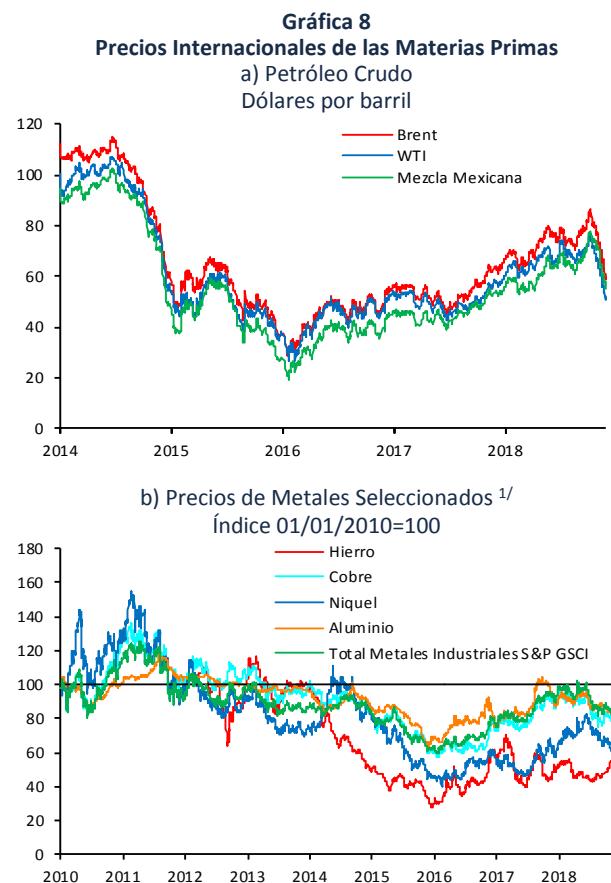
1/ Incluye préstamos bancarios en moneda extranjera, bonos corporativos, actividades financieras que no están sujetas a regulación bancaria, canjes de deuda del gobierno local y otros créditos.

Fuente: Haver Analytics.

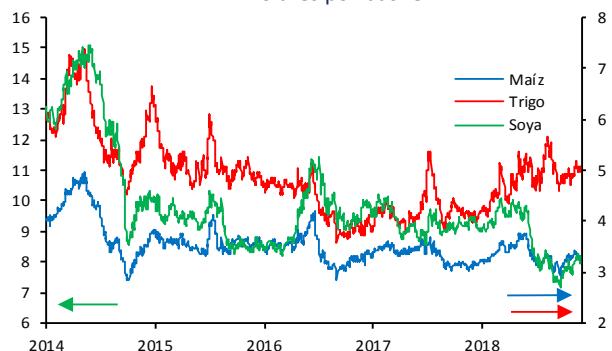
2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas mostraron un comportamiento mixto durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del petróleo registraron un fuerte aumento a mediados del tercer trimestre ante la incertidumbre sobre el impacto que podrían tener, sobre la oferta mundial, las sanciones impuestas a Irán por parte de Estados Unidos y el anuncio de los miembros de la OPEP de que no modificarían su nivel de producción (Gráfica 8a). No obstante, a partir de mediados de octubre, los precios del crudo retrocedieron significativamente al aumentar Arabia Saudita su

producción, al anunciarse una exención temporal a las compras de petróleo iraní por parte de ocho de sus principales clientes, y al reducirse los pronósticos de demanda mundial de petróleo de la OPEP. Por otro lado, el escalamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, así como las perspectivas de una menor expansión manufacturera global, ocasionaron que los precios de los metales industriales se mantuvieran en niveles bajos (Gráfica 8b). Por último, los precios de los granos mostraron un comportamiento errático, derivado principalmente de las cambiantes condiciones climatológicas que han prevalecido en algunas regiones de Estados Unidos y Sudamérica (Gráfica 8c).



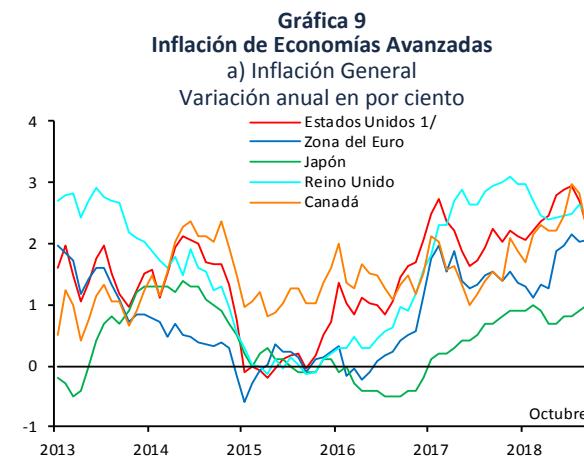
c) Precios de Granos Seleccionados En Dólares por búsnel

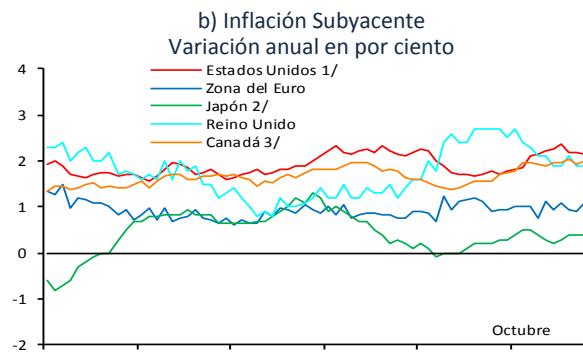


1/ En el caso del hierro se consideró como base el 22 de diciembre de 2011.
Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación en las principales economías avanzadas moderó su tendencia al alza, aunque aún se observan divergencias entre países. Así, la inflación subyacente en Estados Unidos, medida por la variación anual del deflactor subyacente del gasto en consumo personal, permaneció alrededor de la meta de la Reserva Federal, mientras que en la zona del euro y Japón la inflación y sus expectativas se mantuvieron en niveles por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales (Gráfica 9a y Gráfica 9b).





a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Se refiere al Índice de Precios al Consumidor (CPI).

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

3/ Excluye alimentos y energía.

Fuente: Oficinas de Estadísticas Nacionales.

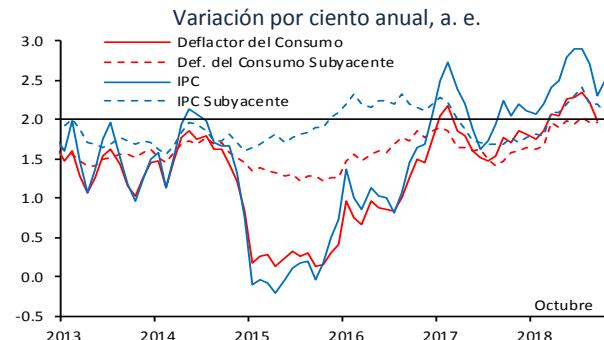
En Estados Unidos, el deflactor del gasto en consumo personal pasó de una variación anual de 2.3% en junio a 2.0% en septiembre, reflejando la disminución en los precios de la energía, el impacto de la apreciación del dólar y una caída en los precios de los autos. Mientras tanto, el subíndice subyacente de dicho deflactor ha mantenido una variación anual de 2% desde mayo (Gráfica 10a). Por su parte, la inflación anual medida por el índice de precios al consumidor disminuyó de 2.9 a 2.5% entre junio y octubre, mientras que el componente subyacente lo hizo de 2.3 a 2.1%. Esto reflejó la debilidad en los precios de los bienes, toda vez que la inflación de los servicios se mantuvo relativamente estable. Se espera que la reciente caída en los precios del petróleo tenga un efecto negativo sobre la inflación al consumidor en los próximos meses. En este entorno, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros, así como las que provienen de encuestas, mostraron una disminución, si bien siguen siendo congruentes con la meta de la Reserva Federal (Gráfica 10b).

En la zona del euro, la inflación general aumentó de 2% en junio a 2.2% en octubre, mientras que la inflación subyacente aumentó moderadamente, de 0.9 a 1.1%. Esta evolución reflejó el mayor apretamiento del mercado laboral, la volatilidad en los precios de los servicios turísticos y del rubro de vestimenta, y el desvanecimiento de factores que mantuvieron a la inflación baja durante el último año, destacando las caídas en los precios de ciertos servicios en Italia y en Alemania. En Japón, la inflación anual aumentó de 0.8 a 1% entre junio y octubre,

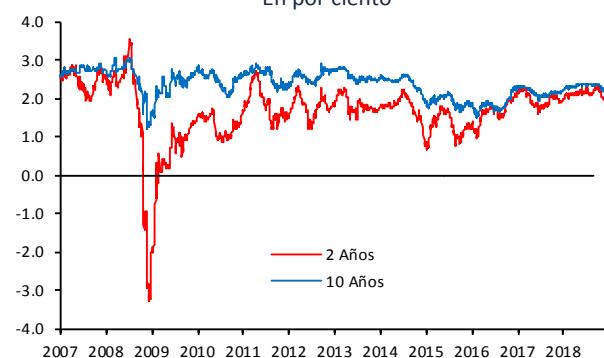
mientras que la subyacente pasó de 0.2 a 0.4%. Esto último tuvo lugar en un escenario en el que la brecha del producto fue positiva y los precios de las importaciones aumentaron, si bien las expectativas de inflación se mantuvieron bajas.

Gráfica 10
Inflación en EUA

a) Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor



b) Expectativas de Inflación en Estados Unidos derivadas de Instrumentos Financieros^{1/}
En por ciento

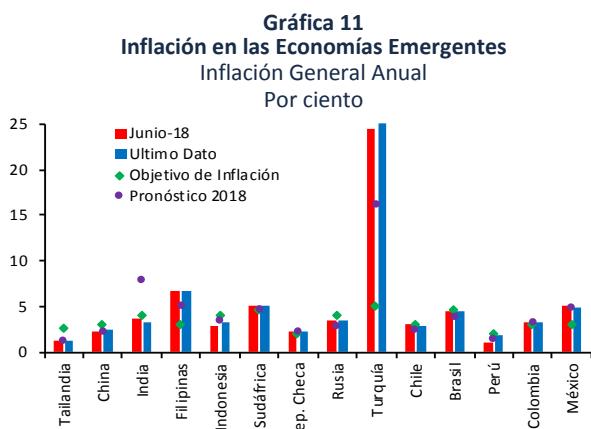


1/ Inflación que se espera para los próximos 2 y 10 años, respectivamente. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en el que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Por su parte, la inflación general en la mayoría de las economías emergentes, si bien también se ubicó aún por debajo de la meta de los respectivos bancos centrales, siguió aumentando como reflejo de diversos factores, entre los que destacan los de índole idiosincrásico, el efecto rezagado de los mayores precios de los energéticos, la depreciación de sus monedas y la menor holgura en sus economías (Gráfica 11).



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

Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En el escenario descrito anteriormente, se prevé que los bancos centrales de las economías avanzadas continúen con su proceso hacia una postura monetaria más neutral, aunque a ritmos inferiores a los estimados anteriormente y diferenciados entre países. En particular, en Estados Unidos la evolución reciente de la economía y de los mercados financieros han reducido las expectativas sobre el ritmo de normalización de la política monetaria, si bien aún se anticipan aumentos en las tasas de referencia por parte del Banco de la Reserva Federal en diciembre de 2018 y durante 2019. Por su parte, se prevé que durante 2019, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo (BCE) eleven sus tasas de manera moderada, en tanto que el Banco de Japón proceda a un ritmo más lento con dicho proceso.

En su reunión de noviembre, la Reserva Federal mantuvo su objetivo para la tasa de fondos federales en un rango de 2 a 2.25%, después de haberla aumentado en 25 puntos base en septiembre, reiterando su previsión de que esta continuará aumentando gradualmente. Durante este periodo, dicha Institución eliminó la frase que calificaba las condiciones monetarias como acomodaticias, a la vez que el Presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, agregó a principios de octubre que la tasa de política eventualmente podría ubicarse por encima de la tasa neutral. No obstante, después de la reunión de noviembre, algunos miembros de la Reserva Federal señalaron que la tasa de fondos federales se encuentra más cerca de su tasa neutral y que las

futuras decisiones de política monetaria deberán tomar en cuenta la evolución de los indicadores económicos y financieros. Así, mientras que las medianas de los pronósticos de septiembre de la Reserva Federal apuntan a un incremento adicional de 25 puntos base en el rango de la tasa de fondos federales en diciembre, tres alzas de igual magnitud durante 2019 y una en 2020, actualmente las probabilidades implícitas en los mercados financieros anticipan solamente un alza en el rango de la tasa de fondos federales en diciembre y dos alzas adicionales en 2019.

En este periodo, el BCE mantuvo sin cambio su tasa de referencia y su guía futura, al reiterar que las tasas de interés se mantendrían en sus niveles actuales cuando menos hasta el verano de 2019, o hasta que sea necesario para asegurar que la inflación converja de manera sostenida hacia su meta. En su reunión de octubre, el Presidente de dicha Institución externó su confianza en que continúe la expansión generalizada de la región, si bien reconoció que el crecimiento está siendo más débil de lo que se esperaba previamente. Adicionalmente, el BCE redujo su compra de activos en octubre de 30 a 15 mil millones de euros mensuales y recalcó que, sujeto a la evolución de las cifras económicas, anticipa finalizar dicho programa en diciembre. El BCE revisó moderadamente a la baja sus pronósticos de crecimiento para 2018 y 2019 ante la expectativa de una menor contribución del comercio exterior, al tiempo que mantuvo sin cambio sus proyecciones de inflación para los próximos dos años en 1.7%.

Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%, al tiempo que reafirmó que mantendrá una política altamente acomodaticia por el tiempo que sea necesario para alcanzar su objetivo de estabilidad de precios. En particular, esa Institución señaló que pretende mantener las tasas de interés de corto y mediano plazo en niveles extremadamente bajos por un periodo prolongado, considerando la incertidumbre sobre el rumbo de la actividad económica y la inflación, incluidos los efectos del alza en los impuestos al consumo. No obstante, aunque dicho Instituto Central reiteró en su reunión de octubre que se han acentuado los riesgos a la baja para la inflación y para el crecimiento, enfatizando que las mayores tensiones comerciales entre Estados

Unidos y China podrían afectar a la economía japonesa a través de su impacto en las cadenas globales de valor, prevé que la demanda interna continuará expandiéndose.

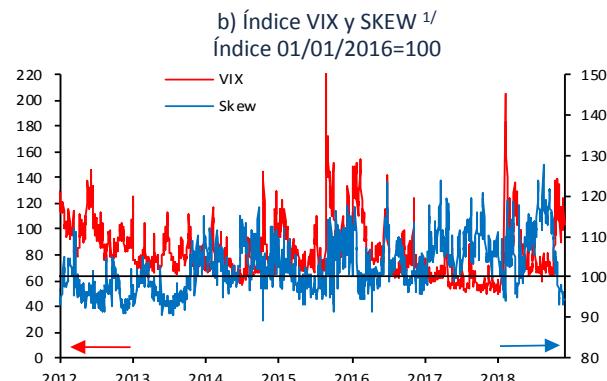
El Banco de Inglaterra mantuvo sin cambio su tasa de interés de referencia en 0.75% durante el periodo que cubre este Informe. En su decisión de noviembre, el Comité de Política Monetaria señaló que la oferta y la demanda agregadas actualmente se encuentran en equilibrio, pero anticipan un exceso de demanda en los próximos años. En efecto, sus proyecciones económicas publicadas en noviembre reflejaron que la inflación regresaría a su meta hasta finales de 2021, un año después de lo pronosticado en agosto. Así, si bien esa Institución recalcó que un proceso de alzas de tasas de interés gradual y limitado sigue siendo necesario para que la inflación regrese a su meta, proyecta una trayectoria de alzas más rápida de la que reflejó en su reporte previo. Adicionalmente, ese Banco Central reiteró que ajustaría su postura de política monetaria en la dirección que se requiera si, como resultado de las negociaciones de salida de la Unión Europea, se llegaran a observar cambios sustanciales en la perspectiva de crecimiento e inflación.

En las economías emergentes, cada vez más bancos centrales han elevado sus tasas de referencia. Mientras que países como Argentina, Indonesia, Rusia y Turquía han tomado dicha decisión como respuesta a los mayores riesgos de un repunte en la inflación ante la depreciación de sus divisas y a diversos factores idiosincrásicos, otros, tales como Filipinas y República Checa, lo han hecho en anticipación a los mayores riesgos de un repunte en la inflación, en un contexto de poca holgura en la utilización de recursos.

Durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, y hasta antes de la segunda mitad de noviembre, las condiciones financieras globales se apretaron, principalmente, como reflejo de la expectativa de un ritmo de alza de las tasas de interés de referencia por parte de la Reserva Federal mayor al previamente esperado. Ello condujo a una apreciación del dólar, a mayores tasas de interés, a caídas en los mercados accionarios, en particular en Estados Unidos, y, en general, a un entorno de menor apetito por riesgo (Gráfica 12a). No obstante, como ya se mencionó, ante este ajuste en los mercados

financieros, la moderación de la inflación y la desaceleración en el resto de las principales variables económicas, a partir de la segunda semana de noviembre se ha generado la expectativa de que el proceso de normalización monetaria será más gradual de lo previamente esperado (Gráfica 12b).

Gráfica 12
Mercados Financieros Internacionales
a) Índice de Apetito por Riesgo



1/ El índice VIX es un indicador ponderado que mide la volatilidad implícita en el mercado de opciones para el S&P 500. El índice SKEW es un índice que refleja la probabilidad de eventos extremos en el S&P 500.

Fuente: Banco de México con información de Credit Suisse y Bloomberg.

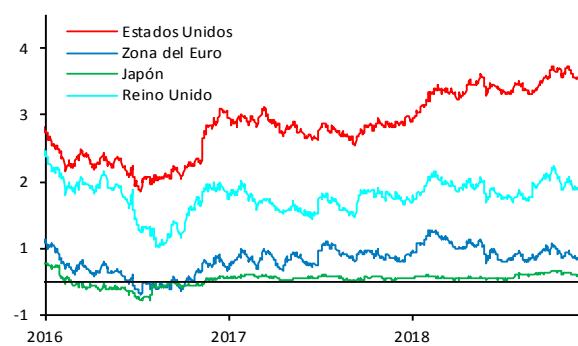
En particular, si bien los mercados accionarios en Estados Unidos registraron alzas durante el tercer trimestre, en octubre estas se revirtieron, reflejando los cambios en las expectativas sobre el rumbo de la política monetaria de la Reserva Federal que, en ese momento, eran de una mayor restricción, así como, por las perspectivas menos favorables de las utilidades corporativas para los siguientes trimestres. Asimismo, en otras economías avanzadas los mercados accionarios presentaron una elevada volatilidad, en parte, provocada por la mayor incertidumbre sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el presupuesto de Italia y la situación financiera de algunos bancos europeos (Gráfica 13a).

Adicionalmente, las tasas de interés de largo plazo en las economías avanzadas aumentaron a lo largo del trimestre (Gráfica 13b). En particular, en Estados Unidos las tasas de interés para todos los plazos se incrementaron. Si bien las primas por plazo se mantuvieron en niveles bajos durante el tercer trimestre, contribuyendo a un aplanamiento de la curva de rendimientos, a partir de octubre se observó un incremento en las tasas de largo plazo y un empinamiento de dicha curva (Gráfica 13c). En suma, las condiciones financieras de las principales economías avanzadas se apretaron moderadamente.

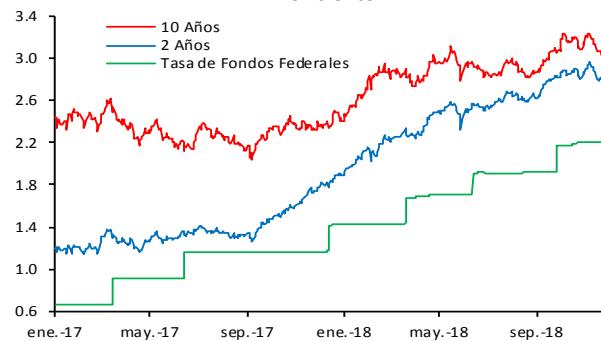
Gráfica 13
Mercados Financieros en Economías Avanzadas
a) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2016=100



b) Rendimiento de los Bonos a 10 años
Por ciento



c) EUA: Rendimiento de los Fondos Federales y Bonos del Tesoro
Por ciento

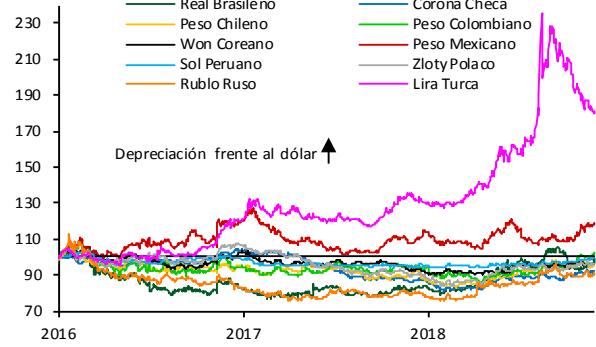


Fuente: Banco de la Reserva Federal de San Luis (FRED); Bloomberg.

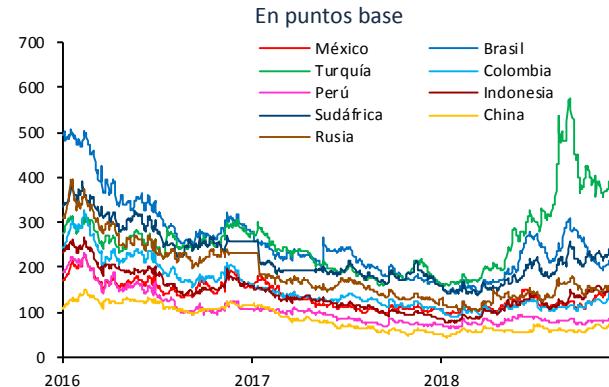
Por su parte, las economías emergentes observaron una caída en los precios de sus activos y una menor entrada de capitales durante el tercer trimestre, registrándose diferencias en el comportamiento de sus mercados financieros de acuerdo a sus fundamentos macroeconómicos y a factores idiosincrásicos (Gráfica 14). En algunas de estas economías que habían registrado un fuerte deterioro en sus condiciones financieras derivado de factores económicos y políticos, como Argentina, Brasil y Turquía, se observó cierta recuperación en los precios de sus activos y una apreciación de sus monedas frente al dólar. No obstante el ajuste en las expectativas sobre el ritmo de alza en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal, y considerando el ambiente prevaleciente de menor apetito por riesgo, no se prevé una mejoría en las condiciones de financiamiento para las economías emergentes.

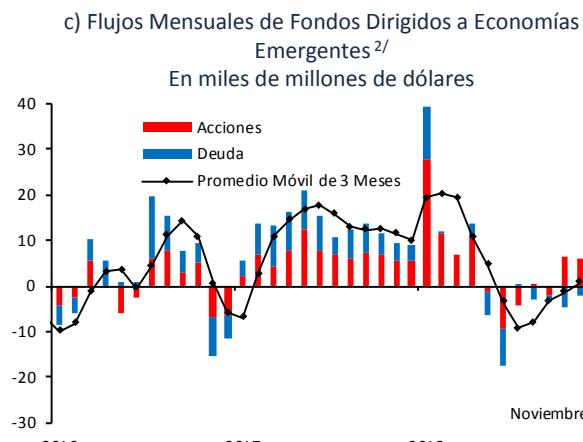
Gráfica 14
Mercados Financieros en Economías Emergentes

a) Tipo de Cambio
Índice 01/01/2016 = 100



b) Riesgo por Incumplimiento Crediticio 1/
En puntos base





1/ Credit Default Swaps (CDS).

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

Fuente: Bloomberg, Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

2.1.5. Riesgos para el Panorama Económico Mundial

El panorama mundial está sujeto a incertidumbre en el corto plazo y, en mayor medida, en el mediano plazo. En efecto, han aumentado los riesgos para la actividad económica global y para la estabilidad de los mercados financieros, destacando:

- i. Un cambio en el modelo de integración económico y comercial. En particular, la implementación de medidas proteccionistas podría tener severas repercusiones sobre la actividad económica y la inflación de las economías involucradas. Además, dichas medidas pudieran afectar la actividad económica global, al reducir la eficiencia en la asignación de recursos a través de sus efectos en la formación de cadenas globales de valor y en la productividad, al afectar el comercio y la inversión globales, a medida que se debilite la confianza de los negocios, así como al detonarse una mayor volatilidad en los mercados financieros. En este sentido, aunque se han atenuado estos riesgos en ciertas regiones, ante los acuerdos alcanzados entre Estados Unidos y algunos de sus socios comerciales, se han intensificado las tensiones bilaterales entre China y Estados Unidos, al tiempo que persiste la posibilidad de que este último imponga aranceles a las importaciones automotrices a nivel global.

- ii. Una desaceleración de la economía de Estados Unidos mayor a la anticipada, derivada de un apretamiento en las condiciones financieras, como resultado, entre otros factores, del desvanecimiento de los estímulos fiscales y otros elementos que han incidido negativamente en las perspectivas de crecimiento, como el escalamiento en las tensiones comerciales a nivel global. En este sentido, algunos indicadores como las utilidades corporativas parecen haber alcanzado su nivel máximo, en tanto que algunos indicadores provenientes de encuestas y de instrumentos financieros reflejan una mayor probabilidad de recesión.
- iii. Una desaceleración de la economía en China mayor a la anticipada que pudiera afectar el dinamismo de otras economías, principalmente de la región asiática. Esta podría darse, entre otras razones, por las disruptivas que podría generar un ajuste repentino y brusco en el sistema financiero de ese país, o bien a consecuencia de la implementación de nuevas medidas proteccionistas a dicha economía por parte de Estados Unidos.
- iv. Un mayor apretamiento en las condiciones financieras internacionales, ante un ritmo más rápido al previsto en el ajuste de las condiciones monetarias de las principales economías avanzadas, en caso de que se presente un repunte no anticipado de la inflación, particularmente en Estados Unidos. Esto podría exacerbar el riesgo de un menor crecimiento de la economía mundial.
- v. Un deterioro adicional en los balances macroeconómicos de algunas economías emergentes, en particular en aquellas con altos niveles de endeudamiento público o privado.
- vi. Un escalamiento de los eventos de orden político y geopolítico que pudiera afectar la confianza de los agentes económicos. En particular, destacan como factores de riesgo el deterioro en las relaciones políticas de Estados Unidos con países como China e Irán, el surgimiento de regímenes políticos autoritarios, la posibilidad de que no se alcance un acuerdo sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea y un deterioro en la

relación entre el gobierno de Italia y la Unión Europea, entre otros.

Finalmente, en un entorno en el que se prevé que la economía global continúe expandiéndose, uno de los principales riesgos sigue siendo el que las autoridades favorezcan políticas para promover el crecimiento a corto plazo, poniendo en riesgo la estabilidad de los mercados financieros internacionales, o incluso que promuevan acciones que provoquen un deterioro de los fundamentales de las economías.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

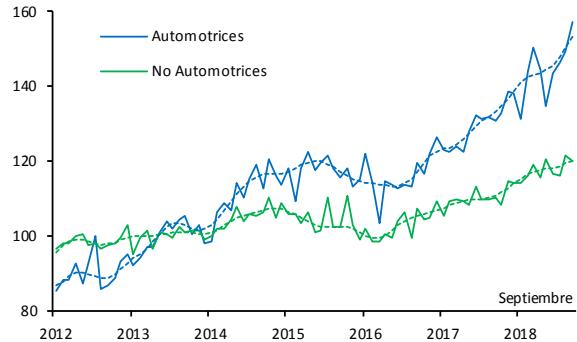
2.2.1. Actividad Económica

En el tercer trimestre de 2018, la actividad económica en México presentó un repunte, después de la contracción observada en el periodo abril – junio. En particular, las exportaciones manufactureras registraron un mayor ritmo de crecimiento respecto de la pérdida de dinamismo exhibida en el segundo trimestre, al tiempo que el consumo privado mantuvo una trayectoria positiva. En contraste, se espera que la inversión haya mostrado nuevamente una caída trimestral, como consecuencia de la evolución negativa que tanto el rubro de la construcción, como el gasto en maquinaria y equipo, presentaron en el bimestre julio – agosto.

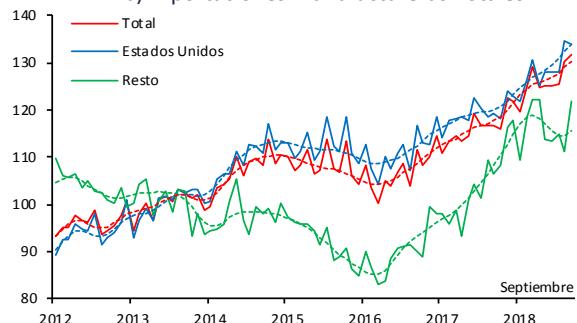
Profundizando en el comportamiento de la demanda externa, el desempeño favorable de las exportaciones manufactureras en el tercer trimestre de 2018 fue resultado tanto de la reactivación que presentaron las exportaciones automotrices, como del hecho de que las no automotrices continuaron registrando una tendencia positiva (Gráfica 15a). Por destino de las exportaciones, las dirigidas a Estados Unidos siguieron expandiéndose, mientras que, no obstante el importante crecimiento que exhibieron en septiembre, los envíos al resto del mundo se contrajeron por segundo trimestre consecutivo (Gráfica 15b). A su vez, en el periodo julio – septiembre de 2018 las exportaciones petroleras mostraron una caída respecto del trimestre previo y se mantuvieron en niveles bajos. Dicha disminución fue resultado de una menor plataforma de crudo de exportación, toda vez que el precio promedio de la mezcla mexicana fue mayor al del trimestre anterior (Gráfica 15c).

Gráfica 15
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.

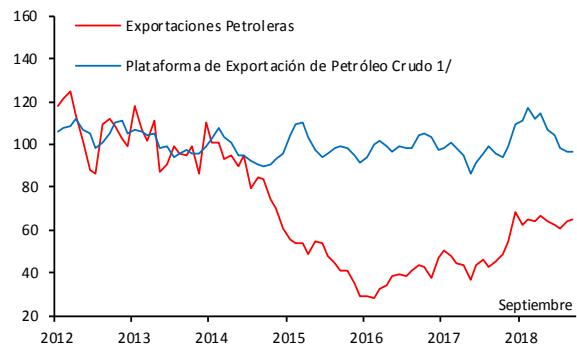
a) Exportaciones Manufactureras Automotrices y No Automotrices



b) Exportaciones Manufactureras Totales



c) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

1/ Promedio móvil de tres meses de la serie de barriles diarios ajustada por estacionalidad.

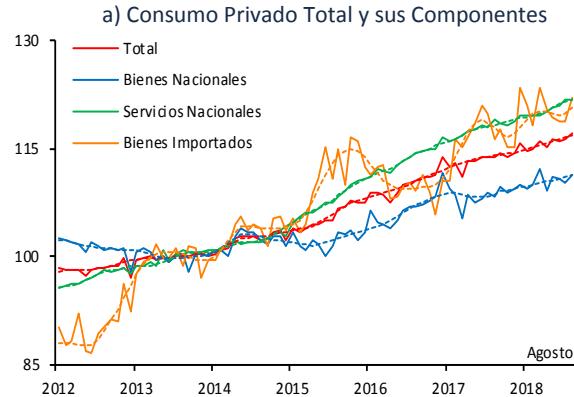
Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V.; y SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a la evolución de la demanda interna, en el periodo julio – agosto de 2018 el consumo privado continuó presentando una tendencia positiva. A su interior, el consumo de bienes y servicios de origen nacional mantuvo una trayectoria al alza, al tiempo que el de bienes importados registró una incipiente recuperación con respecto a la desaceleración

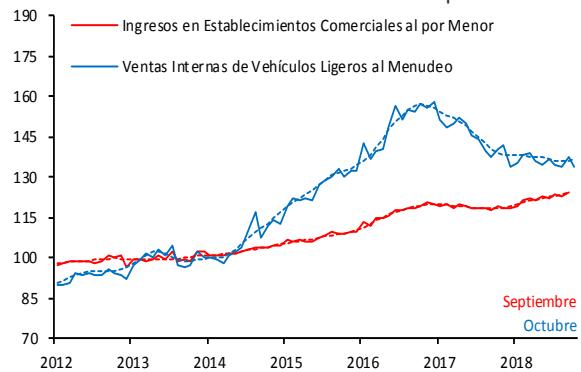
exhibida en el segundo trimestre del año en curso (Gráfica 16a).

- i. Respecto de los determinantes del consumo privado, en el tercer trimestre de 2018 la masa salarial real mostró una contracción, luego del importante repunte observado en el trimestre previo. Este retroceso reflejó la disminución de los ingresos medios reales, toda vez que la población ocupada remunerada siguió expandiéndose (Gráfica 17a). En contraste, las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior siguieron exhibiendo un elevado dinamismo (Gráfica 17b). Asimismo, en octubre de 2018 la confianza de los consumidores permaneció en niveles particularmente altos, luego del importante aumento que esta mostró en julio (Gráfica 17c). Finalmente, el crédito al consumo continuó presentando un bajo crecimiento, si bien en el margen parecería haber detenido su desaceleración (ver Sección 2.2.3).
- ii. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, como los ingresos en establecimientos comerciales al por menor, siguieron registrando un desempeño favorable, lo cual sugiere que la tendencia positiva del consumo continuó hacia finales del periodo de referencia. Por su parte, las ventas de vehículos ligeros permanecieron en niveles similares a los que se han venido observando desde principios de 2018, lo cual contrasta con la marcada trayectoria negativa que este indicador exhibió durante todo 2017 (Gráfica 16b).

Gráfica 16
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



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

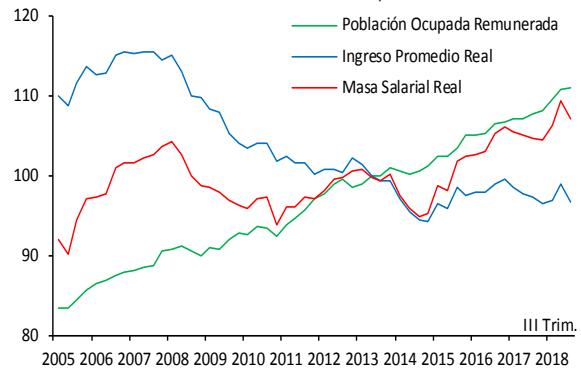


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales (SCNM), INEGI. b) Elaboración de Banco de México con las cifras del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, INEGI; Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI.

Gráfica 17
Determinantes del Consumo

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



b) Remesas





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

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

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

En cuanto al comportamiento de la inversión, se anticipa que esta haya presentado nuevamente una reducción trimestral, como reflejo del desempeño desfavorable que tanto el gasto en construcción, como la inversión en maquinaria y equipo, mostraron en el bimestre julio – agosto (Gráfica 18a). Con ello, parecería estarse exacerbando la tendencia negativa que este componente de la demanda agregada ha presentado desde abril del año en curso.

i. Al interior del gasto en construcción, la importante contracción que exhibió el componente residencial en agosto de 2018 revirtió el repunte que se había observado en este indicador en los dos meses previos. Asimismo, la construcción no residencial continuó mostrando atonía y se mantuvo en niveles particularmente bajos (Gráfica 18b). Por sector contratante, la construcción privada sin vivienda siguió presentando un débil desempeño, al tiempo que la construcción de vivienda registró un estancamiento. En lo que respecta a la obra contratada por el sector público, durante lo que va de 2018 esta ha venido exhibiendo una tendencia negativa, revirtiendo parcialmente la mejoría que se había observado en la mayor parte de 2017 (Gráfica 18c).

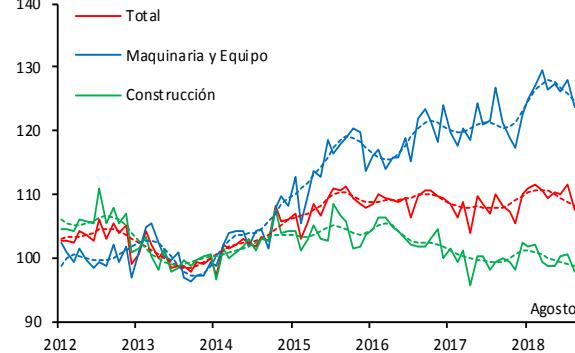
ii. Por su parte, en el periodo de referencia la inversión en maquinaria y equipo de origen nacional presentó una trayectoria decreciente, en tanto que, si bien el componente importado mostró un aumento en el bimestre julio – agosto,

este exhibió cierta pérdida de dinamismo. La evolución de este último rubro fue reflejo de la combinación del crecimiento que mantuvieron las importaciones de capital que se pueden asociar al sector de generación de electricidad y al de telecomunicaciones, y del relativo estancamiento que registraron el resto de las importaciones de capital (Gráfica 18d y Gráfica 18e).

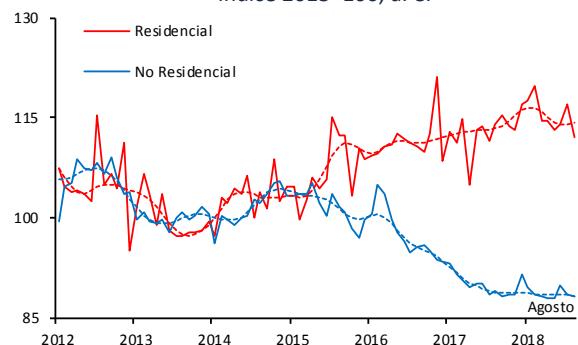
Como se ha mencionado en Informes anteriores, la inversión en México ha mostrado una marcada atonía por varios años. Si bien el acuerdo alcanzado en materia comercial entre México, Canadá y Estados Unidos mitiga en buena medida uno de los factores de riesgo que ha estado incidiendo negativamente sobre este agregado, persisten obstáculos para su ratificación. Además, es fundamental atender las causas profundas que han dado lugar a una menor inversión y bajos niveles de productividad en la economía, de modo que se elimine el riesgo para el crecimiento de mediano y largo plazo asociado con una menor acumulación de capital y un uso ineficiente de los recursos productivos. En este sentido, destaca la necesidad de modificar el sistema de incentivos de la economía para propiciar actividades que impulsen la inversión y adopción de tecnologías y de eliminar aquellas características del país que puedan estar incidiendo negativamente en esas actividades, tales como la inseguridad, la falta de estado de derecho y un diseño institucional inadecuado (ver Recuadros 1 y 2).

Gráfica 18
Indicadores de Inversión

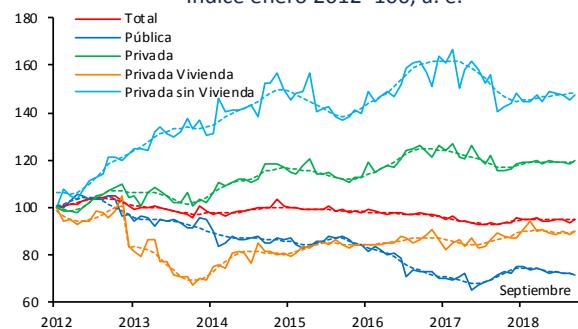
a) Inversión y sus Componentes
Índice 2013=100, a. e.



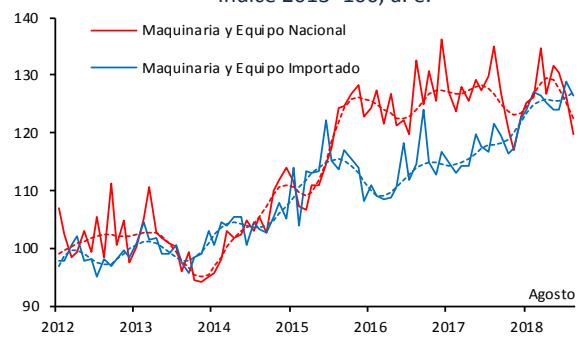
b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial
Índice 2013=100, a. e.



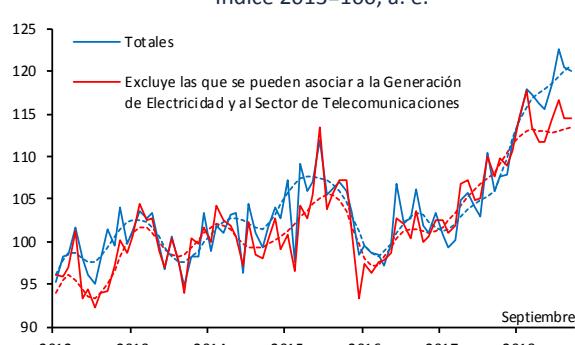
c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
Índice enero 2012=100, a. e.



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



e) Importaciones de Bienes de Capital
Índice 2013=100, a. e.



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

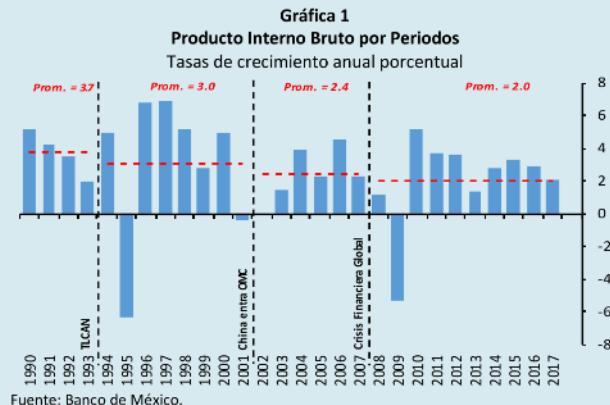
Fuente: a), b) y d) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto el total. e) Elaboración de Banco de México con base en SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional; e INEGI.

Recuadro 1. Crecimiento Económico y Productividad

1. Introducción

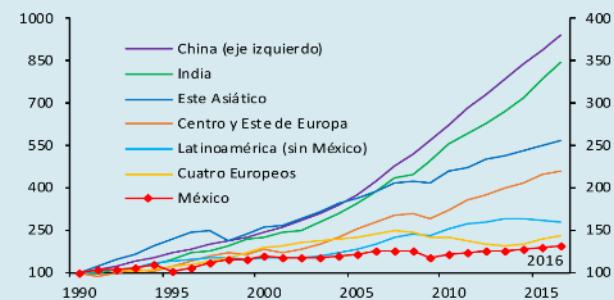
Entre 1990 y 2017, la economía mexicana creció a una tasa anual promedio de 2.6%, si bien su desempeño ha variado a lo largo de este periodo (Gráfica 1). En particular, el proceso de liberalización de la economía mexicana que se observó a principios de los noventa y la entrada en vigor del TLCAN en 1994 permitieron que el crecimiento promedio del producto en los años subsecuentes a estos eventos se ubicara por encima del 3%, incluso a pesar de la caída del PIB que se observó en 1995. Posteriormente, entre 2002 y 2007 el ritmo de expansión del producto disminuyó y se ubicó en una tasa promedio de 2.4%, como reflejo, en parte, de la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos y de la entrada de China a la OMC, con su subsecuente impacto sobre el sector exportador mexicano. Finalmente, el crecimiento anual promedio del PIB en México desde la Crisis Financiera Global de 2008-09 se desaceleró aún más, registrando una tasa anual promedio de 2.0% desde entonces. De manera relacionada, si bien las estimaciones del crecimiento potencial de una economía están sujetas a un alto grado de incertidumbre, diversas metodologías tradicionales sugieren que en el caso de México podría ser inferior a 2.6%, e incluso parecería haber venido disminuyendo a lo largo del tiempo.¹ Así, el desempeño de la economía mexicana ha sido notablemente bajo, especialmente si se le compara con otras regiones del mundo en términos de crecimiento del PIB per cápita (Gráfica 2), e insuficiente para atender los retos y necesidades de la población mexicana. Como se verá, esto es resultado fundamentalmente de un desempeño insatisfactorio de la productividad.

Lo anterior se ha dado en un contexto en el que el país ha impulsado una serie de reformas con el objetivo de liberalizar el comercio internacional y la inversión extranjera directa, contar con una política monetaria independiente y alcanzar una disciplina fiscal (Hanson (2010) y Kehoe (2010)). Más recientemente, se han venido implementando cambios estructurales con el objeto de mejorar el funcionamiento microeconómico de la economía. Si bien todas estas reformas han generado un incremento de los flujos comerciales como porcentaje del PIB y han abierto diversos sectores de actividad a la competencia, en un entorno de tasas de inflación más bajas y estables, no se han traducido en los beneficios esperados en términos de crecimiento económico. Ante esta situación, surge la pregunta acerca de qué factores han impedido que México alcance un ritmo de crecimiento más acelerado, con el fin de identificar las medidas pertinentes que logren impulsar tasas de crecimiento más elevadas que permitan lograr un mayor nivel de desarrollo y bienestar económico en el futuro.



Fuente: Banco de México.

Gráfica 2
PIB Real per cápita¹ por Países*
1990 = Índice base 100



1/ Se refiere al PIB real per cápita a precios constantes de 2011 y ajustados por paridad del poder adquisitivo.

*"Latinoamérica" incluye Guatemala, Honduras, Panamá, El Salvador, Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú y Uruguay; "Europa Central y del Este" contempla a la Rep. Checa, Polonia y Turquía; los "Cuatro Europeos" se refiere a Grecia, Portugal, Irlanda y España; y el "Este Asiático" considera a Hong Kong, Corea del Sur, Malasia, Singapur y Tailandia. El peso relativo de cada país dentro de una agrupación está dado por la participación del tamaño de su población dentro de ese grupo de países.

Fuente: Banco de México con datos de World Bank.

La literatura sobre el tema ha mencionado una serie de elementos como posibles limitantes del crecimiento en México, muchos de los cuales se relacionan con una carencia de políticas públicas apropiadamente instrumentadas y un diseño institucional inadecuado. En particular, Hanson (2010) discute las limitaciones del sector educativo para generar mayor capital humano. Al respecto, si bien ha habido avances en la escolaridad media de la población (de 8.6 años en 2010 a 9.2 en 2015, según datos censales), su nivel representa apenas la conclusión de la secundaria. Además, de acuerdo a comparaciones entre países que el Banco Mundial estima con base en exámenes estandarizados, México muestra un rezago en la calidad de la educación que se imparte respecto de la media internacional. En combinación con la necesidad de contar con una fuerza laboral más calificada que permita aprovechar el cambio tecnológico, se requiere un sistema de

¹ Los métodos tradicionales incluyen tanto métodos univariados como el filtro Hodrick-Prescott o el filtro Christiano-Fitzgerald –los cuales extraen el componente de baja frecuencia de la serie de crecimiento observado y, por ello, su tasa de

crecimiento promedio en periodo largos asemeja el de la propia serie de tiempo, como métodos multivariados que consideran determinantes adicionales del producto.

incentivos que induzca la inversión en actividades que propicien la innovación y el desarrollo de dicho cambio. En efecto, Chiquiar y Ramos-Francia (2009) argumentan que el bajo crecimiento y la baja productividad que México presenta está vinculado a un marco institucional que fomenta estructuras rígidas en los mercados y una falta de competencia en diversos sectores, además de que genera incentivos para asignar recursos hacia actividades improductivas en lugar de impulsar la inversión, la producción y adopción de mejores tecnologías (véase también López Córdoba (2003)). Por su parte, Levy (2018) identifica la mala asignación de los recursos (es decir, demasiadas empresas chicas e improductivas, demasiado autoempleo y un bajo crecimiento de las empresas más productivas, entre otros) que resulta del diseño institucional vigente en lo relacionado con las relaciones entre empresas y trabajadores, con el marco impositivo y con el cumplimiento de los contratos, como una barrera fundamental para un mayor crecimiento en México. La debilidad del estado de derecho y la falta de instituciones sólidas que garanticen cumplimiento de las normas y leyes han sido factores profundos que han sido mencionados como impedimentos para el crecimiento económico en México (Ríos y Wood (2018)). En este último sentido, el Recuadro 2 de este Informe profundiza sobre cómo la carencia de instituciones sólidas y los problemas de inseguridad pública son elementos que impiden establecer un entorno más propicio para la inversión y el crecimiento económico. Adicionalmente, factores como la eficiencia en el sector financiero (Bergoeing et al. (2002, 2007)), la rigidez del mercado laboral (Kambourov (2009), Calderón et al. (2007) y Kehoe y Ruhl (2010)) y los niveles subóptimos de inversión en capital intangible durante el ciclo de vida de las empresas (Hsieh y Klenow (2014)) también han sido identificados como obstáculos para el crecimiento.

El efecto de las barreras y limitantes al crecimiento en el país se han visto claramente reflejadas en el mal desempeño que por varias décadas ha venido mostrando la productividad en México. Con el fin de ilustrar la magnitud del problema de baja productividad que el país enfrenta, a continuación se describe la evolución de la denominada productividad total de los factores desde 1990. Posteriormente, se argumenta que, si bien existen distintas medidas que México puede adoptar para impulsar una mayor productividad, estas deben estar enfocadas sobre todo en corregir los incentivos que dan lugar a una mala asignación de los recursos productivos de la economía.

2. Productividad y Crecimiento Económico

A nivel agregado, la productividad total de los factores (PTF) captura la capacidad de una economía para utilizar sus recursos materiales y humanos para lograr ciertos niveles de producción. El crecimiento de la PTF representa el crecimiento de la producción que no es explicado por el crecimiento de los

factores productivos, el cual puede reflejar aspectos como el cambio tecnológico, cambios en la manera de administración y organización de las empresas, así como modificaciones en la asignación de los recursos y en el entorno institucional de una economía. En el largo plazo, el avance de la productividad es el determinante más importante del crecimiento económico y de los estándares de vida de un país. En particular, una mayor productividad conduce a lo siguiente:

1. Menores costos de producción. Los aumentos en productividad permiten alcanzar un mayor nivel de producto con menores recursos.
2. Mayores salarios. Las ganancias en eficiencia son las que permiten a las empresas pagar mayores remuneraciones.
3. Menores precios. En un entorno de competencia, la mayor productividad se traduce en menores precios para los consumidores.
4. Mayor competitividad en los mercados globales. El crecimiento de la productividad reduce los costos unitarios e incrementa la competitividad de las empresas de un país en los mercados globales.
5. Mayor inversión. Las ganancias en eficiencia inducen a las empresas a incrementar su inversión y apoyar el crecimiento en el largo plazo.

3. Contabilidad del Crecimiento de México

El Cuadro 1 presenta la contabilidad del crecimiento de la economía mexicana que el INEGI estima a partir de la metodología KLEMS.² Destaca que el crecimiento económico en México desde 1990 se explica tanto por una mayor acumulación de capital y trabajo, como por una mayor explotación de bienes intermedios (energía, materiales y servicios), y no por un mejor uso de los insumos. En particular, se estima que en ese periodo la contribución de la PTF al crecimiento ha sido, en promedio, negativa. Es decir, el crecimiento del país en las últimas décadas se ha basado únicamente en la acumulación de los factores productivos, toda vez que se ha observado un retroceso en la eficiencia de estos factores. Sobresale que el único periodo en el que se observa un crecimiento de la PTF es el relacionado con la entrada en vigor del TLCAN y antes de que China se incorporara a la OMC.

Profundizando en el comportamiento de la productividad para la economía en su conjunto, la Gráfica 3 muestra que, luego de su estancamiento durante la década de los noventa, desde principios de los años 2000 esta ha exhibido una tendencia negativa. Por grandes grupos de actividad económica, si bien en el sector primario se ha observado una mayor productividad desde 2005 –el cual puede asociarse, en parte, al dinamismo mostrado por las exportaciones agropecuarias en los últimos años–, en el de servicios se ha presentado un desempeño

² La metodología KLEMS descompone el valor bruto de la producción –es decir, la suma del valor agregado y los costos intermedios de producción– en las contribuciones estimadas de cinco factores de la producción: capital (K), trabajo (L), energía (E), materiales (M) y servicios (S). La productividad total de los factores

se obtiene como el crecimiento residual observado que no es explicado por el crecimiento de los factores KLEMS. Mayor información sobre la metodología KLEMS se encuentra disponible en el sitio web del INEGI: <http://www.inegi.org.mx/est/contenidos/proyectos/cn/ptf/default.aspx>.

desfavorable, similar al de la economía en su conjunto, en tanto que en el secundario se ha registrado una tendencia a la baja aún más notoria. Respecto de la actividad industrial, si bien destaca la trayectoria a la baja de la productividad en la minería, la construcción y las manufacturas también han venido mostrando una evolución negativa por varios años (Gráfica 4).

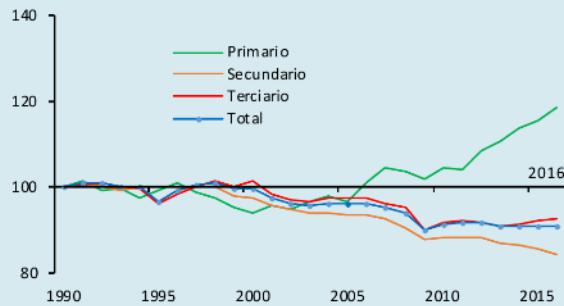
Cuadro 1
**Productividad Total De los Factores y Contribuciones
al Crecimiento del Valor de la Producción**

Promedio	Valor de Producción	Tasas de crecimiento anual porcentual y puntos porcentuales ^{1/}					
		K	L	E	M	S	PTF
1991-1995	2.39	1.76	0.39	0.22	0.51	0.15	-0.64
1996-2000	6.16	1.45	0.67	0.24	2.53	0.63	0.64
2001-2006	1.37	1.22	0.31	0.06	0.32	0.19	-0.73
2006-2010	1.49	1.44	0.29	-0.09	0.54	0.27	-0.96
2011-2016	2.42	1.36	0.29	-0.20	0.72	0.40	-0.15
1991-2016	2.78	1.44	0.39	0.04	0.92	0.34	-0.35

1/ Total de la economía. Año base 2013.

Fuente: Banco de México con datos de la Contabilidad del Crecimiento del INEGI, metodología KLEMS.

Gráfica 3
Productividad Total de los Factores por Sector
índice 1990 = 100

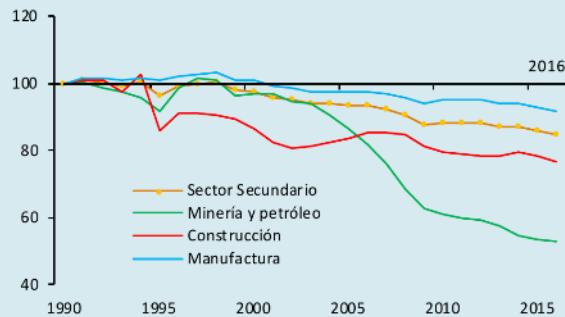


Fuente: Banco de México con datos de la Contabilidad del Crecimiento del INEGI, metodología KLEMS.

A nivel de empresa, Levy (2018) destaca la relación entre productividad y tamaño para el caso de México. Dentro del conjunto de empresas con trabajadores asalariados, las más grandes tienden a ser las más productivas. En particular, el autor estima que, en promedio, un peso de capital y trabajo en empresas grandes y plenamente formales produce 80% más valor que en las empresas informales e ilegales muy pequeñas.³ Asimismo, si bien encuentra variabilidad en la productividad según tamaño y condición de formalidad y legalidad, en general, las empresas informales son menos productivas. Dado que la mayoría de las empresas en México son pequeñas e informales, el resultado es la asociación convencional entre

tamaño pequeño y baja productividad. Su análisis enfatiza la importancia de entender cómo la heterogeneidad entre diferentes tipos de empresa afecta la asignación de los recursos y la productividad a nivel agregado.

Gráfica 4
Productividad Total de los Factores del Sector Secundario y Subsectores
Índice 1990 = 100



Fuente: Banco de México con datos de la Contabilidad del Crecimiento del INEGI, metodología KLEMS.

4. La Importancia de la Asignación Eficiente de los Recursos

Junto con la identificación de las barreras al crecimiento mencionadas antes, la literatura académica ofrece también sugerencias valiosas para enfrentar el reto de alcanzar niveles de productividad más elevados. Una de las sugerencias más prominentes se relaciona con la necesidad de alcanzar una asignación más eficiente de los recursos. En este contexto, Hsieh y Klenow (2009) estiman, con base en los casos de China e India, que ganancias sustanciales en la PFT de entre 30 y 50% se pueden lograr cuando los recursos productivos son reasignados de manera eficiente; es decir, cuando estos son reorientados para que sean utilizados por las empresas con mayores productividades marginales de capital y trabajo.

El resultado anterior subraya la importancia de que se incentive la competencia y se mantenga un marco regulatorio que permita que los recursos ocupados por empresas que son inefficientes puedan ser liberados y estar disponibles para las que sean más productivas o para que nuevas empresas puedan hacer uso de ellos de manera más eficiente, de modo que se dé un incremento en la PFT que sustente el crecimiento de la economía. Esta es una de las tesis de Levy (2018) para el caso de México. De manera relacionada, Caballero et al. (2008) argumentan que sostener empresas “zombie” (aquellas que, a pesar de ser inefficientes, ocupan recursos, especialmente capital, y que además acumulan niveles de deuda insostenibles) distorsiona los mecanismos de mercado y provoca un efecto de desplazamiento (*crowding out*) en contra de empresas sanas y más eficientes, por lo que evitar

³ Levy define las empresas plenamente formales y legales como aquellas en las que todos los trabajadores asalariados están legalmente contratados; las informales e ilegales como aquellas en las que todos los trabajadores asalariados están ilegalmente contratados; e informales y legales como aquellas en la que todos los trabajadores son no asalariados. A su vez, define a los trabajadores asalariados como aquellos que tienen una relación de subordinación con la empresa y reciben

salarios y a los no asalariados como aquellos que pueden ser trabajadores por cuenta propia o estar asociados con empresas, pero no en una relación de subordinación, y reciben remuneraciones de diversas formas, pero no salarios. Finalmente, un contrato legal es aquel que cumple con las obligaciones de ley, como la seguridad social, entre otras.

incentivos para que este tipo de empresas sobrevivan en el mercado es una forma de incrementar la productividad.

En el caso específico de México, Levy (2018) sugiere que fortalecer el entorno institucional de México, particularmente en las dimensiones de las relaciones empresario-trabajador, de los impuestos y de las condiciones de mercado, es fundamental para corregir distorsiones en la distribución de personas entre diferentes ocupaciones y en la correspondencia entre empresas y trabajadores de diversas habilidades y niveles educativos. Ello también incidiría sobre el tamaño de los sectores, el número, tamaño y estructura contractual (formal/informal) de las empresas dentro de cada sector, de modo que se promueva una mejor asignación de los recursos entre empresas y trabajadores y una mayor productividad a nivel agregado. En particular, Busso et al. (2012) concluyen que una mala asignación de recursos, en particular en el mercado laboral hacia la informalidad, reduce la PTF en el país. Además de esto, deben atenderse factores más profundos que influyen en las decisiones de inversión, producción y adopción de tecnologías, como lo son el estado de derecho, la seguridad pública y el respeto a los derechos de propiedad.

5. Consideraciones Finales

No hay duda de que, para continuar en la senda de crecimiento, México debe preservar aquellos factores que han dado soporte a la actividad económica durante las últimas décadas, como lo son la estabilidad macroeconómica, la apertura comercial, y diversas reformas que han abierto distintos sectores de la economía a una mayor competencia. No obstante, para que el país alcance tasas de crecimiento más elevadas es necesario complementar dichos factores con todas aquellas medidas adicionales que permitan obtener mayores niveles de productividad. En particular, sobresale la necesidad de revisar el diseño institucional en dos dimensiones. Por un lado, este debe ser efectivo en promover una mejor asignación de los recursos productivos de la economía y sentar los incentivos adecuados de modo que se privilegie la creación de valor por encima de la búsqueda de rentas. Por otro lado, las instituciones, además de que deben establecer una regulación clara y apropiada, es necesario que la hagan cumplir con imparcialidad. Para ello, deben contar con la fortaleza y autonomía que les permite actuar conforme a sus respectivos mandatos como contrapeso a los distintos intereses públicos y privados. En suma, deben robustecerse los derechos de propiedad y la certeza jurídica, de modo que existan incentivos para que los esfuerzos privados se traduzcan en mayor bienestar social. Solamente así se logrará establecer un entorno propicio para la inversión y el crecimiento de la productividad, los cuales son los elementos esenciales para alcanzar un mayor crecimiento, de forma sostenible y duradera de la economía mexicana.

Referencias

- Bergoeing, R., Kehoe P.J., Kehoe T.J. (2002). "A decade lost and found: Mexico and Chile in the 1980s". *Review of Economic Dynamics*, 5(1), 166-205.
- Bergoeing, R., Kehoe P.J., Kehoe T.J., Soto R. (2007). A decade lost and found: Mexico and Chile in the 1980s, en Kehoe T.J., Prescott, E.C. Great Depressions of the Twentieth Century. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 217-256.
- Busso, M., Fazio, M.V. y Levy, S. (2012). "(In) formal and (Un) productive: The Productivity Costs of Excessive Informality in Mexico". IDB Working Paper Series No. IDB-WP-341.
- Caballero, R.J., Hoshi, T. y Kashyap, A.K. (2008). "Zombie lending and depressed restructuring in Japan". *American Economic Review*, 98(5), 1943-77.
- Calderón, C., Chong, A., y Leon, G. (2007). "Institutional enforcement, labor-market rigidities, and economic performance". *Emerging Markets Review*, 8(1), 38-49.
- Chiquiar, D., Ramos-Francia M. (2009). "Competitividad y Crecimiento en la Economía Mexicana". Banco de México Working Papers. 2009-11.
- Hanson, G.H., (2010). "Why isn't Mexico rich?" *Journal of Economic Literature*, 48(4), 987-1004.
- Hsieh, C.T. y Klenow, P.J. (2009). "Misallocation and manufacturing TFP in China and India". *The Quarterly Journal of Economics*, 24(4), 1403-1448.
- Hsieh, C.T., y Klenow, P.J. (2014). "The life cycle of plants in India and Mexico". *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), 1035-1084.
- Kambourov, G. (2009). "Labor Market Regulations and the Sectorial Reallocation of Workers: The Case of Trade Reforms". *Review of Economic Studies*, 76(4), 1312-58.
- Kehoe, T.J. y Ruhl, K.J. (2010). "Why have economic reforms in Mexico not generated growth?". *Journal of Economic Literature*, 48(4), 1005-27.
- Levy, Santiago (2018). Esfuerzos Mal Recompensados: la Elusiva Búsqueda de la Prosperidad en México. Banco Interamericano de Desarrollo.
- López-Córdova, E. (2003). "NAFTA and Manufacturing Productivity in Mexico". *Economía*, 4(1), 55-98.
- Ríos, V. y Wood, D. (2018). The missing reform: Strengthening the Rule of Law in Mexico. Wilson Center.

Recuadro 2. Debilidad del Estado de Derecho e Inseguridad como Obstáculos para el Crecimiento de México

1. Introducción

El Recuadro 1 de este Informe describe diversos factores que distintos autores han identificado como obstáculos para el crecimiento de México. Dos de los factores que han sido más ampliamente mencionados han sido la falta de instituciones sólidas y la debilidad del estado de derecho. Desde un punto de vista teórico, la hipótesis de que las instituciones y el estado de derecho son importantes para el crecimiento se fundamenta en estudios que inician con North (1981 y 1990). Este autor señala que instituciones como la ley y la justicia, la protección a los derechos de propiedad y el cumplimiento de contratos son la base de cualquier intercambio y, por tanto, reducen costos de transacción e inducen un mayor crecimiento económico. Por su parte, Siddiqui y Ahmed (2013) mencionan que las instituciones reducen el riesgo de hacer negocios, fomentando la innovación y, por tanto, contribuyendo al crecimiento económico. En el mismo sentido, otros trabajos sugieren que la calidad de las instituciones es la fuente principal de las diferencias en prosperidad entre países (North y Thomas (1973) y Acemoglu et al. (2005)). Así, se ha mostrado que las economías que toman decisiones de inversión pública más eficientes y que protegen los derechos de propiedad en mayor medida poseen mayores niveles de ingreso (Knack y Keefer (1995)).

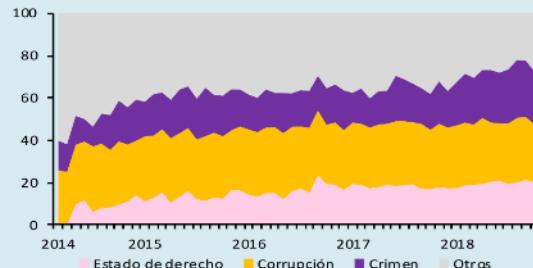
En este contexto, el presente Recuadro ilustra mediante información proveniente de encuestas nacionales e indicadores internacionales cómo la inseguridad y la debilidad del marco institucional en México son percibidas como claros obstáculos para el crecimiento económico del país.

2. Obstáculos para el Crecimiento Económico y para los Negocios en México

La Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que el Banco de México levanta mensualmente recoge percepciones de analistas del sector privado nacional y extranjero sobre potenciales obstáculos para el crecimiento y los negocios en México. Desde que la pregunta que se refiere a los obstáculos para el crecimiento se amplió en mayo de 2018 para incluir la falta de estado de derecho, la impunidad y la corrupción como posibles barreras al desarrollo del país, estas tres opciones en conjunto han representado entre el 16 y el 22% del porcentaje de respuesta, colocando al rubro de gobernanza como la preocupación principal entre los analistas (con entre 45 y 48% de las respuestas).¹ Adicionalmente, esa encuesta arroja información para un periodo más amplio de la percepción de los analistas como factores que inciden negativamente sobre los negocios en México. La Gráfica 1 muestra que los analistas consideran que la falta de estado de derecho, la corrupción y el crimen se

encuentran entre los principales factores que obstaculizan los negocios en nuestro país. Además, esos tres obstáculos han ido cobrando importancia al pasar, en conjunto, de 51% de las respuestas en mayo de 2014 a 78% en agosto de 2018. En particular, en ese periodo la respuesta de estado de derecho creció de 10 a 20%, al tiempo que la de crimen aumentó de 14 a 27%.

Gráfica 1
Principales Obstáculos para Hacer Negocios en México
Porcentaje total de respuestas



Fuente: Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, Banco de México.

Nota: Pregunta de la encuesta: ¿Cuáles considera usted que son los principales obstáculos que se enfrentan los empresarios al hacer negocios en México? Señale hasta tres opciones. Estado de derecho se incorporó a la Encuesta en mayo de 2014. La categoría otros incluye: regulaciones laborales, oferta de infraestructura inadecuada, incumplimiento de contratos, impuestos, facilidades limitadas para innovar, falta de competencia, burocracia, bajo nivel educativo de los trabajadores y acceso a financiamiento.

2.1 Debilidad Institucional y del Estado de Derecho

El Índice Global de Competitividad (IGC) del Foro Económico Mundial (FEM) ofrece una comparación de distintos elementos que determinan la competitividad de un país. En particular, provee comparaciones sobre la calidad de las instituciones a nivel internacional.² Al interior del IGC, el denominado pilar de “Instituciones” recaba información sobre el estado de derecho, la impartición de justicia y el nivel de inseguridad que prevalece en distintos países alrededor del mundo. La Gráfica 2 ilustra que en la edición 2018 del IGC, en donde México obtuvo la posición global 46 de un total de 140 países, de los 12 pilares de la competitividad contemplados por el Foro, el de “Instituciones” mostró el peor desempeño, al situarse en la posición 105. Si se observan los diferentes indicadores que conforman el pilar de “Instituciones”, destaca que en algunos temas particulares México se ubica entre los diez países con peor desempeño a nivel mundial. En efecto, en la edición 2018 del IGC, de entre 140 países, México obtuvo la posición 130 en tasa de homicidios, la 138 en nivel de confianza en la policía y la 139 en crimen organizado (Gráfica 3). Adicionalmente, el país también exhibe un pobre desempeño en los temas relacionados con eficiencia del marco legal para la solución de conflictos (posición 115), la incidencia de la corrupción

¹ Además de las tres opciones mencionadas, el rubro de gobernanza también incluye los factores de incertidumbre política interna y problemas de inseguridad pública.

² El IGC es una calificación general que se calcula ponderando la puntuación que cada país obtiene en un total de 12 pilares o grandes temas de competitividad. Cada uno

de esos pilares a su vez contiene diversos indicadores de opinión y datos duros. Si bien la muestra, metodología e indicadores del IGC han cambiado, dificultando la comparación inter-temporal del índice, su observación a través de los años permite obtener información sobre la calidad de las instituciones de los países en distintos momentos del tiempo.

(posición 113), la independencia del aparato judicial (posición 110) y los derechos de propiedad (posición 85).



1/ En su más reciente edición 2018, el FEM renombró el índice como IGC 4.0 ya que cambió la metodología para incorporar aspectos de la Cuarta Revolución Industrial a la definición de competitividad. Por lo anterior, renombró algunos pilares respecto a ediciones anteriores del IGC.

Fuente: Foro Económico Mundial, IGC 2018.



1/ El pilar Instituciones está conformado por un total de 20 indicadores que se agrupan en 7 subtemas: Seguridad, Capital social, Sistema de pesos y contrapesos, Desempeño del sector público, Transparencia, Derechos de propiedad y Gobierno Corporativo.

Fuente: Foro Económico Mundial, IGC 2018.

Sobresale que el país no ha logrado avanzar en su posición relativa en el desempeño de este pilar de la competitividad. En efecto, a pesar de que la posición global de México aumentó del lugar 60 de entre 133 países en 2009 a la posición 46 de entre 140 países nueve años más tarde, en lo que respecta al pilar de “Instituciones”, el desempeño del país se ha situado consistentemente por detrás del lugar 100 (Gráfica 4).³

³ El FEM ordena a los países que cada año entran en la muestra de manera descendente de acuerdo con su puntuación general en el IGC, de tal forma que cada año el país que obtiene la posición 1 es el que tiene el mejor desempeño en competitividad. Debe enfatizarse que, debido a los cambios metodológicos mencionados, las posiciones no son directamente comparables a través del tiempo.

⁴ Este índice recaba la opinión de expertos y empresarios acerca de los niveles de corrupción en el sector público de su país. Para la edición 2017 del IPC se utilizaron 13 fuentes de información de 12 diferentes instituciones y se evaluaron 180 países en una escala de 0-100 en donde 0 corresponde al mayor nivel de corrupción

Gráfica 4
Desempeño General de México en el IGC y en el Pilar Instituciones
Índice Global de Competitividad- FEM^{1/}



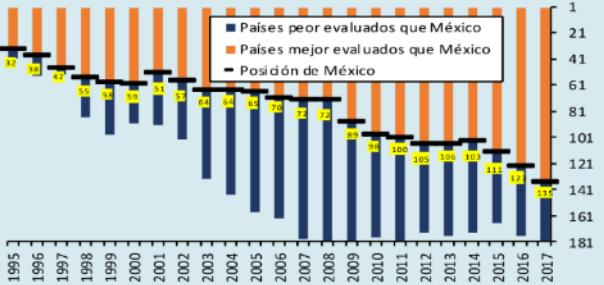
1/ En su más reciente edición, el FEM renombró el índice como IGC 4.0 y solo lo identificó con el año de su publicación.

Nota: Las barras azul y naranja en conjunto representan el tamaño de la muestra de países en cada año.

Fuente: Foro Económico Mundial, IGC, reportes 2009 a 2018.

Profundizando sobre aspectos que inciden en la debilidad del estado de derecho en el país, el Índice de Percepción de la Corrupción (IPC) que construye la organización Transparencia Internacional provee evidencia adicional sobre la dimensión de la corrupción en México.⁴ La calificación que ha recibido nuestro país en el IPC desde hace más de dos décadas ha fluctuado alrededor de 35 puntos (de 100 posibles),⁵ por lo que su posición en la clasificación mundial lo ubica entre los países con peor percepción en el tema de corrupción (Gráfica 5).

Gráfica 5
Posición de México en el Índice de Percepción de la Corrupción



Nota: Las barras azul y naranja en conjunto representan el tamaño de la muestra de países en cada año.

Fuente: Transparencia Internacional, 1995-2017.

2.2 Problemas de Inseguridad Pública

La inseguridad pública también es percibida como uno de los obstáculos específicos que impiden el crecimiento en México. Dos encuestas que levanta el INEGI entre empresarios (ENVE) y hogares (ENVIPE) sugieren que la percepción de inseguridad

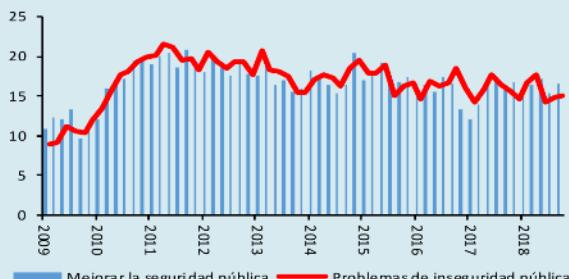
percibida y 100 es la frontera que identificaría a un país libre de corrupción. Como sucede con otras herramientas que evalúan el desempeño relativo de países a través del tiempo, el IPC ha cambiado de cobertura y metodología, por lo que las posiciones obtenidas en cada año no deben compararse directamente.

⁵ De 1995 a 2011 la escala del IPC fue de 0 a 10. Las calificaciones de México para esos años se reinterpretan en la escala 0-100 para compararlas con los resultados 2012-2017.

a nivel nacional se ha estado deteriorando.⁶ La ENVE reporta que el porcentaje de unidades económicas que consideran que la inseguridad y la delincuencia son el problema más grave creció de 59% en 2012 a 63% en 2018, mientras que la ENVIPE reporta que el porcentaje de adultos que considera que vivir en su entidad es inseguro ha aumentado en los últimos siete años de 69% a 79%. Respecto del nivel de confianza en las autoridades, las ediciones 2018 de ENVE y ENVIPE coinciden en señalar que la mayoría de las unidades económicas y de los hogares consideran que las organizaciones policiales e instituciones de impartición de justicia son corruptas.⁷ Asimismo, la ENVIPE señala que durante 2017 en el 93.2% de los delitos no hubo denuncia o no se inició averiguación previa o carpeta de investigación y que la principal razón que las víctimas otorgaron para no denunciar está relacionada con temas atribuibles a la autoridad.⁸ En relación con el costo de la inseguridad para la actividad económica, la ENVE estima que la delincuencia que sufren los empresarios costó casi 156 mil millones de pesos en 2017 (0.86% del PIB). Para el mismo año, la ENVIPE calcula que para los hogares el costo de la delincuencia fue de casi 300 mil millones de pesos (1.65% del PIB).

Por su parte, la Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero recabada por el Banco de México sugiere que al menos el 15% de los gerentes de contabilidad y finanzas de las empresas de este sector cree que los “problemas de inseguridad pública” son uno de los principales factores limitantes para el crecimiento de la actividad económica nacional. Asimismo, un porcentaje similar considera que “mejorar la seguridad pública” es la tarea o política que las autoridades mexicanas deben instrumentar para propiciar mayores niveles de inversión (Gráfica 6).

Gráfica 6
Principales Tareas, Cambios Estructurales o Políticas a Cargo de Nuestros Autoridades para Propiciar Mayores Niveles de Inversión y Factores Limitantes al Crecimiento de la Actividad Económica Nacional
(% de opinión)



Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero, Banco de México.

⁶ La Encuesta Nacional de Victimización de Empresas (ENVE) se levanta entre unidades económicas de forma bianual desde el año 2012. La Encuesta Nacional de Victimización y Percepción sobre Seguridad Pública (ENVIPE) se levanta anualmente entre hogares desde el año 2011. En ambas encuestas la percepción refleja opiniones recabadas durante el año de levantamiento, mientras que las cifras de victimización se refieren al año previo. Estas encuestas están disponibles en las siguientes ligas:

<http://www.beta.inegi.org.mx/proyectos/encestablecimientos/especiales/enve/2018/>

5. Consideraciones Finales

Si bien políticas como la estabilidad macroeconómica y las reformas que mejoran el funcionamiento microeconómico de la economía son condiciones necesarias para el crecimiento económico, por sí solas no son suficientes para alcanzar ese objetivo. En particular, deben adoptarse también políticas profundas que combatan la inseguridad, garanticen el respeto a la propiedad privada e impulsen un ambiente de certidumbre y certeza jurídica. Todo ello, además de tener un impacto directo sobre el bienestar de las personas, permitirá generar un entorno de confianza propicio para la inversión y el crecimiento. Por el contrario, el debilitamiento del estado de derecho y de las instituciones públicas podría ocasionar que el impulso a la actividad económica y a la inversión de las demás acciones de gobierno no se vea reflejado cabalmente en mayor crecimiento y bienestar.

Referencias

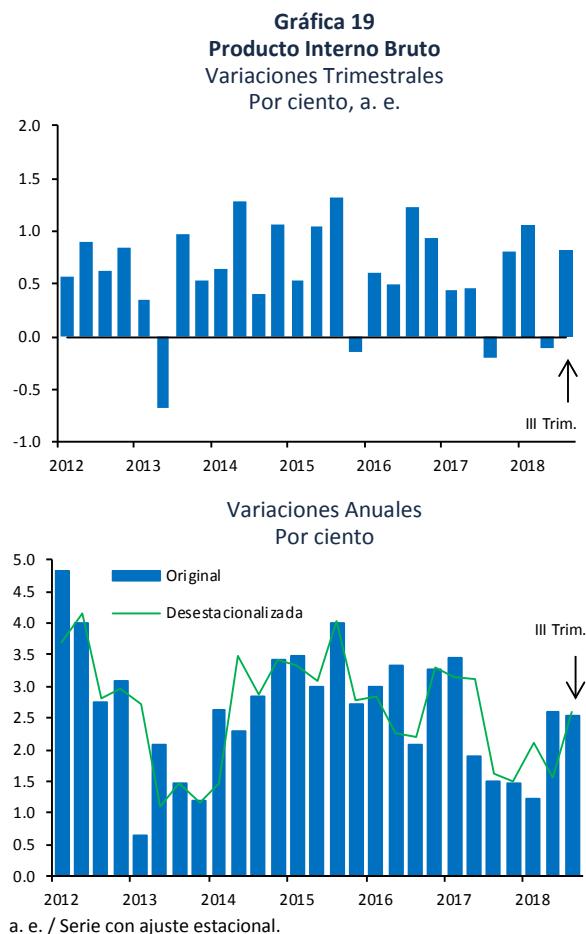
- Acemoglu, A., Johnson, S. y Robinson, J.A., (2005). Institutions as a fundamental cause of long-run growth. *Handbook of Economic Growth* 1A: 386-472.
- Knack, S. y Keefer, P. (1995). “Institutions and economic performance: Cross-country tests using alternative institutional measures”. *Economics & Politics*, 7(3), 207–227.
- North, D.C. y Thomas, R.P. (1973). *The Rise of the Western World: A New Economic History*. Cambridge University Press.
- North, D.C., (1981). *Structure and Change in Economic history*. Norton.
- North, D.C., (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- Siddiqui, A. y D., Massod Ahmed, Q. (2013). “The effect of institutions on economic growth: A global analysis on GMM dynamic panel estimation”. *Structural Change and Economic Dynamics*, 24, 18-33.

<http://www.beta.inegi.org.mx/proyectos/encestablecimientos/especiales/enve/2018/>

⁷ En particular, ENVE y ENVIPE reportan porcentajes similares de percepción de corrupción entre las diferentes autoridades del país: 58% para la policía federal, 65% para la policía estatal, 67% para jueces y ministerio público, 69% para policía municipal y 77% para la policía de tránsito.

⁸ Entre las razones se citan: pérdida de tiempo, desconfianza en la autoridad, trámites largos y difíciles, actitud hostil de la autoridad y miedo a que lo extorsionaran.

Por el lado de la producción, en el tercer trimestre de 2018 el PIB de México presentó un crecimiento trimestral desestacionalizado de 0.83% (incrementos anuales de 2.5% con datos originales y de 2.6% con cifras ajustadas por estacionalidad), después de haber registrado variaciones de 1.07 y -0.10% en el primero y segundo trimestres de 2018, respectivamente (Gráfica 19).



El desempeño de la economía en el periodo que se reporta fue reflejo tanto de la trayectoria positiva que mantuvieron los servicios, como de la recuperación de las actividades secundarias respecto de la contracción que se observó en el trimestre previo, principalmente por una mejor evolución del sector manufacturero. Por su parte, las actividades primarias revirtieron parcialmente la caída que exhibieron en el segundo trimestre de 2018 (Gráfica 20 y 21a). Específicamente:

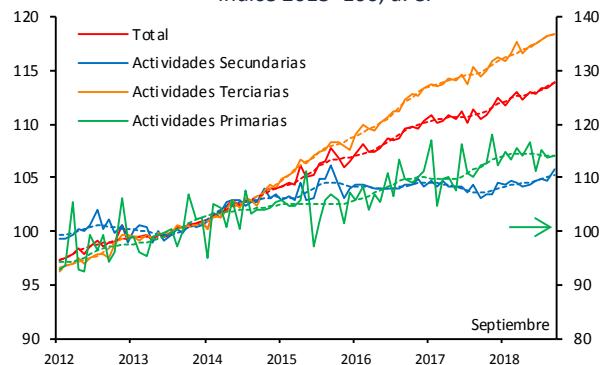
i. Al interior de la actividad industrial, en el tercer trimestre de 2018 las manufacturas siguieron registrando una trayectoria al alza, e incluso presentaron un mayor ritmo de expansión hacia el final del periodo. En particular, tanto el subsector de equipo de transporte, como el rubro de las manufacturas sin equipo de transporte, mostraron una tendencia positiva (Gráfica 21e). Al comportamiento favorable de este último sector han contribuido principalmente los subsectores de la industria alimentaria; la fabricación de equipo de computación, medición y de otros equipos, componentes y accesorios electrónicos; la fabricación de equipo de generación eléctrica y aparatos y accesorios eléctricos; y la fabricación de productos a base de minerales no metálicos (Gráfica 21f). Cabe notar que, en general, tal dinamismo fue congruente con el desempeño positivo de las exportaciones de dichos subsectores.

- ii. En cuanto a la construcción, persiste la tendencia negativa que este sector ha mostrado desde inicios de 2018. En particular, el comportamiento desfavorable observado en el trimestre de referencia fue resultado, principalmente, de la contracción que registró la edificación, con lo que mantiene una trayectoria a la baja, así como de la debilidad del rubro de obras de ingeniería civil. En contraste, el componente de trabajos especializados siguió exhibiendo una tendencia creciente (Gráfica 21b).
- iii. Por su parte, se mantuvo la trayectoria decreciente de la minería como reflejo, en gran medida, de la menor extracción de petróleo y gas. Adicionalmente, la minería de minerales, tanto metálicos, como no metálicos, continuó mostrando una tendencia negativa, en tanto que los servicios relacionados con esta actividad presentaron una recuperación, como consecuencia de una mejoría en la perforación de pozos para el desarrollo de campos petrolíferos (Gráfica 21a, 21c y 21d).
- iv. Durante el periodo julio – septiembre de 2018, los servicios continuaron exhibiendo dinamismo, apoyados principalmente por las contribuciones del comercio; de servicios financieros e inmobiliarios; de servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; y de

servicios de transporte e información en medios masivos (Gráfica 22).

- v. Asimismo, las actividades primarias registraron un alza trimestral, después de haber exhibido una importante caída durante el segundo trimestre. Ello, en un contexto en el que, luego de haber mostrado retrocesos durante la mayor parte del año, las exportaciones agropecuarias presentaron avances en el periodo que se reporta.

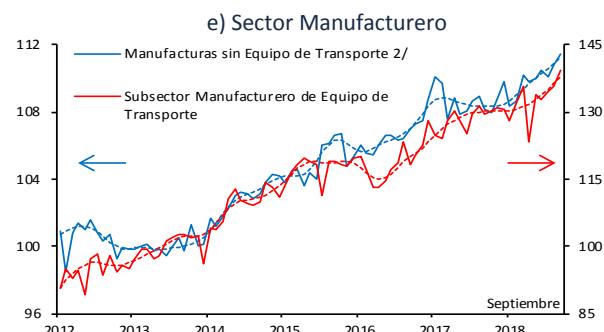
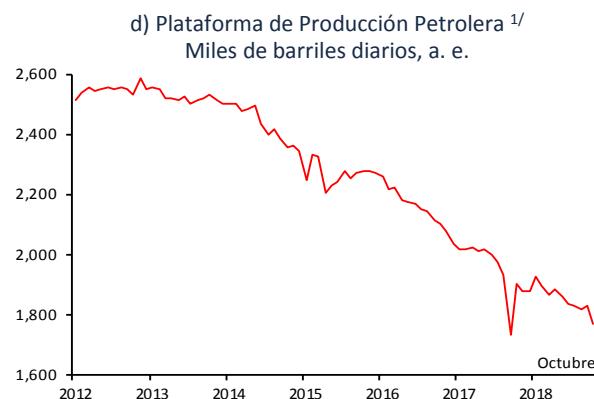
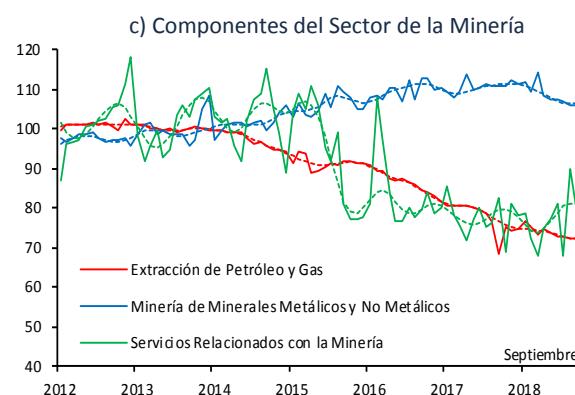
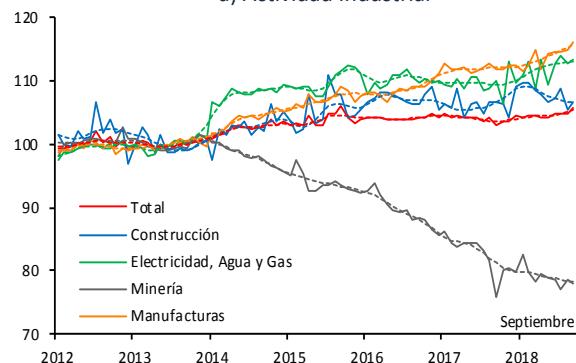
Gráfica 20
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2013=100, a. e.

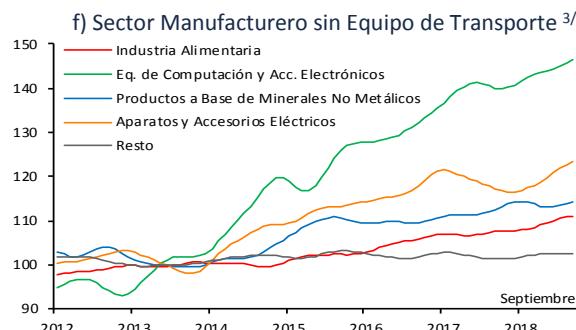


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

Gráfica 21
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.
a) Actividad Industrial





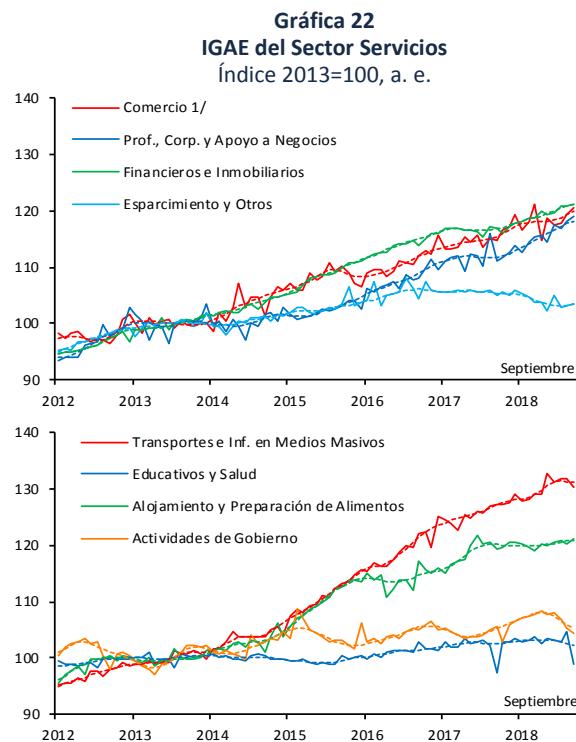
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Serie desestacionalizada por Banco de México con información de Pemex.

2/ Elaboración y desestacionalización de Banco de México.

3/ Series de tendencia.

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



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

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

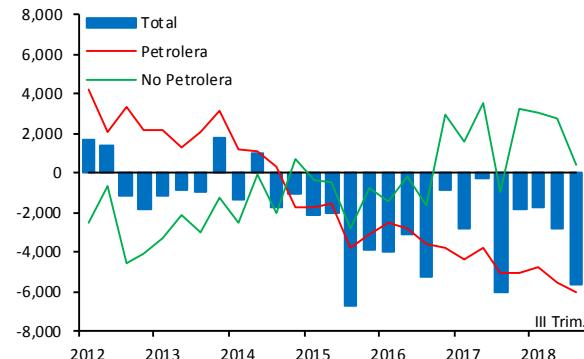
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con relación a las cuentas externas del país, en el tercer trimestre del año en curso el déficit de la cuenta corriente se ubicó en 1.6% del PIB, mismo nivel que el reportado en julio – septiembre de 2017 (Gráfica 23b y 23c). En particular, el resultado de la cuenta corriente en su comparación anual fue reflejo de la combinación de un aumento del déficit de la balanza del ingreso primario, el cual fue compensado por un menor déficit de la balanza de bienes y de servicios, y por un mayor superávit de la cuenta de

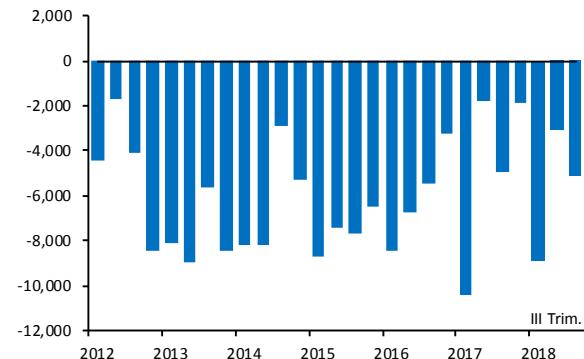
ingreso secundario, este último derivado de ingresos por remesas que continuaron mostrando niveles históricamente altos. A su vez, la reducción con respecto al mismo periodo del año anterior del déficit de la balanza comercial de mercancías se debió a un incremento en el saldo de la balanza no petrolera, congruente con la recuperación de las exportaciones manufactureras mexicanas, toda vez que el saldo deficitario de la balanza petrolera siguió ampliándose (Gráfica 23a).

Gráfica 23
Balanza Comercial y Cuenta Corriente

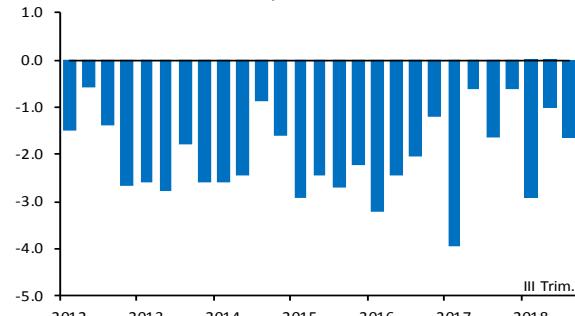
a) Balanza Comercial
Millones de dólares



b) Cuenta Corriente
Millones de dólares



c) Cuenta Corriente
Proporción del PIB



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

2.2.2. Mercado Laboral

En el tercer trimestre de 2018, las condiciones de holgura en el mercado laboral continuaron estrechas. En particular, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia positiva, si bien con cierta desaceleración, al tiempo que la tasa de participación laboral se situó en niveles por arriba de los observados a finales de 2017 y principios de 2018 (Gráfica 24a y 24b). Por su parte, tanto la tasa de desocupación urbana, como la nacional, siguieron ubicándose en niveles bajos (Gráfica 24c). Asimismo, las estimaciones puntuales de las brechas de desempleo estimadas con base en la tasa de desocupación nacional y la que además considera a los trabajadores asalariados informales permanecieron en terreno negativo (Gráfica 25). A su vez, la tasa de informalidad laboral mantuvo una tendencia negativa, en tanto que la tasa de ocupación en el sector informal exhibió un repunte respecto del trimestre previo (Gráfica 24d).²

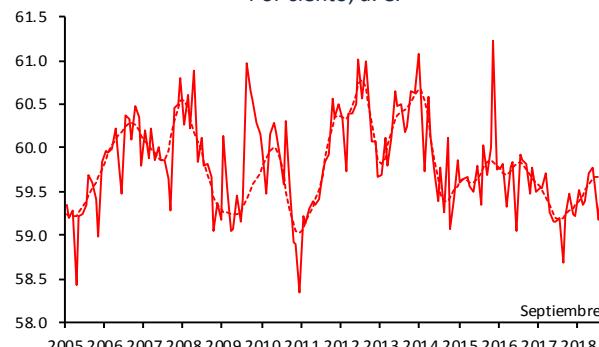
Gráfica 24

Indicadores del Mercado Laboral

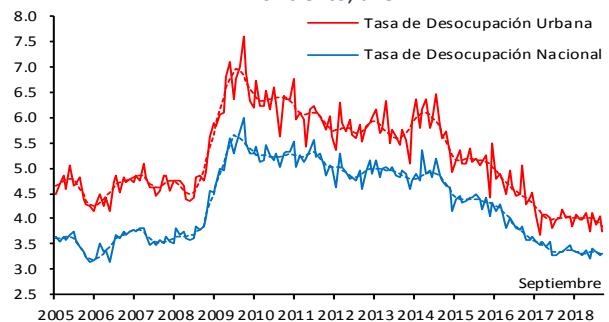
a) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



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



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



d) Ocupación en el Sector Informal^{3/}
e Informalidad Laboral^{4/}
Por ciento, a. e.



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

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

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

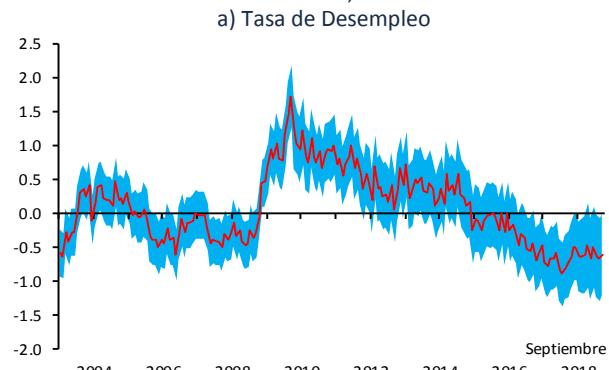
3/ Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.

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

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

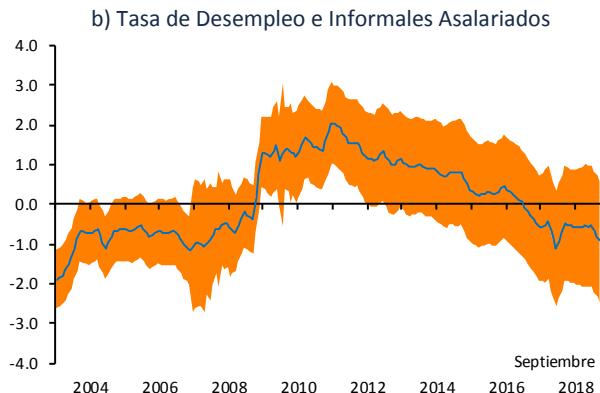
Gráfica 25
Estimación de la Brecha de Desempleo^{1/}
Por ciento, a. e.

a) Tasa de Desempleo



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

² Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral, se miden con base en los resultados de la



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

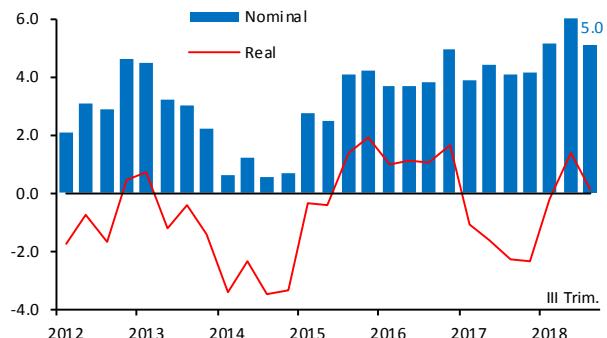
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI (ENOE).

En lo que corresponde a los indicadores salariales, estos mostraron un comportamiento diferenciado en el tercer trimestre de 2018 (Gráfica 26). En particular, el salario promedio para la economía en su conjunto registró una tasa de crecimiento anual de 5.0%, inferior al 6.0% del trimestre anterior, mientras que el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 5.9% en promedio durante el periodo que se reporta, ritmo superior al de 5.7% del trimestre previo. Lo anterior, aunado a la evolución de la inflación, dio como resultado que, en términos reales, el salario promedio para la economía en su conjunto se mantuviera en niveles similares a los del mismo trimestre del año previo y que el asociado con los trabajadores afiliados al IMSS registrara un avance en la misma comparación, si bien ambos indicadores mostraron disminuciones respecto del trimestre anterior. Finalmente, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal en el periodo julio — septiembre de 2018 fue de 6.0%, cifra superior a la de 4.5% observada en el mismo periodo de 2017.

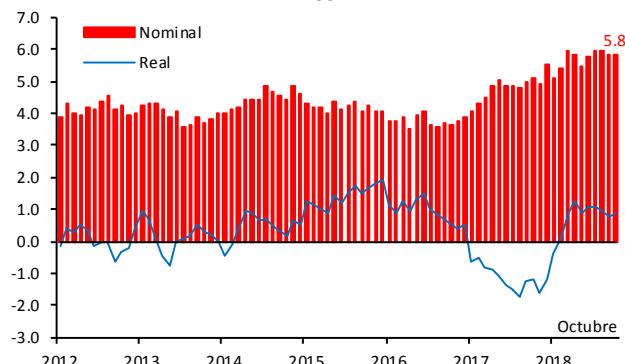
Por su parte, en el tercer trimestre del año en curso los costos unitarios de la mano de obra, tanto de la economía en su conjunto, como de la industria manufacturera en particular, mostraron cierto retroceso respecto del trimestre anterior, como reflejo, principalmente, de las disminuciones que las remuneraciones medias reales registraron en el periodo que se reporta (Gráfica 27).

Gráfica 26
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

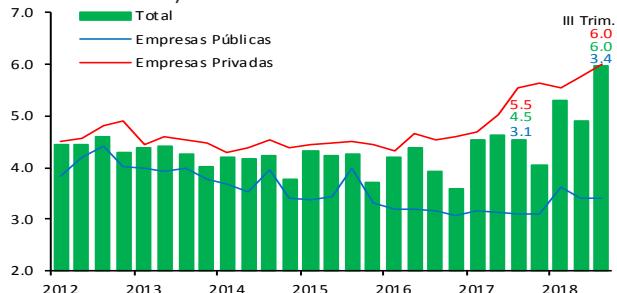
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE^{1/}



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



c) Salario Contractual Nominal^{3/}



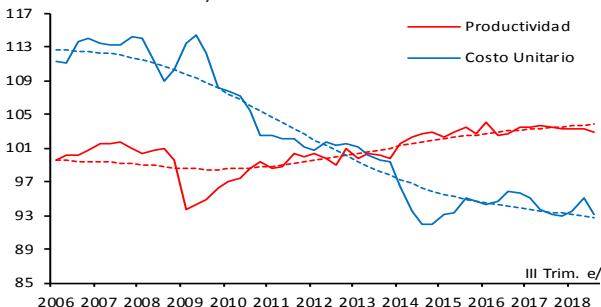
1/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% más bajo y el 1% más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso reportado de cero o que no lo reportaron.

2/ Durante el tercer trimestre de 2018 se registraron en promedio 20.2 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.

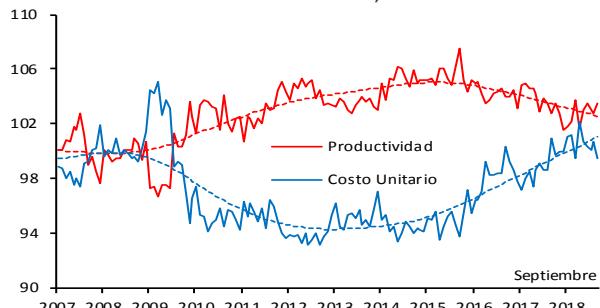
3/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.3 millones.

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

Gráfica 27
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra
Índice 2013=100, a. e.
a) Total de la Economía^{1/}



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



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

1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del tercer trimestre de 2018 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE del INEGI.

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

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía³

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

En el tercer trimestre de 2018, las fuentes de recursos financieros de la economía se expandieron a un ritmo

relativamente bajo, inferior al observado en la primera mitad del año. En particular, su tasa de crecimiento real anual fue de 1.1% al tercer trimestre del año, cifra menor a la observada el trimestre anterior (2.7%) e igual a la del cierre de 2017 (1.1%). Como se ha venido enfatizando en Informes anteriores, la moderación en el ritmo de crecimiento de las fuentes de recursos financieros ha sido reflejo principalmente de la mayor restricción de financiamiento externo que ha enfrentado la economía mexicana desde finales de 2014, como consecuencia de una secuencia de choques adversos, entre los que destacan la caída en los términos de intercambio –principalmente aquellos asociados a los precios internacionales del petróleo– y la incertidumbre en torno a la renegociación del acuerdo comercial con Estados Unidos y Canadá y a los efectos que pudiera tener la normalización de la política monetaria estadounidense. Recientemente, la preocupación de los mercados por las políticas que podría implementar la nueva administración, así como algunas iniciativas legislativas, han generado un entorno de mayor incertidumbre, por lo que dicha restricción podría haberse acentuado. Al mismo tiempo, dicho entorno ha tenido un efecto sobre la inversión privada, lo que redujo la demanda por financiamiento externo por parte de las empresas. Así, en conjunto, al tercer trimestre de 2018 los flujos de recursos externos acumulados en los últimos cuatro trimestres ascendieron a 0.8% del PIB, cifra inferior al promedio observado en el periodo 2015 - 2017 de 1.5% del producto y muy por debajo del 4.2% del PIB registrado en el periodo 2013 - 2014 (Cuadro 1).

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

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

Cuadro 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 T3	2013	2014	2015	2016	2017	2018 T3
Flujos anuales como porcentaje del PIB							Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	10.0	9.7	5.8	7.4	7.9	6.1	6.1	5.5	3.5	3.9	1.1	1.1
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.7	5.6	4.6	5.5	6.5	5.3	5.7	5.2	5.3	5.4	3.7	3.4
Monetarias ^{2/}	3.8	3.2	2.7	3.6	4.2	3.2	6.0	4.2	4.7	5.7	3.8	3.1
No Monetarias ^{3/}	1.9	2.4	1.9	1.9	2.3	2.0	5.0	7.0	6.3	4.9	3.4	3.8
Fuentes Externas ^{4/}	4.2	4.1	1.2	1.9	1.3	0.8	6.9	6.0	0.7	1.5	-3.0	-2.8
Total de Usos	10.0	9.7	5.8	7.4	7.9	6.1	6.1	5.5	3.5	3.9	1.1	1.1
Reserva Internacional ^{5/}	1.0	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.0	1.1	2.3	-9.5	-3.5	-8.6	-4.5
Financiamiento al Sector Público	4.1	4.7	4.1	2.9	1.1	2.6	4.8	6.0	6.4	2.5	-4.1	0.9
Público Federal	3.7	4.5	4.0	2.8	1.1	2.6	4.6	6.2	6.7	2.7	-4.1	1.3
Estados y municipios	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	9.1	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-5.2
Financiamiento al Sector Privado ^{6/}	4.2	2.5	3.1	3.0	3.9	2.8	6.9	2.4	5.6	4.2	3.2	2.0
Internos	2.5	1.7	3.0	3.0	3.3	3.0	5.4	2.2	9.0	7.4	4.5	5.2
Externos	1.7	0.8	0.1	0.0	0.6	-0.2	10.3	2.8	-1.5	-3.5	-0.6	-6.9
Otros conceptos ^{7/}	0.7	1.2	0.1	1.6	3.2	0.6	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

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

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

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

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

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

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

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

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

Fuente: Banco de México.

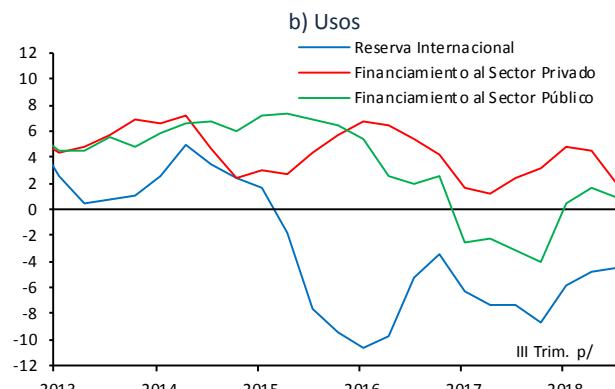
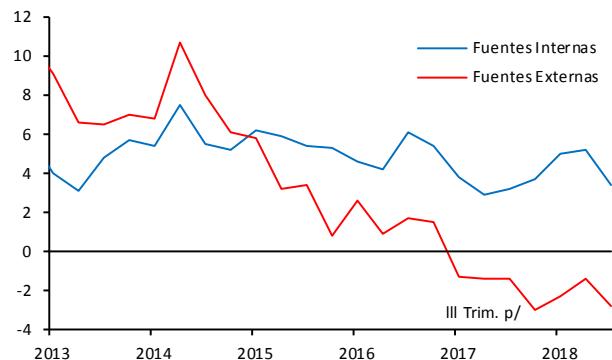
En este contexto, los ajustes implementados en la postura macroeconómica de México han contribuido a mitigar los efectos de la mayor restricción de financiamiento externo sobre las condiciones de financiamiento para el sector privado. Por un lado, la postura monetaria más restrictiva que se ha venido adoptando desde finales de 2015 ha inducido una reasignación intertemporal del gasto y un incremento del ahorro financiero del sector privado –sobre todo de los hogares–. Por otra parte, la menor absorción de recursos financieros por parte del sector público que se ha registrado a partir de 2016 ha contribuido a que se mitigue el impacto sobre la disponibilidad de financiamiento al sector privado no financiero (Gráfica 28).

Así, las fuentes internas de recursos –medidas por el agregado de activos financieros internos F1– se expandieron a una tasa de 3.4% real anual durante el tercer trimestre de 2018, ritmo de crecimiento

inferior al registrado durante la primera mitad del año (5.1% en promedio), y similar al observado al cierre de 2017 de 3.7% (Gráfica 29a). La desaceleración en las fuentes internas durante el trimestre de referencia estaría reflejando en buena medida una menor tenencia de instrumentos líquidos por parte de las empresas privadas no financieras, quienes podrían estar destinando estos recursos a la amortización de pasivos. En contraste, el ahorro financiero de los hogares ha continuado expandiéndose a un ritmo relativamente elevado, sobre todo a través de instrumentos a plazo, dado el mayor costo de oportunidad de mantener instrumentos líquidos de bajo o nulo rendimiento, como el efectivo, los cuales observaron una menor tasa de crecimiento (Gráfica 29b). Al respecto, en el Recuadro 3 de este Informe se profundiza en el efecto que han tenido las acciones de política monetaria sobre la demanda de dinero en sentido amplio, incrementando el ahorro financiero del

sector privado en instrumentos a plazo y desalentando su tenencia de instrumentos líquidos.

Gráfica 28
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Variación real anual en por ciento
a) Fuentes



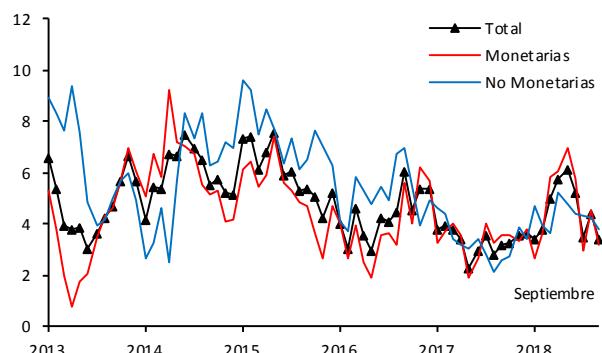
p/ Cifras preliminares.

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

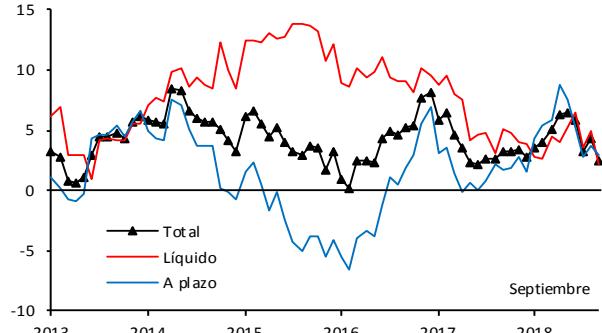
Fuente: Banco de México.

En lo que toca a las fuentes externas de recursos, estas se contrajeron a una tasa de 2.8% real anual al tercer trimestre de 2018, una reducción mayor a la observada en la primera mitad del año (-1.9% en promedio), y similar a la contracción de 3.0% registrada al cierre de 2017. A su interior, se registró una reducción en el financiamiento externo a las empresas privadas no financieras durante el trimestre de referencia (variación real anual de -6.9%), en tanto que la inversión en instrumentos monetarios por parte de no residentes registró nuevamente una variación real anual negativa (-3.7%), lo que refleja la aludida mayor restricción de financiamiento externo que actualmente enfrenta nuestra economía (Gráfica 29c).

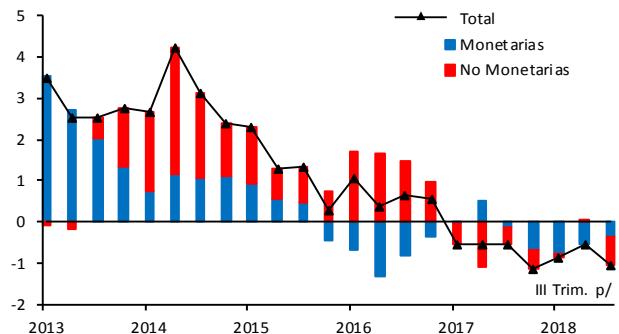
Gráfica 29
Fuentes de Recursos Financieros
a) Fuentes Internas (F1)
Variación real anual en por ciento



b) Agregado Monetario M2
Variación real anual en por ciento



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



p/ Cifras preliminares.

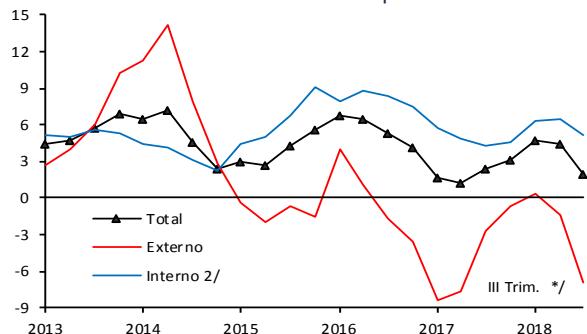
Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1.

Fuente: Banco de México.

Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, durante el tercer trimestre de 2018 el financiamiento al sector público continuó expandiéndose a un ritmo relativamente bajo, en comparación con el periodo previo a 2016. En particular, su variación real anual fue de 0.9% durante el trimestre de referencia, cifra similar a la observada en promedio durante la primera mitad de 2018 y muy inferior al elevado crecimiento observado durante

2014 y 2015 (1.1 y 6.2% en promedio, respectivamente). Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó al cierre del tercer trimestre de 2018 en 173.6 miles de millones de dólares (m.m.d.), cifra ligeramente superior a la observada al cierre de 2017 de 172.8 m.m.d. Como se ha venido señalando, la atonía observada en la dinámica de la reserva internacional obedece en buena medida a que Pemex no ha vendido dólares al Banco de México desde 2017, lo que a su vez refleja el deterioro en la balanza comercial petrolera. Por otro lado, el financiamiento total al sector privado no financiero mostró una reducción en su crecimiento con respecto al primer semestre del año. Dicho financiamiento se expandió a una tasa de 2.0% real anual en el trimestre que se reporta, cifra inferior a las del primer y segundo trimestres de 2018 de 4.8 y 4.5%, respectivamente (Gráfica 30). Esto se explica tanto por la contracción en el financiamiento externo a las empresas, en un contexto caracterizado por mayores restricciones en las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales, como por una moderación en el crecimiento del financiamiento interno. La siguiente sección ofrece mayores detalles sobre la evolución del financiamiento a los sectores público y privado.

Gráfica 30
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero
Variación real anual en por cierto



*/ Las cifras del financiamiento externo y total correspondientes al tercer trimestre de 2018 son preliminares.

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

Fuente: Banco de México.

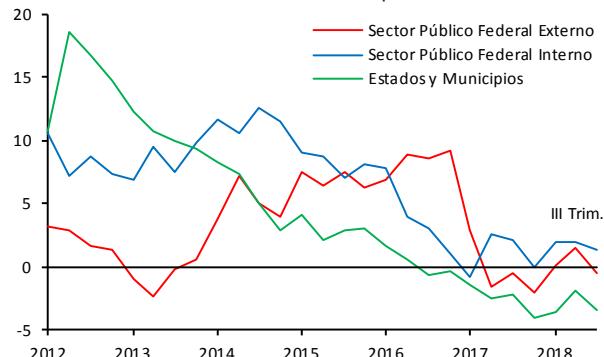
⁴ En esta sección se analiza con mayor detenimiento la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, entendido como el financiamiento bruto que reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero –empresas y hogares–.

⁵ El financiamiento bruto al sector público considera al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía ⁴

A partir de 2016, en un entorno caracterizado por un débil crecimiento de las fuentes externas de recursos financieros de la economía, el financiamiento bruto al sector público federal moderó de forma importante su ritmo de expansión.⁵ Ello ha contribuido a mitigar las presiones sobre los mercados de fondos prestables en el país y facilitado la canalización de recursos financieros al sector privado. Así, en el tercer trimestre de 2018, el financiamiento bruto interno y bruto externo al sector público federal continuaron presentando un bajo ritmo de crecimiento. De igual forma, los estados y municipios también redujeron su utilización de recursos financieros (Gráfica 31).

Gráfica 31
Financiamiento al Sector Público No Financiero
Variación real anual en por ciento



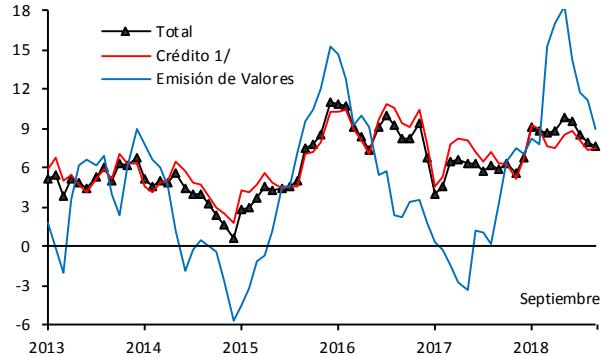
Fuente: Banco de México.

En cuanto al financiamiento interno al sector privado no financiero en el tercer trimestre de 2018, aquel destinado a las empresas se expandió a una tasa real anual de 7.7%, cifra inferior a la observada el trimestre previo de 9.6%. Dicha moderación se dio tanto por la menor emisión de deuda en el mercado interno, como por la reducción en la expansión del crédito de la banca comercial (Gráfica 32 y 33). Lo anterior estaría reflejando una menor demanda de recursos por motivos precautorios (necesidad de reestructuración de pasivos), así como una menor

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

necesidad de capital de trabajo, mientras que el uso para la inversión en activos físicos se mantuvo en niveles bajos (Gráfica 34 y 35).^{6,7} Adicionalmente, las empresas grandes han continuado sustituyendo pasivos externos por internos, como reflejo de condiciones de financiamiento más restrictivas en los mercados internacionales.

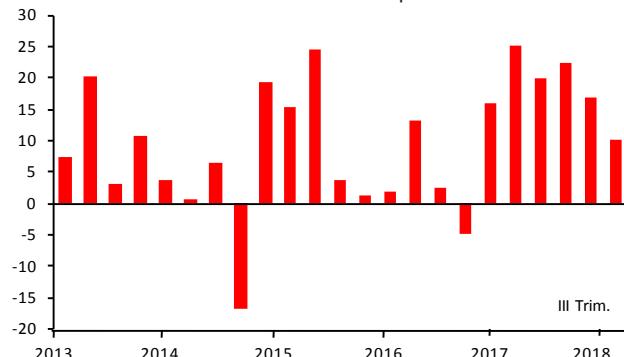
Gráfica 32
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras^{1/}
Variación real anual en porcento



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

Fuente: Banco de México.

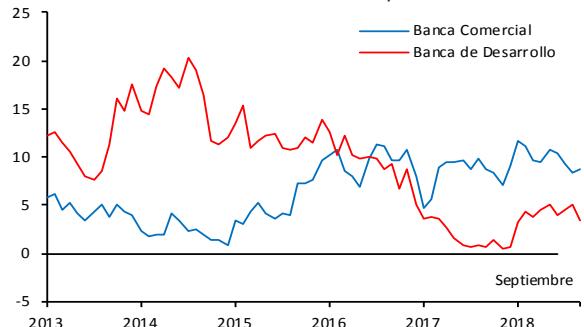
Gráfica 33
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras^{1/}
Miles de millones de pesos



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

Fuente: Banco de México.

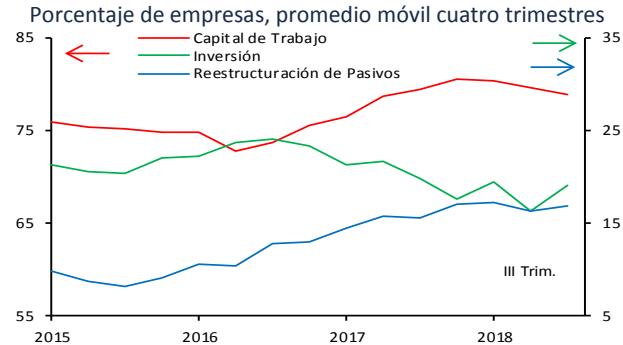
Gráfica 34
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

Gráfica 35
Uso de Crédito Bancario por parte de Empresas Grandes

a) Destino Principal del Nuevo Crédito Bancario según Empresas con más de 100 Empleados
Porcentaje de empresas, promedio móvil cuatro trimestres



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

Índices de difusión acumulado^{1/}



1/ Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente.

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

⁶ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa sobre la Evolución Trimestral del Financiamiento a las Empresas durante el trimestre Julio – Septiembre de 2018, disponible en la siguiente liga:

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

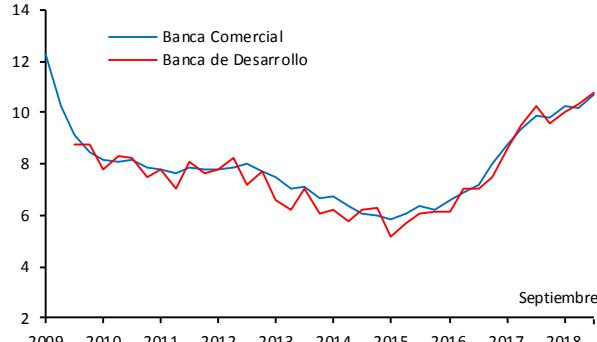
⁷ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario durante el trimestre Julio – Septiembre de 2018, disponible en la siguiente liga:

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

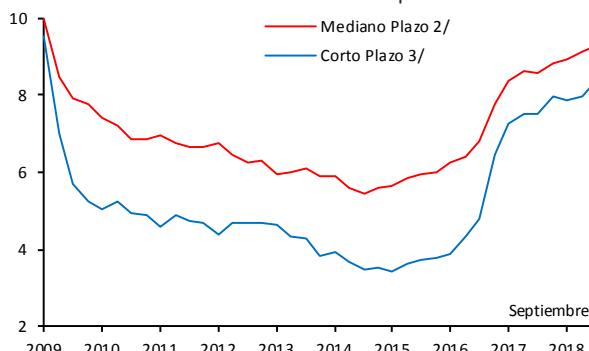
En este contexto, los costos del financiamiento a las empresas privadas no financieras en el tercer trimestre de 2018 se mantuvieron en niveles superiores a los registrados en 2017, y se incrementaron con respecto al promedio del trimestre previo (Gráfica 36).

Gráfica 36
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras

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



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



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

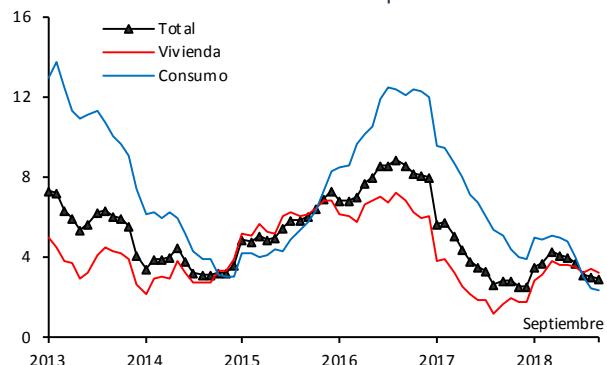
2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de colocaciones de deuda con plazo mayor a un año al cierre del mes.

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

Fuente: Banco de México.

Por su parte, el crédito a los hogares mostró un menor dinamismo, al expandirse a una tasa de 2.9% inferior a la observada el trimestre previo de 3.7%. Ello es explicado principalmente por la desaceleración del crédito al consumo (Gráfica 37).

Gráfica 37
Crédito Total a los Hogares^{1/}
Variación real anual en por ciento

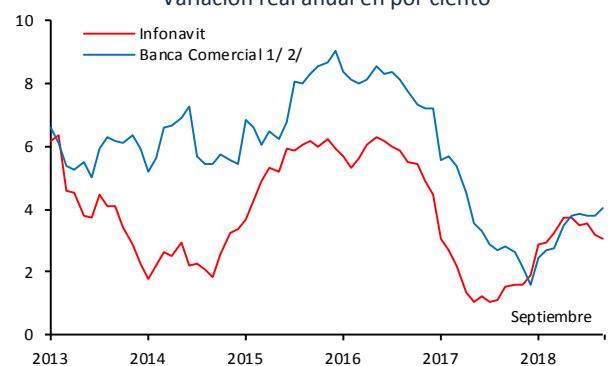


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México.

A su interior, en el tercer trimestre de 2018 el crédito hipotecario otorgado por el Infonavit se expandió a una tasa menor a la del trimestre previo, en tanto que el de la banca comercial presentó un mayor crecimiento (Gráfica 38). Esto último es congruente con la recuperación de la demanda por este tipo de crédito, como lo señalaron en la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), por segundo trimestre consecutivo, los directivos de los bancos con mayor participación en este segmento. En tanto, las tasas de interés de los nuevos créditos de la banca comercial para la adquisición de vivienda se han mantenido prácticamente sin cambio desde mediados de 2017 (Gráfica 39).

Gráfica 38
Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento

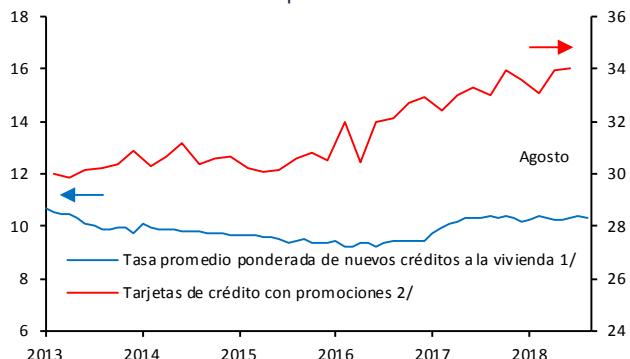


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 39
Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
En por ciento



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente.

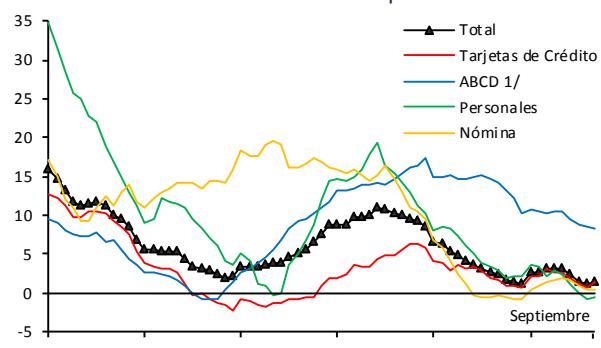
Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

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

Fuente: Banco de México.

En contraste, el crédito de la banca comercial al consumo registró un incremento real anual inferior al del segundo trimestre del año (Gráfica 40). No obstante, en septiembre esta cartera mostró un repunte en su variación real anual con respecto al mes previo. Ello explicado principalmente por el mayor crecimiento del segmento de tarjetas de crédito, en tanto que las carteras de crédito para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero (ABCD) y nómina mantuvieron sus tasas de expansión real anual. Lo anterior en línea con los resultados de la EnBan, que en el tercer trimestre del año reportó que los bancos con mayor participación señalaron un incremento en la demanda por crédito en el segmento de tarjetas y, en menor medida, en el de créditos de nómina. Las tasas de interés de los créditos al consumo se encuentran en niveles similares a los observados en 2017, excepto para aquellas asociadas a las tarjetas de crédito, que se han incrementado (Gráfica 39).

Gráfica 40
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
Variación real anual en por ciento



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

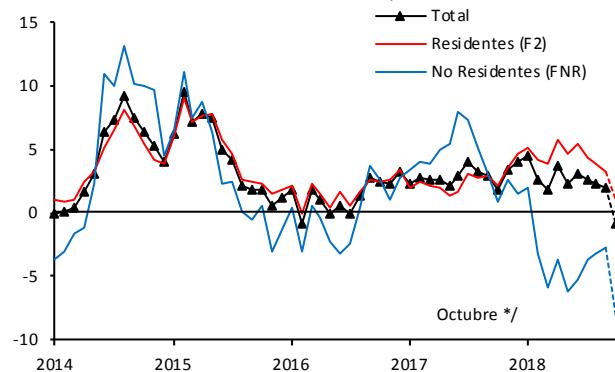
Fuente: Banco de México.

En suma, los ajustes que se han llevado a cabo en materia monetaria y fiscal han contribuido a mitigar los efectos de la mayor restricción de financiamiento externo que ha enfrentado el país sobre las condiciones de financiamiento para el sector privado. No obstante, ante la posibilidad de que México continúe sujeto a condiciones financieras más astringentes del exterior, es de gran importancia que se preserve y continúe fortaleciendo el marco macroeconómico del país. En particular, es fundamental que se redoblen esfuerzos para consolidar de forma sostenible las finanzas públicas, en particular en el sector energético, y se busque propiciar un entorno de mayor certidumbre sobre las acciones de políticas públicas que se implementarán y que serán conducentes a un mayor crecimiento potencial del país. Con ello, se lograría atemperar la restricción de financiamiento externo y se podría canalizar una mayor cantidad de recursos al sector privado para inversión productiva en el país y en mejores condiciones de financiamiento.

2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F)

Los activos financieros internos —medidos por el agregado F— registraron una moderación en su ritmo de crecimiento durante el tercer trimestre de 2018 (Gráfica 41). En particular, su variación real anual en el tercer trimestre de 2018 fue de 2.0%, lo que se compara con un 3.1% observado al cierre del primer semestre del año. A su interior, se registró durante el trimestre de referencia un menor ritmo de expansión en los activos financieros internos en poder de residentes —medidos en el agregado F2— respecto a la primera mitad del año, reflejando la desaceleración de las fuentes internas de recursos ya mencionada y una menor tenencia de títulos de renta variable por parte de estos agentes. Por su parte, la tenencia de no residentes continuó exhibiendo tasas de crecimiento negativas.

Gráfica 41
Activos Financieros Internos (F)
 Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México. Datos preliminares a octubre de 2018.

Por último, es relevante notar que el precio de las acciones emitidas por las empresas mexicanas ha exhibido una caída en el transcurso del cuarto trimestre del año y que se ha observado un incremento a lo largo de la curva de rendimientos de valores de renta fija, lo cual se reflejaría en una desaceleración adicional en el agregado F.

Recuadro 3. Política Monetaria y Demanda de Dinero en Sentido Amplio

1. Introducción

El Banco de México realizó una actualización metodológica a la estadística de los agregados monetarios en enero de 2018, la cual implica mejoras sustanciales en la medición del dinero en sentido amplio en el país. En el Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2017 se presentó por primera vez esta información y se ilustraron algunos de los posibles usos analíticos de la estadística, subrayando en particular la relación que guardan los nuevos agregados monetarios con la actividad económica y la inflación en distintas frecuencias.¹

En este recuadro se presenta, en primer lugar, un análisis estadístico de los determinantes del agregado monetario amplio M2, con el objeto de poder estudiar su comportamiento. En particular, se realiza la estimación de un modelo de demanda de dinero en sentido amplio, expresado en un sistema de ecuaciones que intenta describir el comportamiento de cada uno los componentes del agregado monetario M2; a saber, el agregado M1 —el cual contiene instrumentos líquidos— y M2-M1, donde se registran instrumentos monetarios a plazo de hasta cinco años.² A partir del modelo estimado, se calcula la contribución de los determinantes de la demanda de dinero en sentido amplio al crecimiento de dichos agregados. Ello permite ilustrar cómo el ciclo de alza en la tasa objetivo de política monetaria observado a partir de diciembre de 2015, al aumentar el costo de oportunidad de mantener instrumentos líquidos de bajo o nulo rendimiento, ha contribuido a desacelerar el crecimiento de M1 y, al incentivar la demanda por instrumentos monetarios a plazo, ha conducido a un mayor dinamismo de M2-M1.

En segundo lugar, se presenta una estimación del dinero en sentido amplio que está en poder de los tres sectores tenedores de dinero que conforman M2: los hogares, las empresas privadas no financieras y otros intermediarios financieros no bancarios (OIFNB).³ Este ejercicio es útil para cuantificar el grado de heterogeneidad que existe en la tenencia de dinero de estos distintos sectores, lo cual provee información sobre la forma en que ajustan sus decisiones de portafolio y de consumo presente y futuro los distintos tenedores de dinero ante choques macroeconómicos. Los resultados muestran que el mayor dinamismo observado en el ritmo de crecimiento del componente a plazo dentro de M2 ha

obedecido, en buena medida, a un mayor ahorro financiero de los hogares.

2. Modelo de Demanda de Dinero en Sentido Amplio

En términos generales, la teoría económica postula que la demanda de dinero por parte del sector privado está determinada fundamentalmente por dos tipos de motivos: (i) motivos transaccionales, los cuales están relacionados con la necesidad de utilizar dinero para hacer pagos o compras de bienes y servicios; y (ii) motivos especulativos, toda vez que el dinero en sentido amplio forma parte de un portafolio de instrumentos financieros que los agentes administran para obtener una combinación deseada de riesgo y rendimiento. Además, existen otros factores que pueden ser relevantes para explicar la demanda de dinero en sentido amplio, como los motivos precautorios —los cuales podrían ser relevantes en la medida en que los hogares o las empresas mantengan dinero para hacer frente ante fluctuaciones inesperadas en su riqueza o en los pagos que tienen que saldar—, u otros posibles determinantes de carácter más idiosincrático, como el efecto de alguna política pública.

Con base en estos postulados, se estimó un modelo de demanda de dinero en México para el agregado monetario M2 a través de un sistema dinámico de dos ecuaciones —una para su componente más líquido (M1) y otra para los instrumentos a plazo (M2-M1)—. Este tipo de modelo permite cuantificar la recomposición del portafolio que existe entre ellos. La estimación se realizó con la metodología “de lo general a lo específico”, que sirve para seleccionar el modelo óptimo. Al aplicar esta metodología se obtiene un modelo con la siguiente representación dinámica:⁴

$$(i) m1_t = 0.73 m1_{t-1} - 0.48 m1_{t-2} - 0.30 (m2 - m1)_{t-1} + 0.39 PIB_{t-1} \\ (0.09) \quad (0.10) \quad (0.04) \quad (0.08) \\ + 0.34 PIB_{t-3} - 0.58 i28_t - 0.78 i28_{t-1} + 0.46 i28_{t-3} + \hat{B}Z_t + u_t \\ (0.07) \quad (0.28) \quad (0.31) \quad (0.16)$$

$$(ii) (m2 - m1)_t = -0.38 m1_{t-1} - 0.50 m1_{t-2} + 0.56 (m2 - m1)_{t-1} \\ (0.18) \quad (0.20) \quad (0.09) \\ + 0.62 PIB_{t-1} + 0.30 PIB_{t-3} - 1.39 i28_t + 0.72 i28_{t-1} + 0.50 i28_{t-3} + \hat{D}Z_t + v_t \\ (0.17) \quad (0.15) \quad (0.59) \quad (0.67) \quad (0.34)$$

Donde:

$m1$ = Saldos reales del agregado monetario M1 (logaritmo).

¹ Ver Banco de México (2017). “Consideraciones sobre las Nuevas Medidas de los Agregados Monetarios y los Activos Financieros en México”, en el Recuadro 3 del Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2017, pp. 34-37.

² Para una descripción más completa de los instrumentos contenidos en cada agregado monetario, véase la nota “Redefinición de los Agregados Monetarios y Medición de los Agregados Financieros Internos” publicada en <http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/agregados-monetarios-y-actividad-financiera/agregados-monetarios-activida.html>.

³ Incluyen casas de bolsa, sofomes no bancarias, compañías de seguros, almacenes generales de depósito y afianzadoras.

⁴ Las desviaciones estándar se muestran entre paréntesis. La selección del modelo se realizó utilizando los algoritmos de Autometrics. Estos algoritmos seleccionan

un modelo que satisface las siguientes características deseables: sus residuales satisfacen los supuestos necesarios para realizar inferencia (i.e. no presentan autocorrelación o heterocedasticidad, y se comportan de acuerdo a la distribución Normal); no hay redundancia de información en las variables que forman parte del modelo elegido; y tiene el mejor ajuste posible. Las pruebas F, de significancia de cada variable en el sistema de ecuaciones, rechazan la hipótesis nula de no-relevancia. Previo a la estimación del modelo, se realizó la prueba de Pesaran-Shin para determinar si existe una relación de largo plazo entre las variables. Se rechaza la hipótesis de que no existe dicha relación con un nivel de confianza del 95%.

$m2 - m1$ = Saldos reales del componente a plazo M2-M1 (logaritmo).

PIB = PIB real de México a precios de 2013 (logaritmo).

$i28$ = Rendimiento de Cetes 28 días.

Z = Un vector de variables que capturan efectos estacionales y otros determinantes idiosincráticos.⁵

El modelo resulta útil para identificar los determinantes de la demanda de dinero en sentido amplio. Además, permite cuantificar la recomposición de portafolio que existe dentro de M2 entre su componente más líquido (M1) y los instrumentos a plazo (M2-M1). Ello se puede apreciar en la representación estática del modelo, la cual muestra que ante aumentos en M2-M1, M1 tiende a disminuir, y viceversa:

$$\begin{aligned} m1_t &= -0.40(m2 - m1)_t + 0.97PIB_t - 1.20i28_t + \hat{\beta}Z_t + u_t \\ (m2 - m1)_t &= -2.00m1_t + 2.09PIB_t - 0.39i28_t + \hat{\delta}Z_t + v_t \end{aligned}$$

Finalmente, a partir de este sistema es posible obtener una estimación de las demandas de dinero de largo plazo, que en este caso están dadas por:

$$\begin{aligned} m1_t &= 0.66 PIB_t - 5.13 i28_t + \hat{\gamma}Z_t + \varepsilon_t \\ (0.04) &\quad (3.50) \\ (m2 - m1)_t &= 0.78 PIB_t + 9.85 i28_t + \hat{\kappa}Z_t + \xi_t \\ (0.09) &\quad (8.21) \end{aligned}$$

La estimación muestra que:

- ✓ Los coeficientes asociados a la variable que captura la demanda de dinero por motivos transaccionales (PIB) son positivos, como postula la literatura. Ello indica que al aumentar la actividad económica y la cantidad de transacciones en la economía, la demanda tanto de M1 como de M2-M1 tiende a incrementarse. Las elasticidades ingreso asociadas a esta variable se encuentran además dentro de un rango similar al que encuentran otros estudios sobre la demanda de dinero en sentido amplio en otros países.⁶
- ✓ El coeficiente de la variable que aproxima el rendimiento de los activos a plazo ($i28$) tiene un signo negativo en la ecuación de M1, reflejando el costo de oportunidad de mantener activos con nulo o muy bajo rendimiento. Por otro lado, el signo de esta misma variable es positivo en la ecuación de M2-M1, lo cual es congruente con que la demanda por estos activos aumenta cuando su rendimiento se incrementa. Así, cuando aumenta la tasa de interés, se da una recomposición de activos, reduciendo los más líquidos y aumentando los que dan rendimiento a plazo.

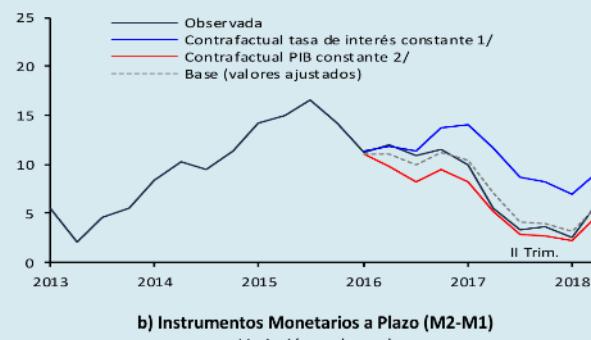
Con base en la representación dinámica del modelo, se realizó un ejercicio que cuantifica el efecto de la actividad económica reciente y las tasas de interés de corto plazo sobre la dinámica de los distintos componentes del dinero en sentido amplio en México. En particular, se estimaron las trayectorias de M1 y M2-M1 para distintos escenarios: (i) un escenario base en el que se utiliza la evolución observada del PIB y la tasa de interés de corto plazo —medida por Cetes 28 días— para ilustrar la bondad de ajuste del modelo; (ii) un escenario contrafactual en el que se asume que la tasa de interés de corto plazo permanece constante a partir del primer trimestre de 2016, para evaluar el efecto del ciclo de alza en las tasas de interés sobre estos agregados; y (iii) un escenario contrafactual en el que se asume que el PIB se estanca a partir del primer trimestre de 2016 (i.e. crecimiento real de 0%).

Gráfica 1

Ejercicios Contrafactuales

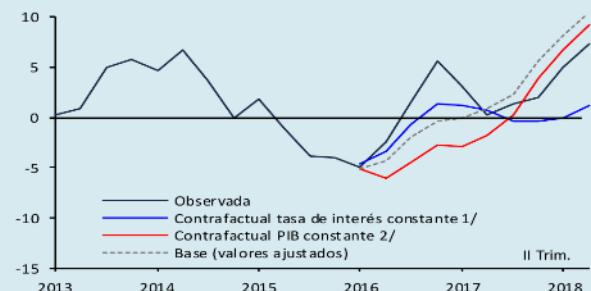
a) Agregado Monetario M1

Variación real anual



b) Instrumentos Monetarios a Plazo (M2-M1)

Variación real anual



Fuente: Banco de México.

1/ Se asume que la tasa de interés de Cetes 28 permanece constante a partir del primer trimestre de 2016.

2/ Se asume que el PIB real crece a tasa de cero por ciento a partir del primer trimestre de 2016.

⁵ Se incluyen otras variables relevantes para explicar la demanda de dinero en México, como las remesas. Adicionalmente, la versión más general del modelo estimado incluyó otras variables que no fueron elegidas por la metodología de lo general a lo específico. En particular, se contemplaron medidas que capturaran el efecto balance de portafolio entre activos internos y externos, dado que podría esperarse que, al aumentar el diferencial de rendimientos entre los bonos de México y Estados Unidos, o bien si se da una apreciación en el tipo de cambio, se tendería a aumentar la tenencia de M2. Para una discusión más completa de este efecto de balance de portafolio, ver Ramos-Francia, M., Noriega, A.E. y Rodríguez Pérez, C.A. (2015) "Uso de agregados monetarios como indicadores de la evolución

futura de los precios al consumidor: Crecimiento monetario y meta de inflación". Banco de México, Documento de Investigación 2015-14.

⁶ En Papademos et al. (2010) se resumen los resultados de 23 documentos de investigación con modelos de demanda de dinero en sentido amplio en la zona euro. El rango de coeficientes para la variable de escala es de 1.00 a 1.84, con media y mediana de 1.25. Knell y Stix (2005) presentan un meta-análisis de resultados empíricos para la elasticidad ingreso utilizando 381 estudios de demanda de dinero para países de la OCDE. Las elasticidades ingreso encontradas se ubican en los rangos entre 0.3 y 2, y son de mayor magnitud para los agregados amplios.

Los resultados del ejercicio se muestran en la Gráfica 1, en donde además se contrastan las trayectorias estimadas con las observadas para cada componente del agregado. Esto último permite verificar que el modelo representa adecuadamente la dinámica observada.

Por último, con base en las ecuaciones (i) y (ii), se estimaron las contribuciones de cada uno de los determinantes de la demanda de dinero en sentido amplio al crecimiento de los componentes de M2 (Gráfica 2).

De estos ejercicios destacan los siguientes resultados:

- ✓ El crecimiento del PIB registrado entre el primer trimestre de 2016 hasta 2018 tuvo un efecto positivo sobre la evolución tanto de M1 como de M2-M1 (Gráficas 1 y 2).
- ✓ El incremento en las tasas de interés de corto plazo tuvo un efecto negativo sobre M1 (Gráfica 1a y 2a). Intuitivamente, ello obedece a que, al aumentar el rendimiento de los instrumentos a plazo, aumenta el costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo o en instrumentos de nulo rendimiento, por lo cual cae su demanda. En contraste, el incremento en el rendimiento de los activos a plazos, inducido por el aumento en las tasas de referencia, tuvo un efecto positivo sobre la tenencia de instrumentos en M2-M1 por parte del sector privado (Gráfica 1b y 2b).

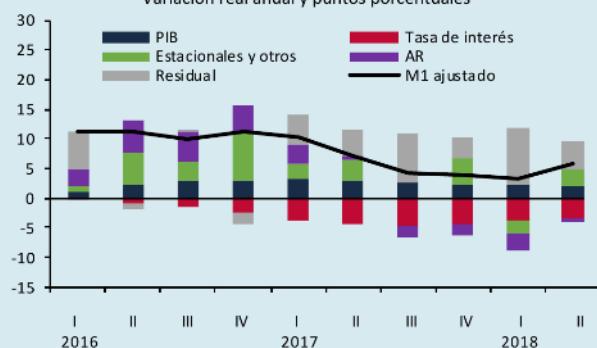
Los resultados presentados son congruentes con la evolución reciente de estos agregados. En efecto, la postura monetaria que se ha venido adoptando desde finales de 2015 ha inducido una reasignación intertemporal del gasto y un incremento del ahorro financiero del sector privado. Ello, como se muestra en la siguiente sección de este recuadro, se ha reflejado primordialmente en la demanda de dinero en sentido amplio por parte de los hogares de la economía.

Gráfica 2

Agregados Monetarios y Contribución de sus Determinantes a su Crecimiento

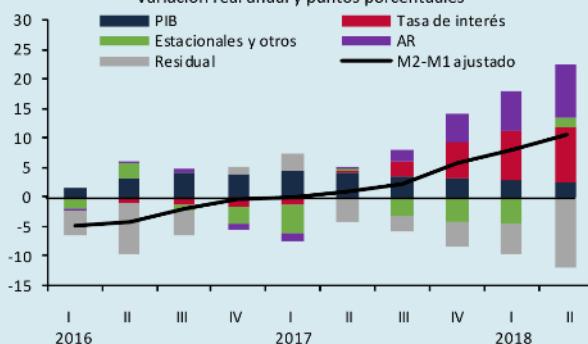
a) Agregado Monetario M1

Variación real anual y puntos porcentuales



b) Instrumentos Monetarios a Plazo (M2-M1)

Variación real anual y puntos porcentuales



Fuente: Banco de México.

Nota: AR se refiere al componente autorregresivo del modelo. *Estacionales y otros* se refiere al vector de variables Z.

3. Agregados Monetarios por Tenedor

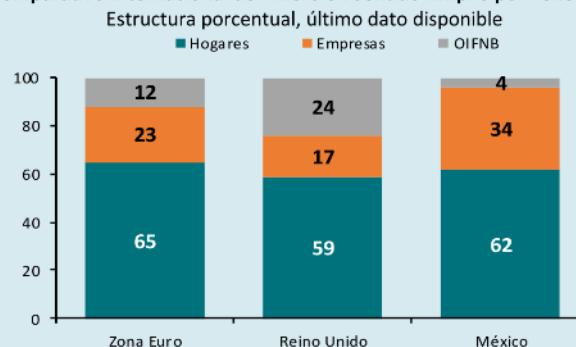
Si bien los determinantes de la demanda de dinero presentados en la sección anterior son comunes para todo el sector privado, la relevancia de cada uno de ellos puede ser distinta para los hogares y las empresas, debido a diferencias en sus preferencias por mantener distintos activos monetarios. Así, para profundizar en el entendimiento sobre la dinámica reciente de M2 y sus componentes, en esta sección se presentan estimaciones sobre la tenencia de estos agregados por parte de los sectores tenedores de dinero en México, a saber, los hogares, las empresas privadas no financieras y otros intermediarios financieros no bancarios (OIFNB). En particular, se calcularon series de tiempo con frecuencia mensual para el periodo de diciembre de 2000 a septiembre de 2018, las cuales se denominaron M2 Hogares, M2 Empresas y M2 OIFNB. Asimismo, se estimaron series correspondientes para M1 y M2-M1 para cada uno de estos tenedores.⁷

Los resultados muestran que los hogares son los principales tenedores de activos dentro de M2. Este hallazgo es similar a lo que se observa en la estadística de otros países, como en Inglaterra o en la Zona Euro, que encuentran que los hogares tienen en su poder alrededor de dos tercios del dinero en sentido amplio (Gráfica 3). Con datos a septiembre de 2018, la proporción de M2 que está en poder de los hogares fue de 62%, mientras que un 34% se encontraba en poder de las empresas privadas no financieras en México. Por último, los otros intermediarios financieros no bancarios estaban en poder del 4% de estos instrumentos.

⁷ Entre los distintos componentes de M2, los instrumentos emitidos por la banca son los únicos para los que está disponible directamente la sectorización de contrapartes requerida para elaborar esta estadística, la cual se obtiene a partir de sus reportes regulatorios. La sectorización en la tenencia del resto de instrumentos

se estima a partir de otras fuentes con distintas limitaciones y, en el caso de los billetes y monedas, al igual que hacen otros países, se aplica una proporción fija a la distribución de este instrumento. En la medida en que se cuente con mejores fuentes de información, la estimación se volverá más precisa.

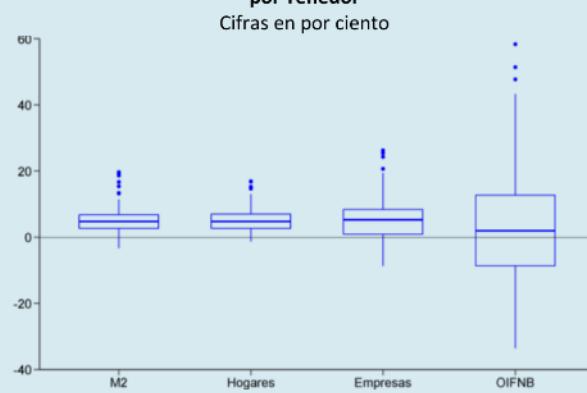
Gráfica 3
Comparativo Internacional de Dinero en Sentido Amplio por Tenedor



Nota: Los datos para la Zona Euro y para el Reino Unido corresponden al cuarto trimestre de 2017. Los datos para México corresponden al tercer trimestre de 2018.
Fuente: Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra y Banco de México.

Por otro lado, es relevante notar que M2 Hogares exhibe una volatilidad menor a M2 Empresas y a M2 OIFNB. El diagrama de caja y brazos que se presenta en la Gráfica 4 ilustra este punto. En particular, la desviación estándar de la variación real anual de M2 Hogares en el periodo estudiado es aproximadamente la mitad que la de M2 Empresas (3.29 y 5.79, respectivamente), en tanto que la desviación estándar para M2 OIFNB es mayor (16.59). De nuevo, estos resultados están en línea con aquellos obtenidos por otros países y señalan la heterogeneidad en la demanda de dinero de estos distintos sectores.⁸

Gráfica 4
Diagrama de Caja y Brazos de las Variaciones Reales Anuales del M2 por Tenedor



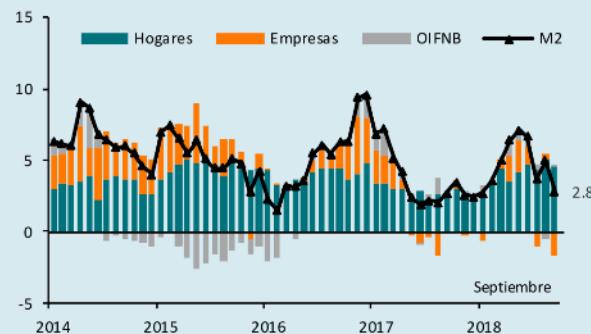
Fuente: Banco de México.

Respecto a la dinámica en el tiempo de M2, destaca que su tenencia suele estar explicada en mayor medida por la tenencia de instrumentos monetarios de los hogares, debido a su alto peso relativo (Gráfica 5a). No obstante, la evolución de M2 Empresas contribuye de manera importante a explicar la volatilidad de corto plazo del agregado. Por ejemplo, se puede concluir que el menor ritmo de crecimiento de M2 observado

en 2015 se explica en buena medida por una menor contribución al crecimiento de M2 OIFNB y de M2 Empresas.

En efecto, en lo que toca a la evolución reciente de M2, se estima que la desaceleración en el ritmo de crecimiento de dicho agregado en el último trimestre ha reflejado principalmente una menor tenencia de instrumentos monetarios por parte de las empresas privadas no financieras, toda vez que la tenencia de hogares ha venido creciendo con dinamismo (Gráfica 5b). En particular, al mes de septiembre M2 Hogares registró una variación real anual de 7.8%, cifra superior al promedio observado en los últimos cinco años (6.5%). En contraste, M2 Empresas registró un crecimiento de -4.8%, cifra inferior al promedio observado en el mismo periodo (3.9%).

Gráfica 5
Agregado Monetario M2 por Tenedor
a) Variación real anual en por ciento y contribuciones al crecimiento



b) Variación real anual en por ciento

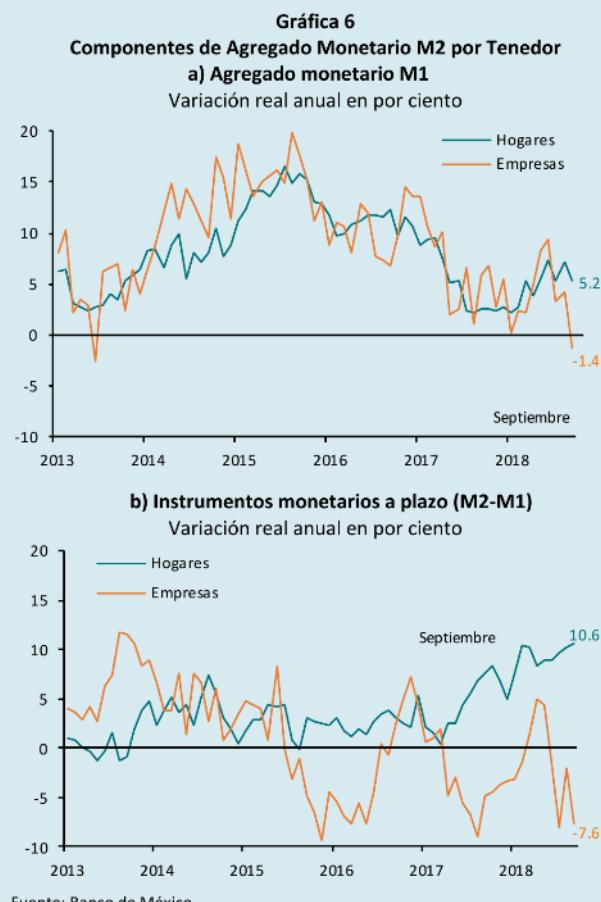


Fuente: Banco de México.

Al respecto, la descomposición de M2 por tenedor muestra que la dinámica descrita obedece principalmente a que los instrumentos monetarios a plazo (incluidos en M2-M1) han exhibido un comportamiento heterogéneo en meses recientes: por un lado, M2-M1 Hogares ha incrementado su ritmo de crecimiento desde 2017, alcanzando su nivel más alto en años recientes, respondiendo a los incentivos de un mayor rendimiento relativo de estos instrumentos. En contraste, M2-M1 Empresas ha exhibido una alta volatilidad durante el

⁸ Ver, por ejemplo, ECB Monthly Bulletin (2006): "Sectoral money holding: determinants and recent developments", August 2006.

periodo (Gráfica 6b). Por su parte, la tenencia de los instrumentos más líquidos (incluidos en M1) por parte tanto de hogares como empresas ha exhibido una desaceleración desde finales de 2015, coincidiendo con el incremento en el costo de oportunidad de mantener efectivo y depósitos de exigibilidad inmediata inducido por el ciclo de alzas en las tasas de interés domésticas. Dicha desaceleración se vio temporalmente interrumpida en la primera mitad de 2018, obedeciendo en parte a los efectos cíclicos asociados al periodo electoral (Gráfica 6a).



2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura en el tercer trimestre de 2018 se apretaron ligeramente con respecto al trimestre anterior, si bien se mantienen en niveles menos estrechos que los observados a principios del año (Gráficas 42 y 43). En particular, luego de que en el segundo trimestre de 2018 las estimaciones de la brecha del producto total y de la que excluye el sector petrolero presentaran niveles

4. Consideraciones Finales

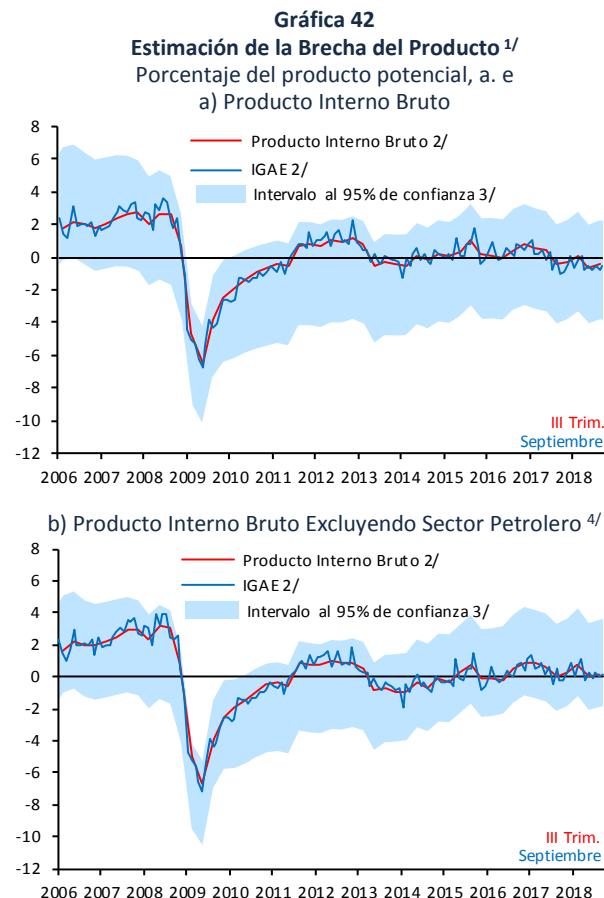
Los modelos de demanda de dinero en sentido amplio son una herramienta que enriquece el análisis monetario realizado por el Banco de México. En este recuadro se utilizó esta herramienta para estimar el efecto de cambios en los rendimientos relativos de los activos financieros internos sobre la demanda de dinero del sector privado. Así, se encontró que las alzas en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día que se han venido implementando desde finales de 2015, además de contribuir al anclaje de las expectativas de inflación en un horizonte temporal de mediano y largo plazo, han inducido a un incremento en la tenencia de instrumentos monetarios a plazo por parte del sector privado y ha desalentado la tenencia de instrumentos de nulo o bajo rendimiento. Ello se ha visto reflejado sobre todo en un incremento en el ahorro financiero de los hogares, como muestra la estimación del agregado monetario M2 por tenedor. Con ello, la postura monetaria, al incentivar el ahorro financiero interno, ha contribuido a mitigar los efectos de la mayor restricción de financiamiento externo que ha venido enfrentando la economía mexicana.

5. Referencias

- European Central Bank (2006), "Sectoral money holding: determinants and recent developments", Monthly Bulletin, August, Frankfurt am Main.
- Knell, M., Stix, H. (2005), "The income elasticity of money demand: a meta-analysis of empirical results", Journal of Economic Surveys, 19(3), pp. 513-533.
- Papademos, L., Stark, J. (Eds.). (2010), "Enhancing monetary analysis", Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Ramos-Francia, M., Noriega, A.E. y Rodríguez Pérez, C.A. (2015), "Uso de agregados monetarios como indicadores de la evolución futura de los precios al consumidor: Crecimiento monetario y meta de inflación", Banco de México, Documento de Investigación 2015-14.

más reducidos, de manera congruente con la contracción de la actividad económica que se reportó en ese periodo, en el tercero mostraron cierto apretamiento ante la expansión del producto en el trimestre de referencia. Por su parte, con información al mes de agosto, por agrupación de indicadores de holgura, el relacionado con el mercado laboral se ubicó en niveles similares a los de meses previos, al tiempo que el del consumo presentó cierto apretamiento, mientras que el asociado con las condiciones de demanda en el

mercado de fondos prestables mostró un relajamiento (Gráfica 44).⁸



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

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

2/ Cifras del PIB al tercer trimestre de 2018; cifras del IGAE a septiembre de 2018.

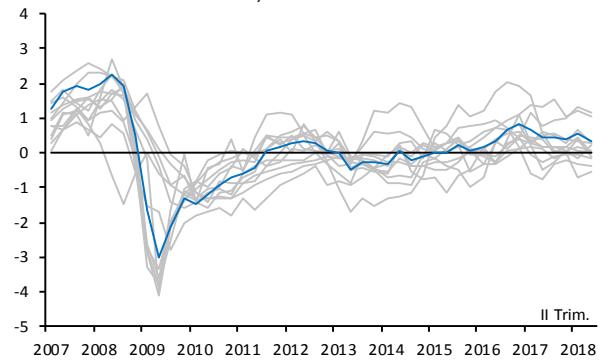
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

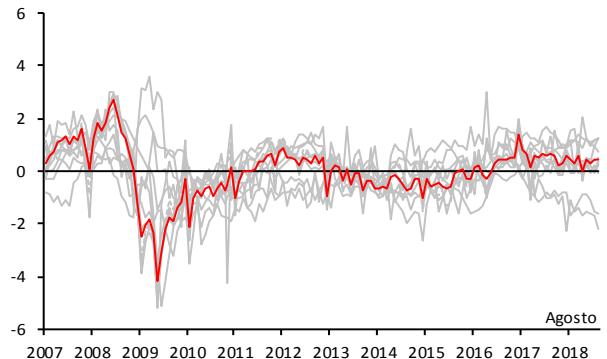
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México.

Gráfica 43
Primer Componente Principal por Frecuencia de Indicadores^{1/}

En por ciento
a) Trimestrales



b) Mensuales

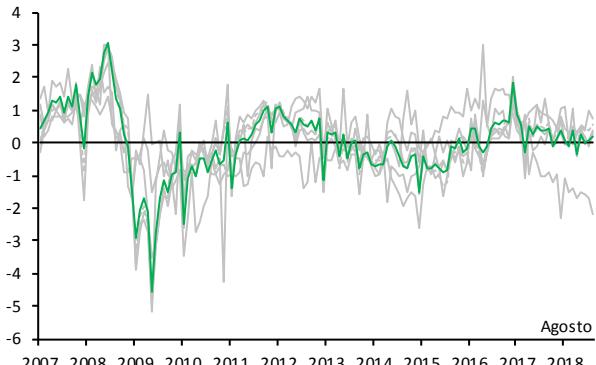


1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; véase Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. El primer componente representa 50 y 57% de la variación conjunta de los indicadores mensuales y trimestrales, respectivamente. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.

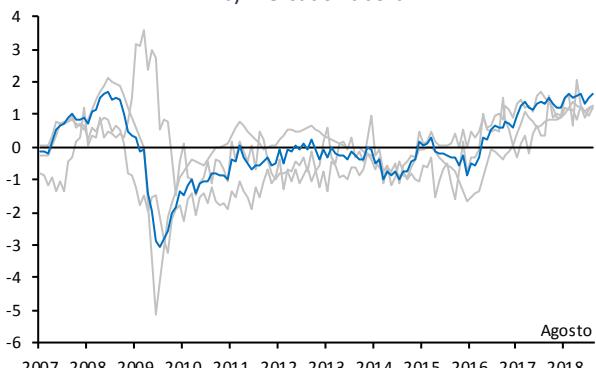
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México.

⁸ Véase Banco de México (2017). "Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias", en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017, pp. 47-49.

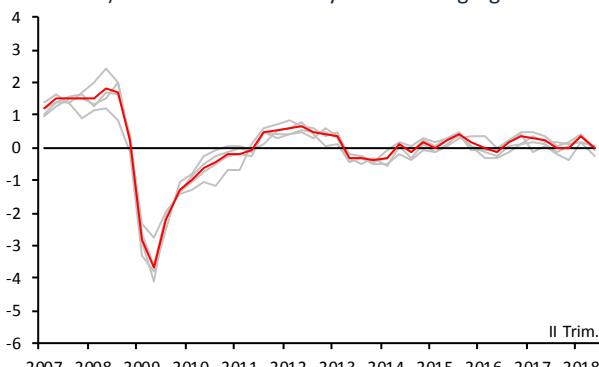
Gráfica 44
Primer Componente Principal por Grupo de Indicadores^{1/}
 En por ciento
 a) Consumo



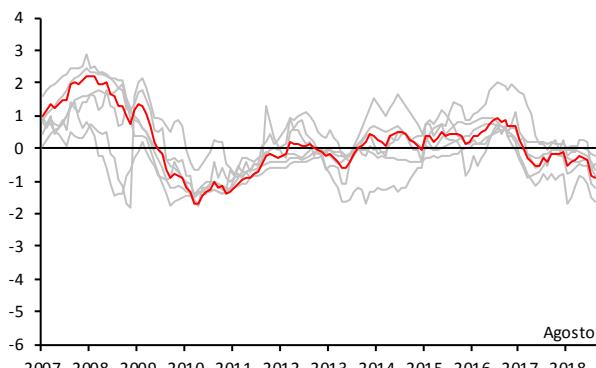
b) Mercado Laboral



c) Actividad Económica y Demanda Agregada



d) Condiciones de Demanda en el Mercado de Fondos Prestables



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; véase Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017. Los índices de holgura relacionados con el consumo, mercado laboral, actividad económica y condiciones financieras se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 3, 4 y 6 indicadores, respectivamente. El primer componente principal representa 62, 50, 96 y 57% de la variación conjunta de los indicadores de consumo, mercado laboral, actividad económica y condiciones financieras, en el mismo orden. Los índices se basan en indicadores mensuales, con excepción del de actividad económica y demanda agregada, el cual utiliza indicadores trimestrales. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.

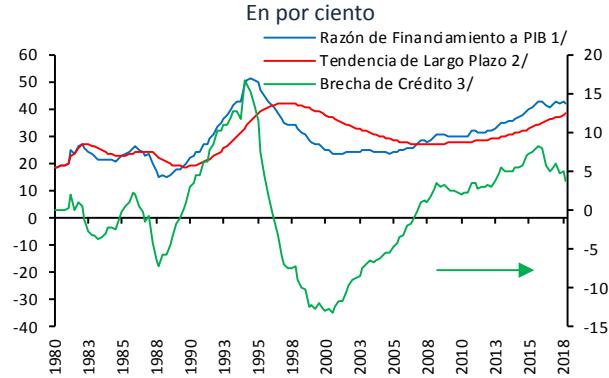
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y del Banco de México.

2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

En el entorno económico descrito, el financiamiento total al sector privado no financiero como proporción del PIB mantuvo la tendencia ligeramente a la baja durante el tercer trimestre del año, aunque todavía se encuentra en niveles ligeramente superiores a su tendencia de largo plazo (Gráfica 45). Cabe señalar que, si bien esta desviación se ha utilizado para identificar la existencia de períodos en los que el rápido crecimiento del crédito pudiera indicar una vulnerabilidad en el sistema financiero, este indicador podría tener algunas limitaciones. Por ello, también es importante considerar otros elementos, tales como la calidad de la cartera, los estándares de originación y otras condiciones de oferta y demanda del crédito.

Gráfica 45
Razón de Financiamiento al Sector Privado no Financiero a PIB y Tendencia de Largo Plazo



1/ El dato a septiembre de 2018 es preliminar.

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

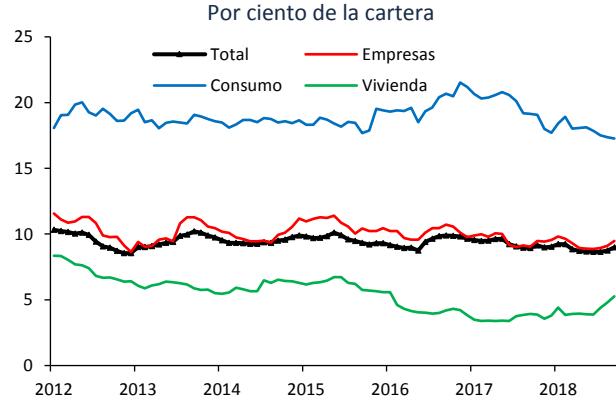
3/ La Brecha de Crédito se calcula como la diferencia de la Razón de Financiamiento a PIB de su tendencia de largo plazo. Este indicador es el estándar de referencia internacional establecido por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (CSBB) para identificar un crecimiento del crédito que podría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

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

2.2.5.2. Riesgo de Crédito de la Banca

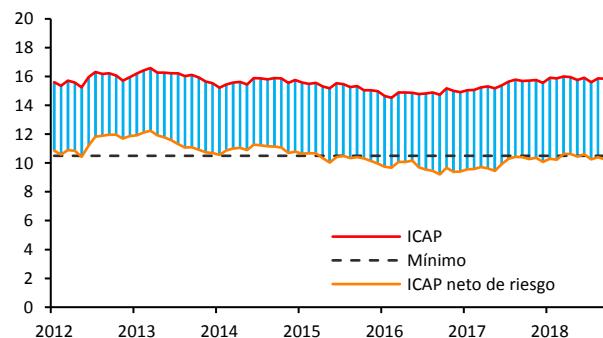
El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR), se mantuvo estable durante el trimestre como proporción del portafolio de crédito (Gráfica 46). El índice de capitalización neta de riesgo⁹ ha presentado un incremento durante los últimos meses y se ubica en niveles cercanos al mínimo regulatorio, situación que refleja la capacidad de la banca para absorber posibles pérdidas (Gráfica 47).

Gráfica 46
Valor en Riesgo Condicional anual al 99.9% por Tipo de Crédito



Fuente: Banco de México.

Gráfica 47
Índice de Capitalización Neta de Riesgo^{1/}



1/ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo. Este indicador supone que el portafolio de crédito sufre pérdidas por un monto equivalente al CVaR, y las cuales son asumidas directamente por la banca reflejando la pérdida en el capital sin afectar sus reservas y dicha cartera se pondera al 100% para efectos de la determinación del requerimiento de capital.

Fuente: Banco de México.

⁹ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo. Este indicador supone que el portafolio de crédito sufre pérdidas por un monto equivalente al CVaR, y las cuales son asumidas directamente por la banca reflejando la pérdida en el capital sin afectar sus reservas y dicha cartera se

pondera al 100% para efectos de la determinación del requerimiento de capital.

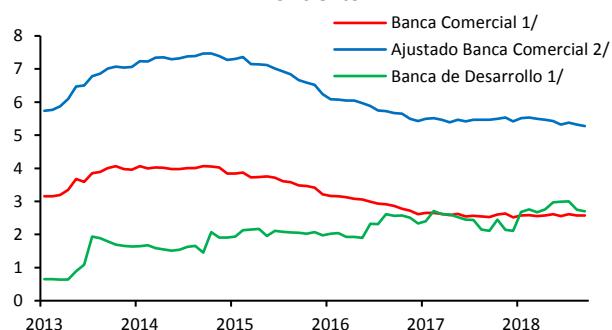
La morosidad ajustada de la cartera de empresas presentó un aumento de 0.2 pb, al pasar de 2.347 a 2.349%. En contraste, el crédito a la vivienda presentó un decremento en su morosidad ajustada de 8.8 pb al pasar de 3.52 a 3.43%, al igual que la cartera de consumo, la cual registró una disminución de 11.8 pb, al bajar de 13.35 a 13.24%, principalmente en los rubros de tarjetas y créditos personales (Gráfica 48).

Gráfica 48

Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero

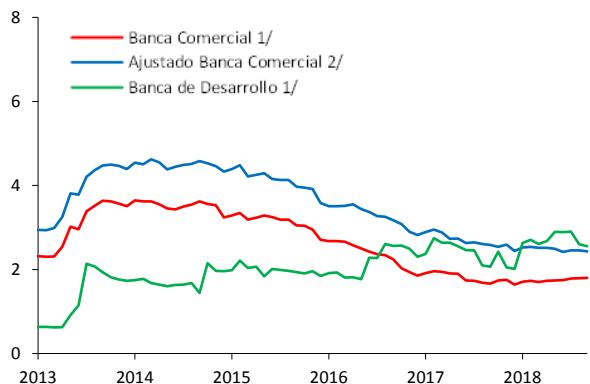
a) Total

Por ciento



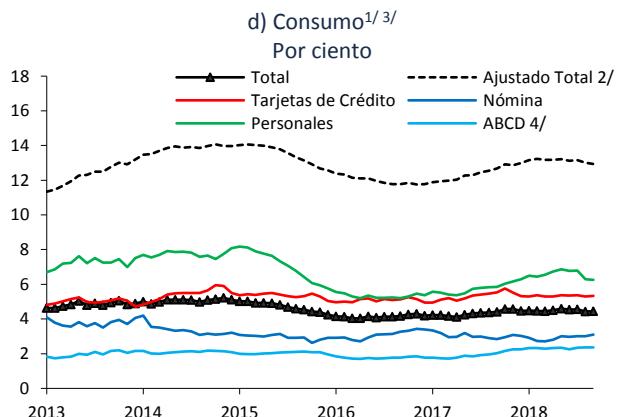
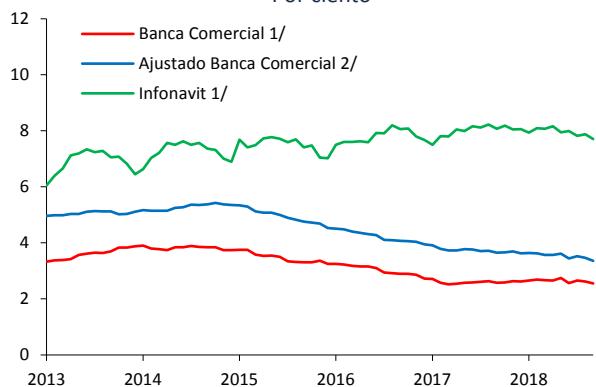
b) Empresas

Por ciento



c) Vivienda

Por ciento



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

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

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

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

Fuente: Banco de México.

2.2.5.3. Riesgo de Mercado

La apreciación que la moneda nacional registró a finales de junio se mantuvo durante la mayor parte del tercer trimestre debido, en parte, a un proceso electoral ordenado. Sin embargo, desde mediados de agosto y durante las primeras semanas de septiembre la volatilidad en el mercado cambiario mexicano se incrementó debido a la incertidumbre de los inversionistas asociada a factores externos como la expectativa del alza de tasas en los Estados Unidos y la situación prevaleciente en algunos países emergentes. Si bien durante la segunda mitad de septiembre y principios de octubre la moneda nacional registró nuevamente una apreciación apoyada en la consecución de un nuevo acuerdo comercial entre México, Estados Unidos y Canadá, a partir de la segunda quincena de octubre la incertidumbre asociada a los factores externos ya mencionados, así como la proveniente de factores internos, como los planes de inversión de Pemex y un replanteamiento de grandes proyectos de infraestructura, entre otros factores, ha generado una depreciación, así como un aumento en la volatilidad de la moneda nacional. Dichos factores también incidieron en las tasas de interés nacionales que registraron incrementos generalizados, especialmente aquellas de mediano y largo plazos.

Ante este entorno, el riesgo de mercado de la banca, que depende en gran medida de los niveles de

volatilidad de las variables de mercado, ha presentado una mayor variabilidad durante el año, al utilizar al Valor en riesgo condicional (CVaR) como indicador de riesgo. En particular, el CVaR aumentó de un nivel de 4.49% del capital neto en junio, a uno de 4.59% en septiembre (Gráfica 49).

Gráfica 49
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
Por ciento del capital neto

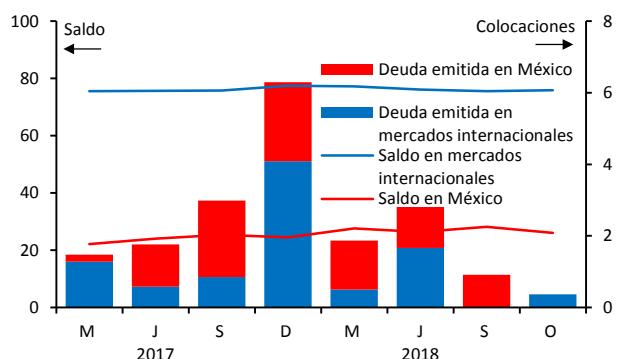


Fuente: Banco de México.

2.2.5.4. Empresas Privadas no Financieras Listadas en la Bolsa Mexicana de Valores y Otras Emisoras

En cuanto a la colocación de deuda en mercados internacionales por parte de las empresas privadas no financieras, destaca que durante el tercer trimestre del año no tuvo lugar colocación alguna (Gráfica 50). A pesar de lo anterior, a finales de octubre una empresa manufacturera no listada, con alta calificación crediticia, colocó un bono con el objeto de refinanciar otro con vencimiento en 2019. Así, el saldo neto en circulación de deuda en el exterior para estas empresas se ha mantenido prácticamente sin cambios.

Gráfica 50
Colocaciones Brutas Trimestrales de Deuda de Largo Plazo de las Empresas Privadas no Financieras
Miles de millones de dólares



Fuente: Indevel y Bloomberg.

Lo anterior puede obedecer a que las condiciones al financiamiento proveniente del exterior se han tornado más restrictivas, como se ha venido observando desde 2015. Cabe destacar que la mayor parte del financiamiento que han recibido del exterior las empresas privadas no financieras del país ha sido captado por las empresas listadas, las cuales gozan de fuentes de financiamiento más diversificadas con respecto al resto.

Recientemente, factores tanto internos como externos que implican un aumento de la incertidumbre que se percibe en los mercados financieros, han resultado en un menor apetito por riesgo de los inversionistas internacionales. Este menor apetito por riesgo ya se refleja en mayores costos de financiamiento para las empresas mexicanas en fechas recientes, aunque estos sigan siendo menores en comparación con los observados en otros países emergentes (Gráfica 51).

Gráfica 51

Rendimientos de la Deuda de Empresas Mexicanas y de Países Emergentes Emitida en Mercados Internacionales y la Deuda de Empresas Estadounidenses de Alto Rendimiento

Por ciento



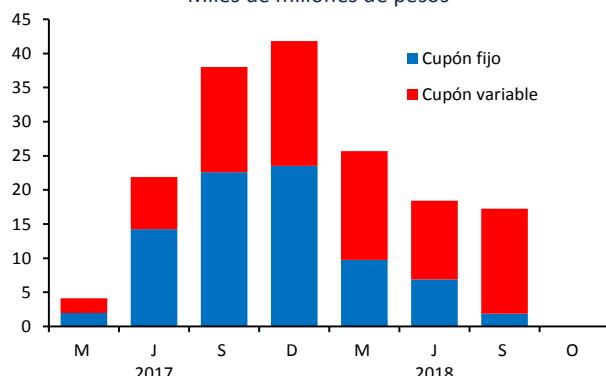
Fuente: Bloomberg e ICE-BofAML.

Por otro lado, las empresas listadas han aumentado sus colocaciones de largo plazo en el mercado local, y lo han hecho a tasa variable en una proporción creciente respecto de lo observado en el mismo período de 2017 (Gráfica 52). De manera similar, el porcentaje de crédito a tasa variable que recibieron las empresas de mayor tamaño por parte de la banca múltiple ha aumentado de 79.21% en junio de 2018 a 79.80% en septiembre de este año.¹⁰

Gráfica 52

Colocaciones Brutas Trimestrales de Deuda de Largo Plazo Emitida en México de las Empresas Privadas No Financieras

Miles de millones de pesos



Fuente: Indeval y Bloomberg.

El incremento en la incertidumbre en los mercados financieros ha provocado que algunas empresas que tenían prevista la colocación de capital en los mercados locales a través de Ofertas Públicas Iniciales (OPI) cancelaran o postergaran sus planes.

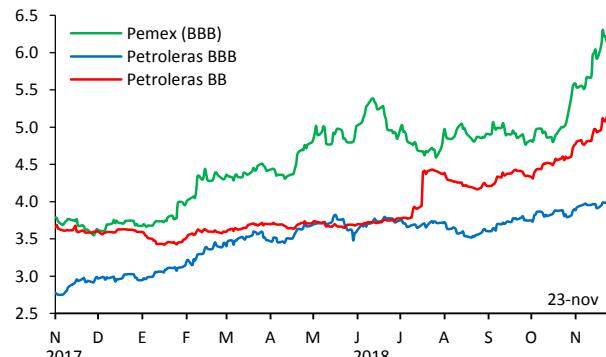
¹⁰ Se consideran empresas grandes aquellas cuyo monto de la línea autorizada de crédito es mayor a 10 mdp.

Al igual que las empresas no financieras, Petróleos Mexicanos (Pemex) ha enfrentado mayores costos de financiamiento en otras divisas en los últimos meses. Dichos costos han alcanzado niveles mayores a los que pagan empresas con un nivel de calidad crediticia inferior (Gráfica 53).

Gráfica 53

Rendimiento de la Deuda Emitida por Pemex en Mercados Internacionales y de la Deuda de Empresas Petroleras con Calificación BB Y BBB^{1/}

Por ciento



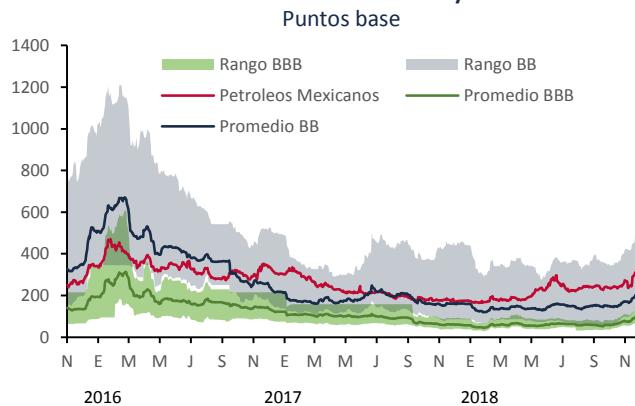
1/ La calificación crediticia en escala global de Pemex otorgada por S&P, Moody's y Fitch es BBB+, BBB- y BBB-, mientras que la calificación individual de la empresa (sin soporte) otorgada por esas mismas agencias calificadoras es BB-, B- y B-, respectivamente. Los promedios por calificación consideran siete empresas petroleras en la categoría BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y seis en la categoría BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras).

Fuente: Bloomberg.

Además de los factores externos que se han traducido en un menor apetito por riesgo en los mercados globales, también factores internos han afectado la percepción de riesgo de la empresa en las últimas semanas. En particular, a partir de la revisión a negativa de la perspectiva de la calificación crediticia en escala global por parte de la agencia calificadora Fitch el 19 de octubre ha incrementado el costo de cobertura de incumplimiento crediticio (CDS, por sus siglas en inglés) a niveles incluso superiores al de otras empresas petroleras con niveles de calificación similares o inferiores (Gráfica 54).

Gráfica 54

Costo de Cobertura de Incumplimiento Crediticio medido por el CDS a 5 Años de la Deuda Emitida por Pemex y de Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB^{1/}



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

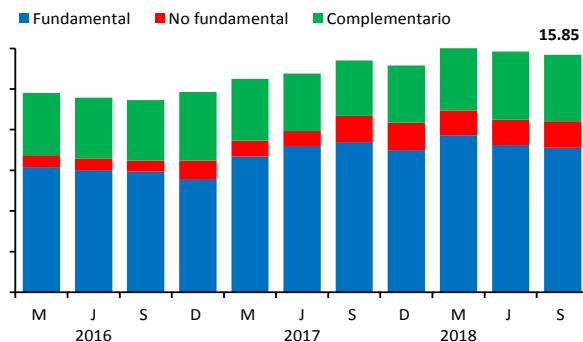
Fuente: Indeval y Bloomberg.

2.2.5.5. Instituciones de Banca Múltiple

La banca múltiple se mantiene en una situación de solidez para enfrentar riesgos. El índice de capitalización (ICAP)¹¹ continúa en niveles elevados con respecto a meses previos (15.85% a septiembre), y prácticamente sin cambios respecto al observado al cierre del segundo trimestre de este año (15.92%). Además, la banca muestra una composición robusta del capital regulatorio en términos de absorción de pérdidas, ya que la mayor parte de este se constituye con capital fundamental (85.6% a septiembre) (Gráfica 55).

Gráfica 55

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



Fuente: Banco de México.

Cabe recordar que recientemente se publicó el Reporte sobre el Sistema Financiero 2018.¹² Dicho reporte contiene un análisis de escenarios de estrés para el sistema financiero que considera eventos extremos asociados a los riesgos que enfrenta el sistema. En particular, se analizaron tres escenarios: en primer lugar, un escenario de mayores barreras comerciales, que sería consistente con un resultado desfavorable de las negociaciones del acuerdo comercial entre México, Estados Unidos y Canadá; en segundo lugar un escenario de volatilidad y salidas de capital, que podría ser definido por una baja de la calificación soberana en el cual México pierda el grado de inversión; y finalmente se consideró un escenario de desaceleración económica que afectaría el crecimiento del financiamiento y elevaría la morosidad de la cartera de crédito. Los resultados de dicho análisis señalan que el sistema bancario se encuentra en condiciones de solidez para enfrentar eventos adversos, incluso si estos fueran extremos.

No obstante lo anterior, los escenarios adversos pueden complicarse o recrudecerse por la interacción y retroalimentación entre las diferentes vulnerabilidades. Por lo tanto, en caso de afrontar las primeras señales de deterioro se deben adoptar medidas que eviten su propagación y a su vez, reforzar los elementos fundamentales para la estabilidad y la confianza.

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

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

¹² Ver [Reporte Sobre el Sistema Financiero 2018](#).

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2018

La inflación general anual aumentó de 4.57 a 4.91% entre el segundo y el tercer trimestre de 2018. Esta evolución reflejó tanto el aumento que presentó el componente no subyacente en el tercer trimestre, el cual se ha mantenido en niveles elevados por un periodo prolongado, como una resistencia de la inflación subyacente a continuar disminuyendo. En el caso de la inflación no subyacente, esta aumentó de 7.28 a 8.78% entre el segundo y el tercer trimestre. Este comportamiento se debió a las mayores tasas de crecimiento de los precios de los energéticos, en particular, de las gasolinas y del gas L.P., los cuales se han visto afectados por la evolución de sus referencias internacionales expresadas en pesos. En el caso de las gasolinas, sus precios también han sido influenciados por la disminución en los estímulos fiscales que se les aplican.

En cuanto a la inflación subyacente, a pesar del entorno de relativa estabilidad del tipo de cambio en la mayor parte del periodo que se reporta y de condiciones cíclicas menos estrechas respecto a las observadas al inicio del año, en el trimestre de referencia esta disminuyó marginalmente, en parte, por los efectos indirectos que los incrementos en los precios de los combustibles han tenido sobre los costos de producción de algunos de sus componentes. Asimismo, las variaciones anuales de precios de algunos elementos del índice subyacente

exhibieron una trayectoria creciente, como fue el caso del rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda. En este contexto, diversos factores, en adición a los efectos indirectos señalados, también contribuyeron a la persistencia de la inflación subyacente en niveles elevados. De esta forma, este indicador dejó de disminuir y se mantuvo prácticamente constante en los meses recientes en niveles superiores a la meta. En particular, la inflación subyacente anual registró niveles promedio de 3.67 y 3.64% en los trimestres de referencia.

No obstante, en octubre, y en la primera quincena de noviembre, la inflación general anual exhibió disminuciones, ubicándose en esta última fecha en un nivel de 4.56%. Este resultado se explica, principalmente, por el descenso que presentó la inflación no subyacente anual, la cual registró 7.46% en la primera quincena de noviembre. La disminución de la inflación no subyacente anual fue producto, principalmente, de reducciones en los precios de algunos energéticos como el gas L.P., así como de menores incrementos en los precios de las gasolinas y en las tarifas de electricidad en relación al mismo periodo de 2017. Por su parte, la inflación subyacente anual se mantuvo en niveles muy similares a los registrados en los dos trimestres previos, ubicándose en 3.63% en la primera quincena de noviembre (Cuadro 2 y Gráfica 56).

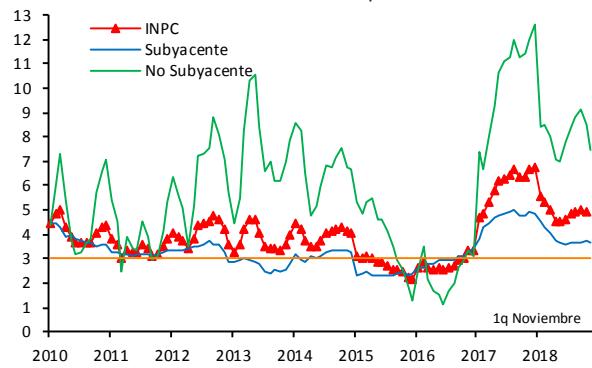
Cuadro 2
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

	2017			2018		
	III	IV	I	II	III	1q Noviembre
INPC	6.48	6.59	5.31	4.57	4.91	4.56
Subyacente	4.91	4.85	4.29	3.67	3.64	3.63
Mercancías	6.37	6.11	5.20	4.10	3.95	3.87
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.29	6.80	5.93	4.71	4.62	4.84
Mercancías No Alimenticias	5.60	5.53	4.58	3.59	3.38	3.04
Servicios	3.68	3.77	3.50	3.30	3.35	3.39
Vivienda	2.61	2.66	2.57	2.58	2.60	2.61
Educación (Coleggiaturas)	4.56	4.74	4.79	4.82	4.83	4.69
Otros Servicios	4.53	4.63	4.07	3.58	3.84	4.02
No Subyacente	11.51	12.00	8.32	7.28	8.78	7.46
Agropecuarios	12.07	8.99	9.39	3.40	1.37	2.93
Frutas y Verduras	21.80	15.59	14.93	0.57	-0.56	2.29
Pecuarios	6.50	5.06	6.25	5.10	2.40	2.92
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	11.14	13.92	7.70	9.71	13.68	10.58
Energéticos	13.68	17.03	8.00	12.18	18.60	13.69
Tarifas Autorizadas por Gobierno	6.82	8.20	7.08	5.12	4.60	3.38
Indicador de Media Truncada^{1/}						
INPC	4.61	4.68	4.22	3.87	4.16	4.15
Subyacente	4.52	4.50	4.01	3.55	3.57	3.67

1/ Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 56
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

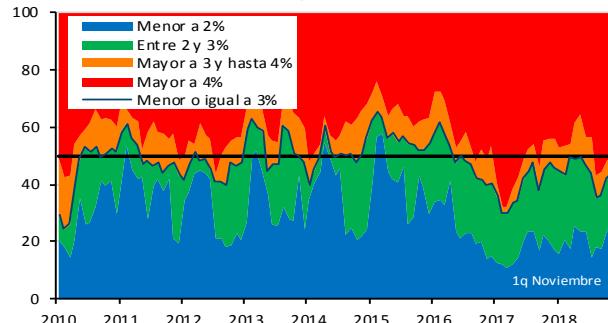
Con el fin de analizar tanto la tendencia de la inflación general y subyacente, como su comportamiento en el margen, a continuación se presentan algunos indicadores que ofrecen información al respecto.

Primero, se presenta la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), tanto general, como subyacente, que tiene variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de ciertos intervalos. Para ello, los genéricos que componen dichas canastas se agrupan en cuatro categorías

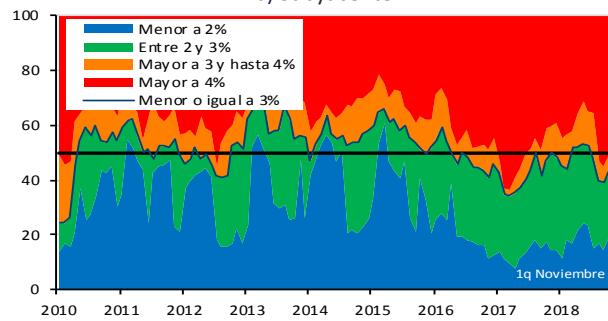
diferentes: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. Adicionalmente, se muestra el porcentaje de canastas en dos categorías más: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3%, y la que presenta variaciones mensuales en sus precios mayores a 3% (Gráfica 57).

En este análisis se observa que el porcentaje tanto de la canasta del índice general, como del subyacente, con incrementos de precios menores a 3% presentó una disminución en el tercer trimestre (área azul y verde, Gráfica 57). En particular, la proporción de la canasta del índice general con variaciones mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul), fue de 49% en el segundo trimestre y de 38% en el tercero, ubicándose en 44% en la primera quincena de noviembre. En el caso de la canasta del índice subyacente, las proporciones fueron 53 y 42% en los trimestres referidos, registrando 45% en la primera quincena de noviembre.

Gráfica 57
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e.^{1/}
Cifras en por ciento
a) INPC



b) Subyacente



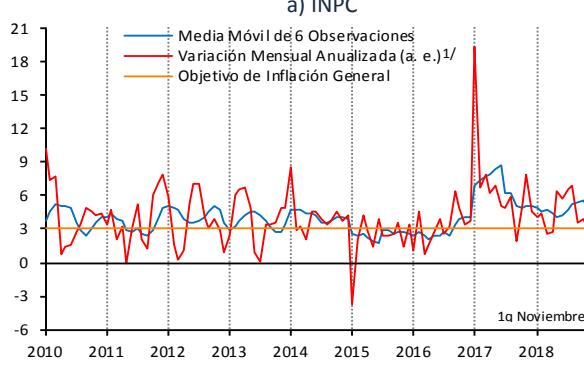
a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

1/ Media móvil de 3 meses.

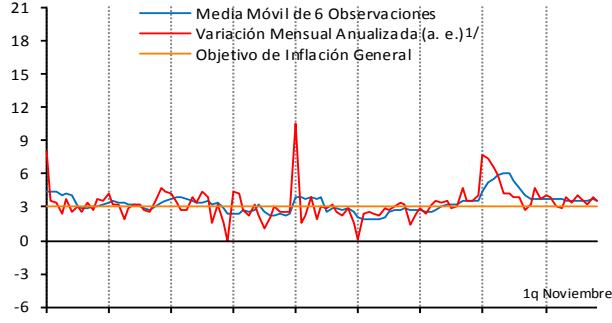
Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, en cuanto a la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas, destaca que las correspondientes a la inflación general aumentaron en el tercer trimestre, como reflejo de los incrementos que se han presentado en los precios de los energéticos, si bien estas variaciones exhibieron un descenso en el margen. Asimismo, se puede observar que la media móvil de seis observaciones de las variaciones mensuales del índice general comienza a exhibir una incipiente tendencia a la baja. En cuanto al índice subyacente, tanto sus variaciones mensuales, como su medida de tendencia (media móvil de seis observaciones), se han mantenido en niveles por encima del 3%. Dentro del componente subyacente, el subíndice de precios de las mercancías tuvo un incremento en sus variaciones mensuales durante el trimestre de referencia, si bien los más recientes registros de dichas variaciones mensuales han disminuido. Por su parte, el subíndice de precios de los servicios exhibe variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas cercanas a 3.5% (Gráfica 58).

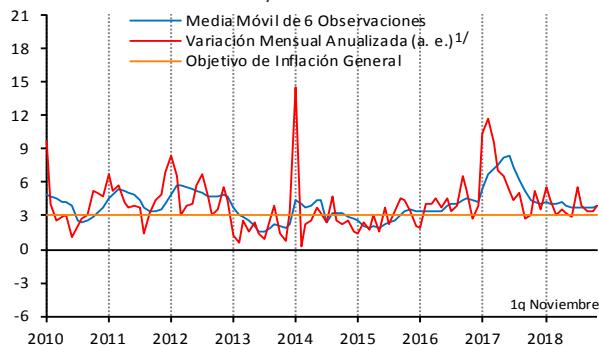
Gráfica 58
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
Cifras en por ciento
a) INPC



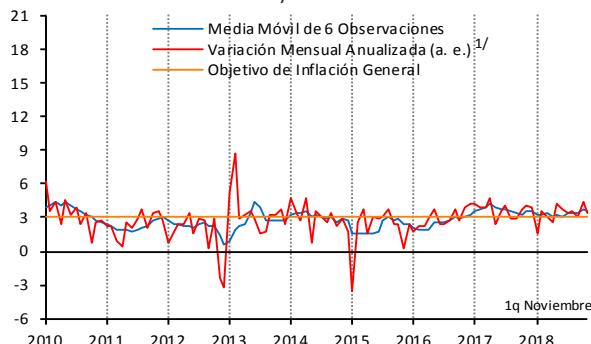
b) Subyacente



c) Mercancías



d) Servicios



a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

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

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

En lo que respecta al Indicador de Media Truncada para la inflación general anual, este sigue manteniéndose por debajo de su nivel observado. Lo anterior es indicativo de que el nivel que actualmente presenta la inflación general es producto de variaciones de precios especialmente elevadas en algunos bienes y servicios, de tal forma que si se excluyeran esas variaciones extremas de precios, el nivel de inflación sería menor al observado. Así, entre el segundo y el tercer trimestre de 2018, el Indicador de Media Truncada para la inflación general anual fue 3.87 y 4.16%, mientras que en la primera quincena de noviembre registró 4.15%. Estas cifras se comparan con la inflación anual observada en esos períodos, la cual registró niveles de 4.57, 4.91 y 4.56%, respectivamente. Por su parte, la diferencia entre el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente anual y el dato observado ha venido reduciéndose, lo cual revela que las variaciones extremas de precios en este componente han tenido una menor incidencia. En particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente anual se ubicó en 3.55% en el segundo trimestre y en 3.57% en el tercero, registrando 3.67% en la primera quincena de noviembre (Gráfica 59 y Cuadro 2).

Gráfica 59
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada^{1/}



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

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

3.1.1. La Inflación Subyacente

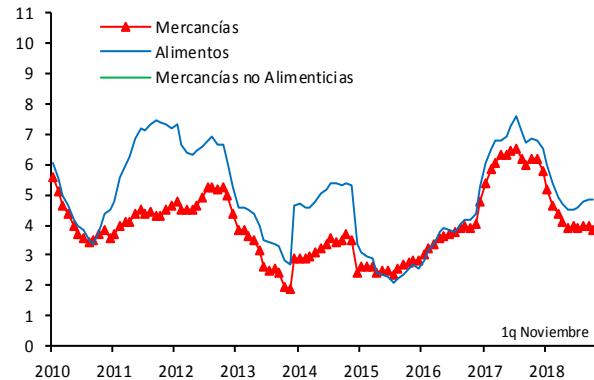
Como se señaló, en el tercer trimestre de 2018 el ritmo de reducción de la inflación subyacente anual estuvo limitado por los efectos indirectos que el aumento en los precios de los energéticos tuvo sobre los costos de producción de algunos de sus componentes. De igual forma, algunos rubros del índice subyacente, como el de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, presentaron una trayectoria creciente en las variaciones anuales de sus precios. Así, además de los efectos indirectos señalados, diversos factores que han conducido a una trayectoria creciente en la inflación de servicios, tales como el comportamiento del tipo de cambio, la ausencia de holgura y la evolución de los salarios reales, podrían también estar contribuyendo a la persistencia que ha exhibido la inflación subyacente (ver Recuadro 4).

Al interior del componente subyacente se observó lo siguiente:

- i. El subíndice de precios de las mercancías presentó una disminución en su tasa de variación anual promedio entre el segundo y el tercer trimestre de 2018, al pasar de 4.10 a 3.95%. Este comportamiento se debió a menores incrementos en los precios de las mercancías tanto alimenticias, como no alimenticias. Entre los trimestres señalados, la variación anual promedio de las mercancías alimenticias pasó de 4.71 a 4.62%, mientras que la correspondiente a las mercancías no alimenticias disminuyó de 3.59 a 3.38%. En la primera quincena de noviembre, la variación anual del subíndice de precios de las mercancías disminuyó a 3.87%. Este resultado es producto de la tendencia a la baja que ha presentado la tasa de variación anual de los precios de las mercancías no alimenticias, la cual se situó en 3.04% en la primera quincena de noviembre. En contraste, destaca que desde julio las mercancías alimenticias han venido acelerando el ritmo de crecimiento de sus precios reflejando, en parte, los efectos indirectos referidos. Así, en la primera quincena de noviembre, la variación anual de los precios de las mercancías alimenticias alcanzó 4.84% (Gráfica 60a y 61).
- ii. La tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios se incrementó de 3.30 a 3.35% entre el segundo y el tercer trimestre, ubicándose en la primera quincena de noviembre en 3.39%. Este resultado se explica por la evolución de la tasa de crecimiento de los precios del rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, la cual presentó niveles superiores a la meta de inflación y una tendencia creciente durante el periodo de referencia, lo que, como se mencionó, ha dificultado la reducción de la inflación subyacente. En efecto, el rubro de servicios distintos a educación y vivienda pasó de una variación anual promedio de 3.58 a 3.84% en los trimestres señalados, registrando 4.02% en la primera quincena de noviembre (Gráfica 60b y 61). En específico, la dinámica de precios de algunos genéricos de este grupo, entre los que destacan los servicios de alimentación, los turísticos y los de transporte de pasajeros, se vio afectada en parte por las alzas en los precios de

los energéticos. No obstante, durante la primera quincena de noviembre, tanto la variación anual del subíndice de precios de los servicios, como la del rubro de los servicios distintos a educación y vivienda, mostraron una reducción en relación al mes previo.

Gráfica 60
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías



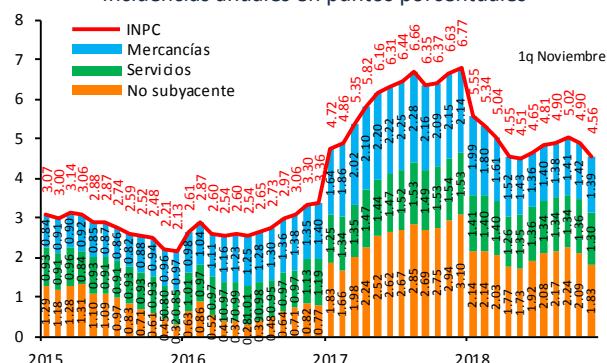
b) Servicios



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta ha presentado ciertos incrementos en los últimos meses, si bien ha continuado ubicándose en niveles inferiores a los de la inflación subyacente. En particular, la inflación subyacente fundamental incrementó su tasa de variación anual de 3.43 a 3.46% entre el segundo y el tercer trimestre de 2018, situándose en 3.53% en la primera quincena de noviembre (Gráfica 62).

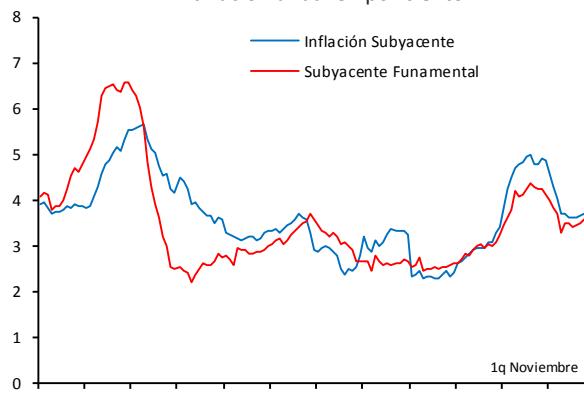
Gráfica 61
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



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.

Gráfica 62
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 4. Efectos Indirectos de los Incrementos en los Precios de los Energéticos sobre la Inflación Subyacente

1. Introducción

En el tercer trimestre de 2018, los precios de los energéticos presentaron elevadas tasas de crecimiento. Esto explica, en buena medida, el repunte que exhibió la inflación general anual a lo largo de dicho trimestre, ya que además de afectar directamente la evolución del componente no subyacente, estos aumentos también generaron efectos indirectos en los precios de algunos genéricos del componente subyacente. En particular, los aumentos de precios de las gasolinas y del gas L.P. fueron los que más incidieron en esta dinámica. Dichos aumentos de precios se explican, en parte, por la evolución de las respectivas referencias internacionales expresadas en pesos, aunado a la disminución de los estímulos fiscales aplicables en el caso de las gasolinas (Gráfica 1). Así, en el tercer trimestre, el rubro de energéticos del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) exhibió una variación anual promedio de 21.9%.¹ En particular, los precios de las gasolinas y del gas L.P. del INPP tuvieron un incremento anual promedio de 20.8 y 33.7%, respectivamente.

Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Productor de los Energéticos
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México con base en INEGI.

Dada la influencia que han tenido los efectos indirectos de los aumentos en los precios de los energéticos en la resistencia que ha exhibido la inflación subyacente para disminuir, en este Recuadro se presenta una estimación de dichos efectos indirectos sobre los precios de los bienes y servicios del componente subyacente. Adicionalmente, se identifican genéricos intensivos y no intensivos en energéticos, con el objetivo de ilustrar las diferencias en la dinámica inflacionaria de ambos grupos.

2. Efectos Indirectos de los Energéticos en la Inflación Subyacente

Para la estimación de los efectos indirectos que los precios de los energéticos tienen sobre la inflación subyacente, se identificaron los genéricos que responden de manera

estadísticamente significativa a las variaciones de los precios de los energéticos. En particular, se estimó la siguiente regresión para todo genérico del subíndice de precios subyacente para el periodo de enero de 2007 a octubre de 2018:²

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

donde:

- π_t^i es la variación mensual del índice de precios del genérico i perteneciente a la canasta subyacente, en el periodo t ,
- $\Delta_1 TC_t$ es la variación mensual del tipo de cambio en pesos por dólar en el periodo t ,
- $\Delta_1 Ener_t$ es la variación mensual del índice de precios de los energéticos en el INPP en el periodo t ,
- W_t es la variación mensual del salario base de cotización del IMSS en el periodo t , y
- $\Delta_1 PComm_t$ es la variación mensual del índice de precios de las materias primas en el periodo t .

A partir de la ecuación referida, se obtuvieron los coeficientes de largo plazo asociados a la variación mensual de los energéticos para todo genérico i , así como la significancia estadística asociada a los mismos. En base a los genéricos k para los cuales resultó significativo el coeficiente de largo plazo en cuestión, se definen los efectos indirectos de los energéticos sobre la inflación subyacente como:

$$\text{Efectos Indirectos}_t = \sum_{k \in S} w_k \sum_{j=0}^{n_3} \delta_j^k \Delta_1 Ener_{t-j}$$

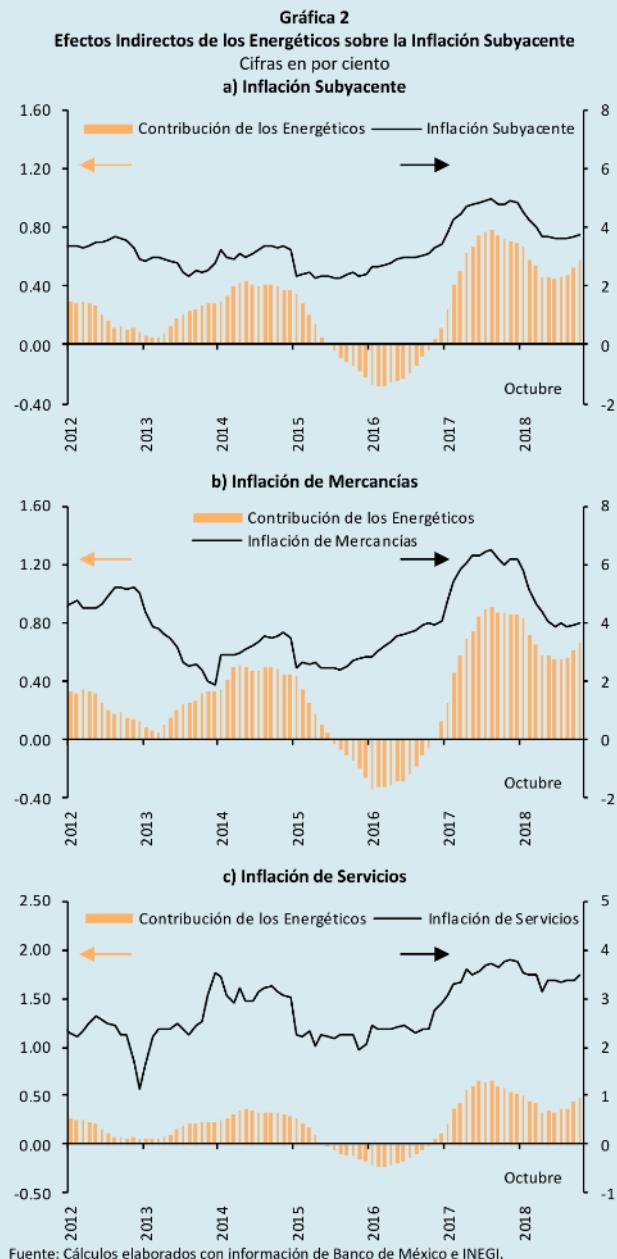
Donde w_k es la importancia relativa del genérico k al interior de la canasta subyacente, o bien, al interior de mercancías o servicios, según sea el caso.

La Gráfica 2 muestra los efectos indirectos estimados para la inflación subyacente anual y para sus componentes, los subíndices de precios de las mercancías y de los servicios. En ellas se observa que los efectos indirectos de los energéticos han sido mayores a raíz de la liberalización de los precios de las gasolinas y del gas L.P. que ocurrió a principios de 2017. Más aún, en meses recientes, estos han contribuido a la menor convergencia de la inflación subyacente. Ello refleja los mayores costos que enfrentan los oferentes de mercancías y servicios, producto de los incrementos en los precios de los

¹ En este Recuadro, el índice de precios correspondiente a Energéticos del INPP se construye a partir de Electricidad Industrial en Alta Tensión, Electricidad Industrial en Media Tensión, Gasolina, Diésel, Gas Licuado y Gas Natural.

² Se incluyeron efectos fijos estacionales. El número de rezagos de las variables explicativas se determinó mediante la metodología de eliminación progresiva, misma que consiste en incluir regresores de manera iterativa de acuerdo a un criterio específico, en este caso el nivel de significación estadística.

energéticos que han ocurrido a lo largo de 2018. Lo anterior contribuyó a limitar la disminución de la inflación subyacente desde principios del segundo trimestre.



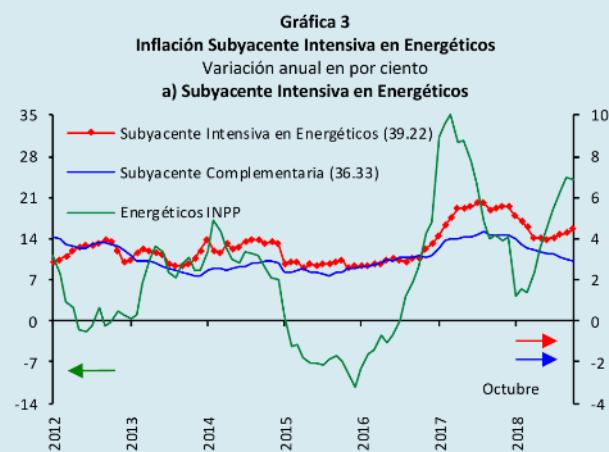
3. Inflación Subyacente Intensiva en Energéticos

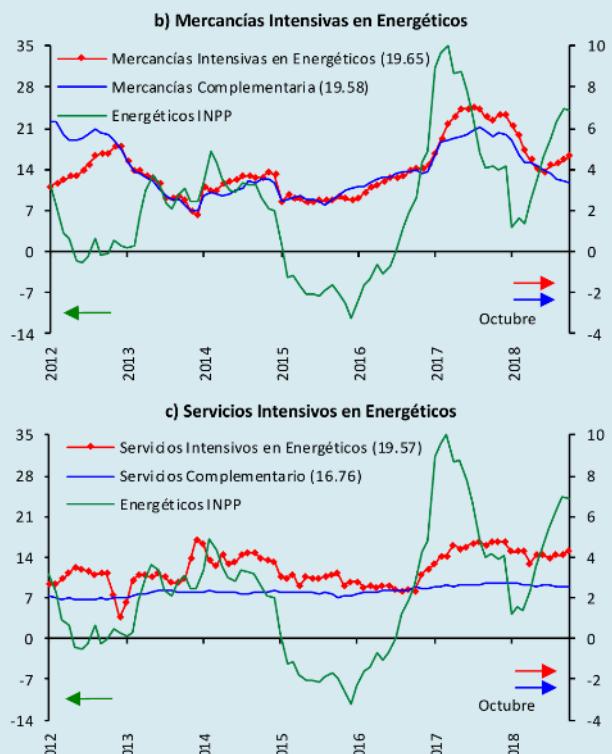
A partir de los genéricos que responden de manera estadísticamente significativa a las variaciones de los precios de los energéticos, se construyó un índice especial al que se referirá en lo subsecuente como Subyacente Intensiva en Energéticos, con sus respectivas aperturas en los rubros de mercancías y servicios.

Como se ilustra en la Gráfica 3, el índice de precios de la canasta subyacente intensiva en energéticos presentó desde finales de 2016 mayores niveles de inflación que aquel relacionado a la canasta complementaria. Esta diferencia se amplió a principios de 2017 debido a la liberalización de los precios de los energéticos de ese año, misma que tuvo un efecto en los precios de los bienes y servicios vía costos de producción que se tradujeron en mayores niveles de inflación en los subíndices de precios de las mercancías y los servicios.

Más aún, si bien la inflación subyacente intensiva en energéticos y la complementaria mostraron reducciones progresivas en sus niveles de inflación anual en el periodo de enero a abril de 2018, se observa que en el caso de la primera, dicha tendencia se revirtió en mayo del presente año. Esto parece deberse, en parte, a una reacción rezagada de los subíndices intensivos en energéticos, tanto el de las mercancías como el de los servicios, a los incrementos observados en los precios de los energéticos que venían presentándose desde inicios de 2018.

En lo que respecta a la dinámica de la variación anual del subíndice subyacente complementario, se observa que este sigue una tendencia decreciente. En particular, en el mes de octubre de 2018, la inflación complementaria subyacente, así como la de sus componentes de mercancías y servicios, fue de 2.95, 3.32 y 2.56 por ciento respectivamente.



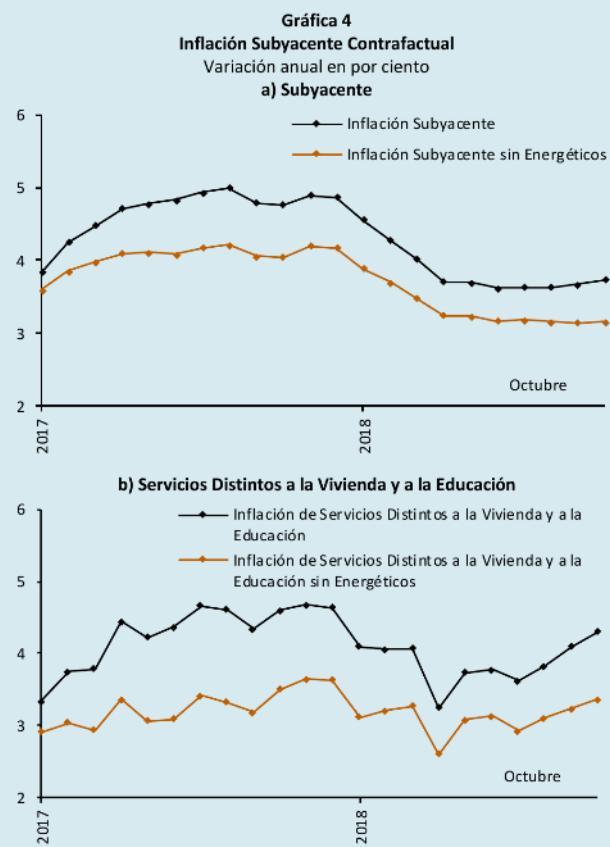


Fuente: Cálculos elaborados con información de Banco de México e INEGI.
En paréntesis se muestra la importancia relativa de las canastas en el Índice de Precios al Consumidor (INPC).

4. Inflación Subyacente Contrafactual

En esta sección se presenta un ejercicio contrafactual que consiste en substraer los efectos indirectos estimados de los energéticos en la inflación subyacente anual. Este mismo ejercicio contrafactual también se aplicó al rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, pues las variaciones del mismo se han caracterizado recientemente por exhibir una tendencia al alza.

Los resultados obtenidos en la sección 2 expuestos a manera de ejercicio contrafactual permiten apreciar dos resultados (Gráfica 4a): primero, si bien la inflación subyacente anual presentó incrementos durante el 2017, estos hubieran sido inferiores a los observados, si no hubieran habido aumentos en los precios de los energéticos. Más aún, la aceleración inicial de la inflación subyacente hubiese sido menor. Segundo, el incremento en meses recientes de la inflación subyacente anual está asociado, en parte, a los incrementos de los precios de los energéticos, si bien estos no explican la estabilización en el ritmo de reducción de la misma.

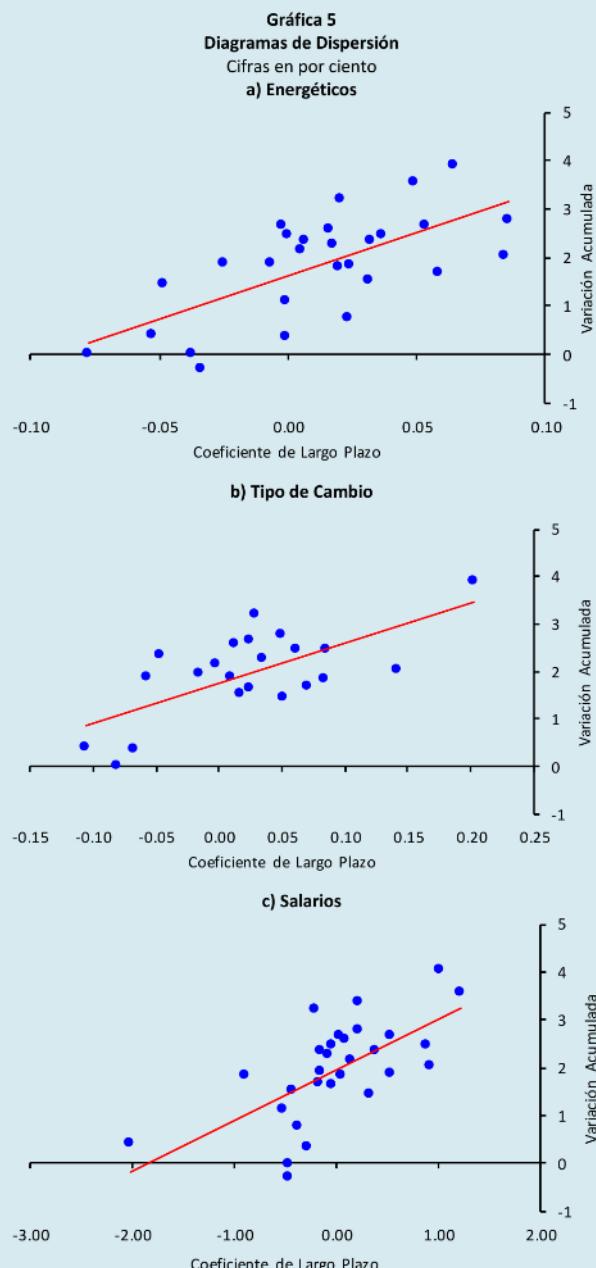


Fuente: Cálculos elaborados con información de Banco de México e INEGI.

En el caso del rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, se observa que sus precios mostraron un repunte en su variación anual en mayo del año en curso, y más notoriamente a partir de agosto. En este sentido, si bien parte de estos incrementos, así como la resistencia a la baja que ha exhibido la inflación subyacente en los últimos meses, se explica por los efectos indirectos derivados de los aumentos en los precios de los energéticos, otros factores también han incidido en esta dinámica. En particular, en la Gráfica 4b se ilustra que aun eliminando de la variación anual del subíndice de precios de los servicios distintos a la educación y a la vivienda los efectos indirectos referidos, esta continúa presentando una tendencia al alza.

En línea con lo anterior, se muestran diagramas de dispersión de la variación acumulada ajustada por estacionalidad de abril a octubre del 2018 de los genéricos que componen el rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, así como los coeficientes de largo plazo asociados a los precios de los energéticos, al tipo de cambio y a los salarios (Gráfica 5). Con ello se busca identificar relaciones potenciales de otras variables explicativas con el aumento que han tenido los precios del rubro de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, los cuales, como se vio, no parecen responder solamente a los incrementos de precios en los energéticos. Este análisis muestra que, en adición al efecto que pudieran estar ejerciendo los precios de los energéticos, el rubro en

cuestión también podría estar reflejando los incrementos asociados a los salarios y a la evolución del tipo de cambio.



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

5. Consideraciones Finales

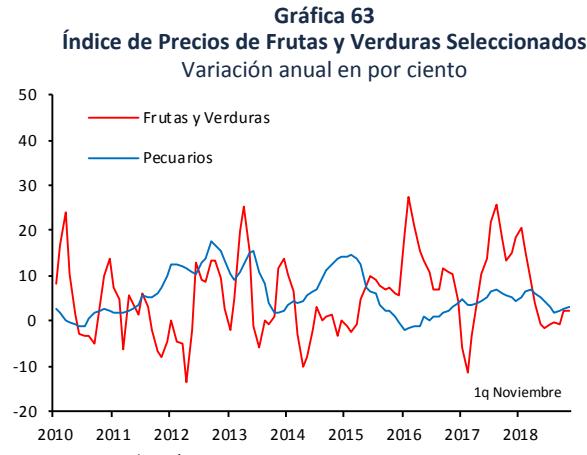
Las estimaciones presentadas en el presente Recuadro muestran evidencia del impacto que los efectos indirectos de los incrementos de los precios de los energéticos han tenido sobre la inflación subyacente. Asimismo, la inflación Subyacente Intensiva en Energéticos parece sugerir que el ritmo de reducción de la inflación subyacente anual está asociado, en parte, a incrementos en los índices de precios de los bienes y servicios que responden de manera estrecha a las variaciones en los precios de los energéticos, mismos que han presentado incrementos adicionales en el año en curso.

En lo que respecta a los ejercicios contrafactuales realizados, estos muestran que los efectos indirectos de los incrementos en los precios de los energéticos cuantificados en el presente Recuadro explican, en parte, los aumentos de la inflación subyacente observados durante 2017. Por su parte, en relación a la dinámica de esta en lo que va del 2018, se observa que las alzas en los precios de los energéticos han sido un factor que ha limitado su ritmo de reducción. Finalmente, al analizar la evolución de la variación anual de los precios del grupo de los servicios distintos a la educación y a la vivienda, la cual ha incidido al alza sobre la inflación subyacente en los últimos meses, se encuentra que si bien parte de su crecimiento está asociado a las recientes alzas en los precios de los energéticos, otras variables, tales como el tipo de cambio y el crecimiento de los salarios, también han influido en su dinámica reciente.

3.1.2. La Inflación No Subyacente

Por su parte, los componentes de la inflación no subyacente anual exhibieron el siguiente comportamiento.

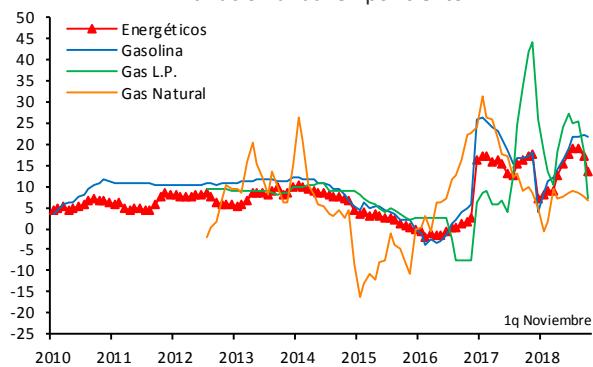
- i. En el tercer trimestre de 2018, el subíndice de precios de los productos agropecuarios continuó exhibiendo una tendencia decreciente en sus tasas de variación anual. Así, entre el segundo y el tercer trimestre, la variación anual promedio de los precios de los productos agropecuarios disminuyó de 3.40 a 1.37%, siendo notorias las bajas de precio que tuvieron algunas frutas y verduras, así como las menores alzas en los precios de los productos pecuarios. En la primera quincena de noviembre, el subíndice de precios de los productos agropecuarios registró una variación anual de 2.93%, como resultado de aumentos en los precios de algunas hortalizas y de ciertos productos pecuarios (Gráfica 63).



- ii. La variación anual promedio del subíndice de precios de los energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno aumentó de 9.71 a 13.68% entre el segundo y el tercer trimestre. Este resultado se explica por las mayores tasas de variación anual que se han registrado en el rubro de los energéticos, ubicándose en un promedio de 12.18% en el segundo trimestre y alcanzando 18.60% en el tercero. Lo anterior fue consecuencia, mayoritariamente, de los incrementos de precio que se observaron en las gasolinas y el gas L.P. (Gráfica 64). A lo largo del trimestre de referencia, la mayor parte de la variación anual del subíndice de precios de energéticos fue consecuencia de los incrementos

que tuvieron los precios de estos dos combustibles (Gráfica 65). Como referencia, de la inflación general anual promedio de 4.91% que se registró en el tercer trimestre, 1.70 puntos porcentuales se debieron al efecto directo de los aumentos de precios en las gasolinas y en el gas L.P. Posteriormente, en la primera quincena de noviembre, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno tuvo una variación anual de 10.58%. La disminución de la variación anual de este subíndice, y en consecuencia de la inflación no subyacente en dicha quincena, obedeció, principalmente, a reducciones en los precios del gas L.P., así como a menores alzas en los precios de las gasolinas y en las tarifas de electricidad respecto de las observadas en el mismo periodo del año previo.

Gráfica 64
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación a lo anterior, se detalla lo siguiente:

- Entre el segundo y el tercer trimestre de 2018 la variación anual promedio de los precios de las gasolinas aumentó de 14.17 a 20.89%, registrando 21.64% en la primera quincena de noviembre. Como se ha señalado, los aumentos en los precios de las gasolinas han sido un factor importante en el repunte que tuvo la inflación general en el trimestre de referencia. Dichos aumentos obedecen a varios factores, entre los que se encuentran la evolución de las referencias internacionales de estos combustibles expresadas en pesos, las cuales han presentado incrementos. Asimismo, los precios de las gasolinas han estado influidos por una disminución observada en los estímulos fiscales que se aplican a sus cotizaciones, al tiempo que el ajuste gradual en la

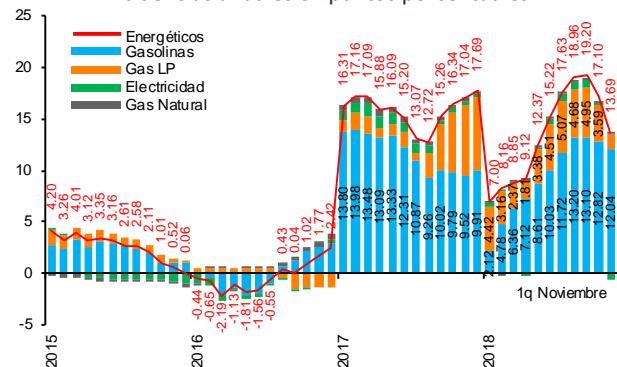
determinación de sus precios ha propiciado mayor persistencia en sus aumentos.

- De igual forma, los incrementos que ha tenido el precio del gas L.P., han afectado el nivel de la inflación general. Así, la variación anual promedio del precio de este combustible aumentó de 17.45 a 25.86% entre el segundo y el tercer trimestre. Más recientemente, la variación anual del precio de este combustible ha disminuido considerablemente, ubicándose en 7.22% en la primera quincena de noviembre. El comportamiento del precio de este energético refleja en buena medida la evolución de sus referencias internacionales expresadas en pesos.
- El precio del gas natural presentó variaciones anuales promedio de 8.00% en el segundo trimestre y de 8.60% en el tercero, registrando 6.67% en la primera quincena de noviembre. La determinación de los precios de este combustible obedece mayoritariamente a la evolución de su referencia internacional.
- Desde la reducción de 2% que tuvieron las tarifas eléctricas ordinarias a inicios de 2016, estas se han mantenido sin cambio. En el caso de las tarifas domésticas de alto consumo (DAC), su dinámica responde al costo de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. En julio, agosto y septiembre, sus variaciones mensuales fueron 2.3, 0.7 y -3.5%, mientras que en octubre fue 1.2% y en la primera quincena de noviembre 3.0%.

Desde la liberalización de los precios de los energéticos que ocurrió a inicios de 2017, la inflación no subyacente se elevó de manera importante y, por lo tanto, aumentó su incidencia en la inflación general. La evolución de las referencias internacionales de los energéticos y el comportamiento del tipo de cambio se han combinado para que la tasa de crecimiento de los precios de estos bienes se haya ubicado en niveles elevados por un largo tiempo. Ello ha ocasionado efectos directos e indirectos que también han contribuido a que los niveles de la inflación general y subyacente se sitúen por arriba de la meta. Hacia delante, un entorno de incertidumbre y volatilidad, no sólo de las referencias internacionales y del tipo de cambio, sino también de los precios de los

productos agropecuarios, podría continuar implicando retos importantes para la trayectoria de la inflación hacia la meta.

Gráfica 65
Índices de Precios de Energéticos
Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



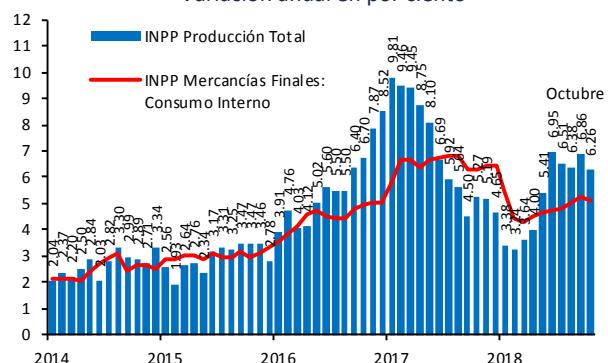
1/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

3.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se incrementó de 5.45% en el segundo trimestre de 2018 a 6.59% en el tercer trimestre de 2018, ubicándose en 6.26% en octubre. Al interior de este indicador, el componente de mercancías y servicios finales aumentó su tasa de variación anual promedio de 4.97 a 5.77% en los mismos trimestres, disminuyendo a 5.30% en octubre. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su tasa de variación anual promedio subió de 5.37 a 6.35% en dichos trimestres, situándose en 4.29% en octubre. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró un aumento en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 6.55 a 8.44% del segundo al tercer trimestre, registrando este último nivel también en octubre. Cabe destacar que el subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. Este subíndice incrementó su tasa de crecimiento anual promedio entre los trimestres mencionados, al pasar de 4.64 a 5.04%, al tiempo que en octubre se ubicó en 5.10% (Gráfica 66).

Gráfica 66
Índice Nacional de Precios al Productor^{1/}
 Variación anual en por ciento



1/ Índice Nacional de Precios al Productor Total, excluyendo petróleo.

Fuente: Banco de México e INEGI.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Para tomar sus decisiones en torno a la conducción de la política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos que se tenga para estos. Asimismo, considera que si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía, es necesario que la política monetaria responda con mayor prudencia. De este modo, se favorece la convergencia de la inflación hacia su meta y se fortalece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

Es importante subrayar que al conducir la política monetaria, el Instituto Central toma en cuenta en todo momento sus alcances y limitaciones. En particular, reconoce que, como ha demostrado el análisis económico y la evidencia empírica, no es posible afectar permanentemente la actividad económica mediante acciones de política monetaria. Por consiguiente, considera que la mejor contribución que el Banco Central puede hacer para favorecer la realización de actividades productivas es enfocarse en lograr un entorno de inflación baja y estable (ver Recuadro 5).

En las reuniones de agosto y octubre de 2018 la Junta de Gobierno de este Instituto Central mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 7.75%. En dichas decisiones la Junta recalcó el carácter temporal de los choques que habían afectado a la inflación y que la tendencia esperada para el componente subyacente era descendente. Sin embargo, subrayó los riesgos e incertidumbre asociados con dicho escenario. Posteriormente, considerando que el balance de riesgos para la inflación continuó mostrando un sesgo al alza y que se deterioró de manera importante, tanto bajo una perspectiva de corto como de mediano plazo, la Junta de Gobierno decidió aumentar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en 25 puntos base, a 8.00%, en su reunión de noviembre (Gráfica 67). En el

comunicado correspondiente a esta última decisión, apuntó que la inflación no subyacente permanece en niveles elevados y que el componente subyacente ha mostrado resistencia a disminuir. Además, resaltó que la inflación presenta importantes retos relacionados con la posible adopción de políticas que afecten estructuralmente el proceso de formación de precios en la economía. En particular, el Banco de México reconoce que la política monetaria se ha conducido bajo un entorno de marcada incertidumbre, el cual se ha tornado más complejo. Además de los riesgos para la inflación que se han descrito detalladamente en diversos vehículos de comunicación, se han gestado otros de carácter estructural. Estos pueden derivarse de políticas y afectar profundamente la dinámica de la inflación. Entre ellas figura la posibilidad de que se adopten medidas que conduzcan a una mayor persistencia de la inflación mediante afectaciones al proceso de formación de precios, asociadas a cambios en la determinación de salarios u otros insumos (ver Recuadro 6). En este contexto, el Banco de México señaló que, tomando en cuenta los retos que se han enfrentado para consolidar una inflación baja y estable, hacia adelante tomará las acciones que considere necesarias, en particular, el mantenimiento o un reforzamiento de la postura monetaria actual, a fin de que la inflación general converja a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Gráfica 67
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e
Inflación General^{1/}
Por ciento anual



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

Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 5. Política Monetaria y Actividad Económica

1. Introducción

Con el fin de mostrar los alcances y limitaciones de la política monetaria en términos de su efecto sobre la actividad económica y el empleo, en este recuadro se describe la evolución que la teoría económica y la evidencia empírica han tenido con respecto al análisis de la interacción entre la política monetaria, la inflación y el desempleo. Se muestra que el análisis económico de las últimas cinco décadas apunta de manera concluyente a que la política monetaria no tiene efectos permanentes sobre la actividad económica y que su mejor contribución al crecimiento económico consiste en procurar un entorno de estabilidad de precios que sea favorable para la realización de actividades productivas.

2. Curva de Phillips, Inflación y Desempleo

Durante los años sesenta existió la creencia de que, mediante el uso de la política monetaria, era posible impulsar la actividad económica permanentemente. Esta idea surgió a partir de la evidencia acerca de la relación inversa entre la inflación y el desempleo, documentada por Phillips (1958) para el Reino Unido. Ello generó la idea de que podía reducirse el desempleo permanentemente si se aceptaba una mayor inflación. No obstante, en los setenta diversos países registraron aumentos simultáneos en la inflación y en el desempleo. Esto es, niveles de desempleo, que en los años sesenta estuvieron asociados con inflaciones bajas, en la siguiente década coincidieron con inflaciones altas.

En este contexto, Phelps (1967) y Friedman (1968) habían planteado que la relación inversa entre la inflación y el desempleo sólo se presenta en el corto plazo y como consecuencia de la inflación no anticipada, y que una vez que se reajustan los contratos considerando los precios mayores a los previstos dicha relación desaparece. Para ilustrar lo anterior considérese una situación en que los salarios, los alquileres y algunos precios de insumos están fijos debido a la existencia de contratos que tienen una determinada duración. Una mayor demanda agregada resultado de un estímulo monetario inesperado, dará lugar a incrementos no anticipados de los precios, propiciando márgenes de ganancia de las empresas mayores a los previstos y, en consecuencia, incentivos para que aumenten su producción. Sin embargo, en un mayor plazo una vez que los contratos vencen, los agentes económicos los revisan considerando los mayores precios resultado de la expansión monetaria, por lo que desaparece el incentivo para producir más. Así, una política monetaria expansiva solamente produciría un aumento temporal en la actividad económica.

El marco teórico de Phelps y Friedman también implica que la relación entre la inflación no anticipada y el desempleo no es estable, pues depende de la inflación esperada por los agentes económicos. En la medida en que las autoridades monetarias sigan políticas expansivas y los agentes privados ajusten sus expectativas de inflación al alza, se requerirían de inflaciones

cada vez más altas para sorprenderlos e influir temporalmente en la actividad económica. Así, el intento de las autoridades por promover el crecimiento económico a través de la política monetaria conduce a un incremento acelerado de la inflación y no logra su objetivo de aumentar de manera permanente la producción.

3. Expectativas Racionales y Política Monetaria

Lucas (1976) y Sargent y Wallace (1976) mostraron que, si un banco central intenta explotar de una manera sistemática la relación entre inflación y desempleo, ésta puede desaparecer incluso en el corto plazo. Previo a los trabajos de estos autores era común suponer que los agentes económicos tenían expectativas adaptativas y que pronosticaban la inflación en función de la inflación pasada. En este contexto, si las autoridades monetarias generan inflaciones cada vez más elevadas, la inflación esperada por los agentes siempre será menor que la observada. Es decir, los agentes sistemáticamente subestiman la inflación. Tanto Lucas como Sargent y Wallace cuestionaron el supuesto de expectativas adaptativas, ya que los agentes privados pueden percatarse de que ciertos acontecimientos, como la implementación de políticas monetarias expansivas, pueden aumentar la inflación.

Los autores referidos introdujeron la hipótesis de expectativas racionales al análisis de la política monetaria. Según esta hipótesis, al formar sus expectativas los agentes económicos usan de una manera óptima toda la información de que disponen. Los agentes pueden cometer errores en sus pronósticos pero éstos no son sistemáticos. Por consiguiente, los bancos centrales no pueden explotar los errores de pronóstico de los agentes para reducir el desempleo. Al presentarse expansiones monetarias de manera sistemática, los agentes comenzarán a actualizar sus contratos con mayor frecuencia y a protegerse respecto a posibles aumentos futuros de precios. Por tanto, el resultado final será mayor inflación sin un incremento favorable en la actividad económica. Así, el supuesto dilema entre inflación y desempleo puede desaparecer incluso en el corto plazo.

En suma, de acuerdo con la teoría económica no es posible aumentar la producción potencial de la economía a través de políticas monetarias sistemáticamente expansivas.

4. Estabilización de la Actividad Económica

Aunque la política monetaria no puede afectar permanentemente la producción y el empleo, podría argumentarse que, en principio, podría usarse para moderar las fluctuaciones de la actividad económica a lo largo del tiempo. Al respecto, conviene distinguir entre choques de demanda y de oferta. En cuanto a los primeros, partiendo de una situación en que la inflación se encuentra en su meta y la actividad económica en su nivel potencial, una menor demanda agregada tendería a propiciar que la inflación disminuya por debajo de su meta y que la producción

observada fuese menor al producto potencial. Bajo estas circunstancias, no habría una disyuntiva entre estabilizar la inflación o la actividad económica y, en consecuencia, la respuesta de política monetaria apuntaría hacia un relajamiento.

Por otra parte, en el caso de perturbaciones de oferta, estas tienden a provocar que la inflación y el producto se muevan en direcciones opuestas. Por ejemplo, ante un choque adverso de oferta, la inflación se ubicaría por encima de su meta mientras que la actividad económica disminuiría por debajo de su nivel potencial. En este escenario, surgiría una disyuntiva entre estabilizar la inflación o la actividad económica. En un contexto de expectativas de inflación ancladas los choques de oferta solamente tendrían efectos transitorios sobre la inflación. Bajo estas circunstancias, los bancos centrales, por lo general, no restringen la política monetaria. De esa manera, evitan que la actividad económica se vea afectada en una mayor magnitud.

Cabe destacar que, en caso de choques permanentes que afecten el crecimiento potencial de la economía, la postura monetaria debe ajustarse para contribuir a que la expansión de la demanda agregada se ajuste al nuevo crecimiento potencial de la economía.

En adición a lo anterior, es importante hacer algunas consideraciones generales sobre la adopción de una política monetaria contra-cíclica.. Es importante destacar que la posibilidad de aplicar una política de este tipo, depende en buena medida de que el público crea en el compromiso del Banco Central de preservar el poder adquisitivo de la moneda, y de que, como consecuencia, las expectativas de inflación estén bien ancladas (Woodford, 2007). Así, si las expectativas de inflación no están bien ancladas y el Banco Central implementa una política monetaria expansiva, los agentes económicos pueden pensar que la autoridad monetaria tiene una actitud complaciente con la inflación y, en consecuencia, pueden revisar al alza sus expectativas de inflación. Ello propiciaría que las tasas de interés de mediano y largo plazo tiendan a subir, como resultado de las mayores expectativas de inflación, así como de una mayor prima por riesgo inflacionario. De esta manera, el “desandlaje” de las expectativas de inflación dificulta la estabilización de la actividad económica a través de una política monetaria contra-cíclica (Mishkin, 2008).

Considerando lo anterior, para que una política monetaria contra-cíclica sea efectiva es indispensable que la autoridad monetaria haya consolidado plenamente un entorno de estabilidad de precios y que las expectativas de inflación de

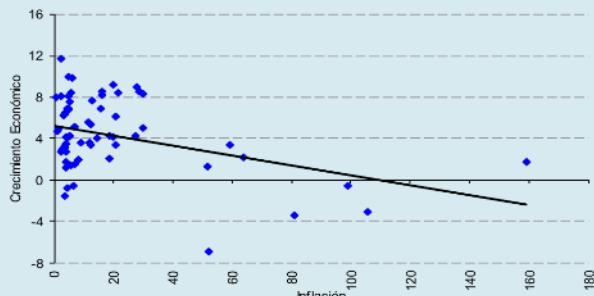
mayor plazo se encuentren firmemente ancladas en la meta de inflación. Lo anterior es crucial para que el relajamiento de la política monetaria no propicie una pérdida de confianza sobre el compromiso del Banco Central de mantener la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Es primordial que los agentes económicos perciban que el relajamiento monetario será temporal y que se revertirá una vez que la economía haya salido de la recesión.

5. Evidencia Empírica

Diversos trabajos empíricos han confirmado que una expansión monetaria no genera un aumento permanente en el producto. McCandless y Weber (1995), usando datos de 110 países, encontraron una correlación cercana a uno entre la inflación promedio y la tasa promedio de crecimiento de la oferta de dinero, instrumento de política monetaria comúnmente usado en el pasado durante el periodo de 1960 a 1990, pero no encontraron relación alguna entre la inflación y la tasa de crecimiento del producto. Por su parte, King y Watson (1992), usando vectores autoregresivos y datos de Estados Unidos, encontraron evidencia de que un aumento permanente en la inflación no está asociado con un movimiento permanente del producto. Posteriormente, Weber (1994) obtuvo el mismo resultado para los países del G-7 y Bullard y Keating (1995), con una muestra de 16 países, encuentran que en la mayoría de los casos, incluido el de México, la respuesta de largo plazo del producto ante un aumento permanente de la inflación no es estadísticamente diferente de cero.

En el caso de México, al igual que en otras economías, en el pasado se implementaron políticas monetarias expansivas que si bien en algunos casos llegaron a tener un impacto sobre la actividad económica, este resultó transitorio. En última instancia dichas políticas solamente condujeron a episodios de inflación elevada, en los cuales incluso la actividad económica llegó a contraerse debido a las distorsiones que una inflación alta y variable genera. Es decir, la evidencia derivada de la experiencia mexicana en el pasado, la cual se describe a continuación, sugiere que en episodios de inflación elevada no sólo no se ha inducido mayor crecimiento, sino que por el contrario la inflación elevada y la concomitante inestabilidad macroeconómica condujeron a un desempeño negativo de la actividad. En efecto, la Gráfica 1 sugiere que en el caso de México no existe una relación positiva entre inflación y crecimiento económico, sino que esta más bien parecería ser negativa.

Gráfica 1
México: Crecimiento Económico e Inflación, 1950-2017
Por ciento



Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional, Banco de México e INEGI.

Entre los muchos canales a través de los cuales la inflación puede incidir negativamente en la actividad económica y el bienestar, se pueden mencionar una asignación ineficiente de recursos, menores niveles de inversión, un proceso de desintermediación financiera, así como una mayor desigualdad en la distribución del ingreso y la riqueza.

Inflación y Actividad Económica

Uno de los efectos negativos más importantes que la inflación genera es la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios, la cual de acuerdo con la evidencia empírica, aumenta en la medida que el nivel de la inflación es mayor (Evans y Wachtel 1993, Golob 1993, 1994). Ello es relevante ya que los precios de los diferentes bienes y servicios resumen información que se requiere para la toma de decisiones. Una inflación elevada y variable, en consecuencia, distorsiona la información que transmiten los precios y propicia que las decisiones de las familias y empresas no sean las correctas. En adición a lo anterior, la mayor incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación también dificulta la planeación a largo plazo por parte de los agentes económicos, lo cual afecta negativamente la inversión en capital físico y humano, y, en consecuencia, el crecimiento económico.

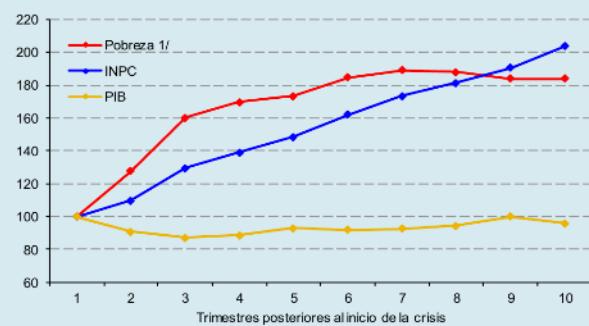
Uno de los sectores que se ve afectado significativamente por una inflación elevada es el financiero, el cual permite que los recursos de los ahorradores sean destinados a los fines más rentables en la economía. En situaciones en las que la inflación es alta e inestable, el rendimiento de los instrumentos de ahorro puede no compensar los aumentos en precios, por lo que los agentes económicos prefieren destinar sus recursos a otros fines, como la adquisición de bienes durables y bienes raíces o bien canalizan sus recursos al sistema financiero internacional. Esta desintermediación financiera reduce la oferta de fondos que podrían ser destinados a la inversión productiva lo que, en última instancia, afecta de manera negativa al crecimiento económico y al empleo.

Diversos estudios empíricos como Bruno y Easterly (1995) y Judson y Orphanides (1996), entre otros, han encontrado una relación negativa entre inflaciones elevadas y crecimiento económico.

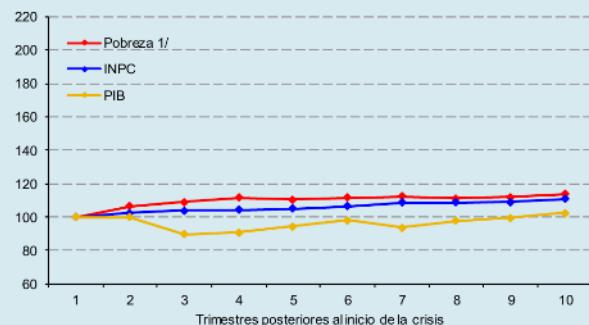
Inflación, Desigualdad y Pobreza

Un efecto claro de la inflación es la pérdida del poder adquisitivo del dinero. En este sentido, la inflación puede verse como un impuesto que grava los saldos monetarios. Aquellos individuos que mantienen relativamente más efectivo, terminan pagando una mayor proporción del impuesto. Generalmente, los estratos de la población de menores ingresos carecen de acceso al sistema financiero, o éste es muy limitado, por lo que se ven obligados a mantener una mayor proporción de su riqueza en efectivo. En este contexto, la inflación es un impuesto regresivo, ya que en una situación inflacionaria la riqueza de la población de menores ingresos se deteriora en mayor proporción que la de los estratos de mayores ingresos, con lo cual se genera mayor desigualdad y pobreza. Para ilustrar lo anterior, la Gráfica 2 muestra que durante la crisis financiera de 1994 la inflación aumentó en México más que durante la crisis financiera internacional de 2008. En consecuencia la pobreza aumentó en mayor medida durante el primer episodio.

Gráfica 2
Porcentaje de Pobres, PIB e INPC
Índices inicio de la crisis = 100
Gráfica 2a. Inicio de la Crisis = 4T 1994



Gráfica 2b. Inicio de la Crisis = 3T 2008

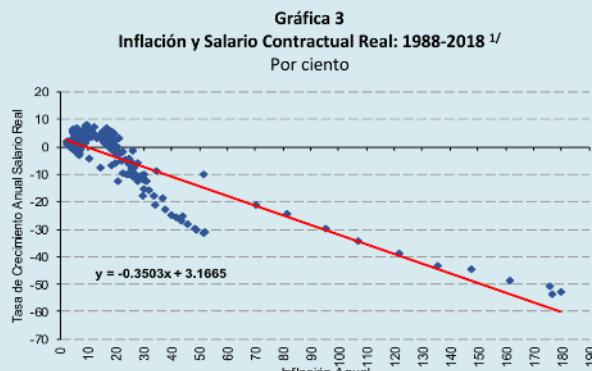


1/ Se refiere a la proporción de la población que tiene ingresos laborales por debajo de la línea de pobreza alimentaria definida por CONEVAL indexada a la fecha señalada.

Fuente: Alacárz 2018, elaborado con datos de Banco de México, CONEVAL e INEGI.

Por otra parte, los trabajadores cuyos salarios se encuentran sujetos a contratos laborales también se ven afectados por aumentos no anticipados en la inflación. A los trabajadores les interesa el salario real, es decir el poder de compra de los salarios nominales que perciben. Por consiguiente, al negociar los contratos salariales toman en consideración la inflación que

esperan para el periodo de vigencia del contrato. De esta manera, una inflación mayor a la esperada por los agentes al momento de firmar el contrato los perjudica, pues terminan percibiendo un salario real menor al esperado. La Gráfica 3 muestra que en el caso de México una mayor inflación se encuentra asociada con una mayor caída en los salarios reales.



1/ La cifra para 2018 se refiere al dato del mes de septiembre.

Fuente: Banco de México, INEGI y Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

En suma, en un ambiente inflacionario la distribución de ingreso tiende a deteriorarse. Diversos trabajos empíricos han corroborado el efecto adverso que una inflación elevada genera sobre la distribución del ingreso. Romer y Romer (1998) encuentran en un estudio a nivel internacional que en el largo plazo la inflación tiene un efecto regresivo.

6. Consideraciones Finales

La teoría y la experiencia internacional han demostrado que la política monetaria no puede incrementar permanentemente la actividad económica y al empleo. De otra manera, no habría economías con un bajo nivel de desarrollo, ya que éstas habrían resuelto dicho problema a través de una política monetaria expansionista. Cuando se intenta impulsar sistemáticamente la actividad económica mediante una política monetaria expansiva, lo único que se genera son inflaciones cada vez mayores sin incidir favorablemente sobre el crecimiento económico.

En este contexto, se puede afirmar que la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para fomentar un crecimiento económico sostenido es a través de la estabilidad de precios. Un ambiente de inflación baja y estable propicia que existan menos distorsiones en la economía y que se generen las condiciones para mejorar la capacidad productiva de la economía a través de la inversión en capital físico y humano. Sin embargo, la estabilidad de precios es condición necesaria más no suficiente para que se registre un crecimiento sostenido. Ello debido a que el crecimiento económico depende de aspectos de la economía tales como la disponibilidad de factores productivos (capital físico y humano), la eficiencia con la que se utilizan dichos factores, así como del progreso tecnológico y un marco institucional que genere los incentivos adecuados para la creación de valor y que prevenga la extracción de rentas.

Referencias

- Alcaraz, C. (2018), "Effects of Inflation on Poverty on México", Mimeo.
- Bullard, J. y J. Keating (1995), "The Long-Run Relationship between Inflation and Output in Postwar Economies", Journal of Monetary Economics, 36.
- Bruno, M. y W. Easterly, (1995), "Inflation Crises and Long-Run Growth" NBER 5209.
- Evans, M. y P. Wachtel (1993), "Inflation Regimes and the Sources of Inflation Rate and Inflation Uncertainty", Journal of Money, Credit and Banking, 25, Agosto.
- Friedman, M. (1968), "The Role of Monetary Policy", The American Economic Review, 58(1).
- Golob, J. (1993), "Inflation, Inflation Uncertainty, and Relative Price Variability: a Survey", Documento de Investigación 93-15, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Golob, J. (1994), "Does Inflation Uncertainty Increase with Inflation?", Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- King, R. y M. Watson (1992), "Testing Long-Run Neutrality", NBER 4156.
- Judson, R. y A. Orphanides, (1996), "Inflation, Volatility and Growth", Finance and Economic Discussion Paper No. 96-19. Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Lucas, R. (1976), "Econometric Policy Evaluation: A Critique", Journal of Monetary Economics, 1, Supplementary Series.
- McCandless G. y W. Weber (1995), "Some Monetary Facts" Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 19(3)
- Mishkin, F.c (2008), "Does Stabilizing Inflation Contribute to Stabilizing Economic Activity?", Documento de Investigación 13970, NBER.
- Phelps, E. (1967), "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time", Economica, 34.
- Romer, C. y D. Romer (1998), "Monetary Policy and the Well-Being of the Poor", The Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium, Income Inequality: Issues and Policy Options.
- Sargent, T. y N. Wallace (1976), "Rational Expectations and the Theory of Economic Policy", Journal of Monetary Economics, 2(2).
- Weber, A., (1994), "Testing Long-run Neutrality: Empirical Evidence for G-7 Countries with Special Emphasis on Germany", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 41
- Woodford, M., "The Case for Forecast Targeting as a Monetary policy Strategy", Journal of Economic Perspectives, 21(4)

Recuadro 6. Consideraciones sobre la Indexación Salarial y sus Efectos sobre la Economía

1. Introducción

En este recuadro se revisan los efectos sobre la economía que pudiesen presentarse de aplicar mecanismos formales de indexación de los salarios nominales a la inflación observada. Primero, se expone brevemente un marco conceptual para analizar dichos efectos. En particular, se describe la manera en que dichos mecanismos podrían reducir la capacidad de la economía para absorber choques reales, así como conducir a que la inflación muestre una mayor persistencia. Posteriormente, se revisa la experiencia de México con esquemas de indexación salarial durante la década de los ochentas, así como el caso de Brasil. Al respecto, para el caso de México se realizan ejercicios econométricos que muestran cómo han cambiado las respuestas de la inflación subyacente y de las revisiones salariales ante choques a los precios y a los salarios. En dichos ejercicios se compara el periodo entre 1984 y 1988, cuando prevalecieron mecanismos de indexación salarial a la inflación observada, con periodos posteriores, en que dejaron de usarse dichos esquemas.

2. Marco Conceptual

Las remuneraciones nominales de los trabajadores se ajustan periódicamente como resultado de procesos de negociación entre empleados y empleadores, en los que se toman en cuenta diversos factores tales como ganancias en productividad y aumentos en el costo de vida. Así, en dichos procesos es común que se considere la evolución de la inflación, ya sea observada o esperada. Lo anterior no implica que necesariamente se establezcan fórmulas rígidas que vinculen de manera mecánica los ajustes salariales a la inflación, sino que las negociaciones se llevan a cabo considerando las circunstancias particulares de cada sector, las condiciones económicas y la naturaleza de la relación laboral.

No obstante, en diversos países y épocas se han introducido esquemas rígidos de indexación en donde los ajustes salariales se determinan de acuerdo con cierta fórmula que incluye a la inflación observada. Como se describe en esta sección, dichos esquemas tienen efectos adversos sobre la economía. Por una parte, introducir rigidez en los salarios reales, dificulta que la economía en su conjunto se ajuste de manera eficiente ante choques adversos, magnificándose el impacto sobre el empleo y la actividad económica. Por otra parte, también se tienden a generar una espiral entre precios y salarios, lo que propicia una mayor persistencia de la inflación. Cabe señalar que no es necesario que todos los salarios en la economía se sujeten de manera directa a dicho esquema de indexación para que se observen los efectos referidos. Estos pueden darse en caso de que algún indicador salarial que se use como referencia en las negociaciones salariales, como el salario mínimo, esté indexado a la inflación observada.

A continuación se ejemplifican los efectos adversos sobre la economía de mecanismos de indexación salarial a la inflación observada. En primer lugar, para ilustrar la manera en que dichos mecanismos reducen la capacidad de la economía de ajustarse ante choques de diversa índole, considérese el caso de una economía que enfrenta una caída en los términos de intercambio. Dicha perturbación implica que el valor de los bienes y servicios que esta economía produce y exporta disminuye en relación con el valor de los bienes que importa. Bajo estas condiciones, la economía tendría que disminuir su gasto y producción, lo que implica una depreciación del tipo de cambio real y, para amortiguar el efecto sobre el empleo, una disminución de los salarios reales. No obstante, de existir mecanismos de indexación salarial a la inflación observada, ello introduciría rigidez en los salarios reales. En consecuencia, el ajuste de la economía se daría a través de un mayor desempleo, lo que exacerbaría la caída en la actividad económica.

En segundo lugar, para mostrar el impacto sobre la dinámica de la inflación, considérese el caso de un choque de oferta, como un aumento en los precios de bienes agropecuarios o incrementos en los precios de los energéticos. En este escenario, la inflación tiende a aumentar temporalmente. Sin embargo, en la medida en que los salarios nominales se encuentren indexados a la inflación observada, estos aumentarían más de lo que lo harían en otro caso. Lo anterior generaría presiones generalizadas sobre los precios, lo que a su vez presionaría de nuevo a los salarios, y así sucesivamente. Es decir, tenderían a aumentar no solo los precios de los bienes y servicios afectados por el choque en precios relativos, sino también los demás precios. Así, la espiral entre precios y salarios prolonga los efectos del choque más allá de su impacto inicial. Aunado a lo anterior, dichos aumentos salariales, al no estar respaldados por incrementos en la productividad, además de generar presiones al alza sobre los precios, podrían provocar pérdidas importantes de eficiencia en la actividad económica. Por otra parte, en el caso en que llegaran a presentarse ganancias en productividad de una magnitud mayor a la inflación observada, mecanismos rígidos de indexación dificultarían que esa mayor productividad se reflejara plenamente en los salarios reales de los trabajadores.

Cabe destacar que, en un contexto en que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo estén ancladas en un nivel congruente con la estabilidad de precios, los efectos descritos podrían mitigarse si las revisiones salariales se indexaran a la inflación esperada y no a la observada. Así, las perturbaciones de oferta seguirían teniendo un efecto transitorio sobre la inflación.

3. La Experiencia de Brasil

Diversos países en América Latina han recurrido, en diferentes momentos, a mecanismos de indexación salarial a la inflación observada. Entre estos figura el caso de Brasil, que implementó esquemas de este tipo a finales de los años 70s y más recientemente a partir de 2008. Estos casos son particularmente interesantes ya que las fórmulas de indexación salarial implicaban que los ajustes en los salarios nominales debían ser al menos iguales a la inflación observada, lo que tiende a amplificar los efectos descritos.

Respecto al primer episodio, en noviembre de 1979, el gobierno brasileño adoptó un sistema de indexación salarial semestral que reemplazó a las prácticas previas de negociaciones salariales anuales. La nueva legislación cubría todos los salarios del sector privado y estableció que los salarios se debían determinar mediante negociaciones colectivas por sector económico, tomando en cuenta la inflación observada en los seis meses previos más aumentos en la productividad. La motivación principal para esta legislación fue evitar que disminuyera el salario real de los trabajadores en un entorno de inflación elevada, propiciado, entre otros factores, por los aumentos de precios internacionales del petróleo que se observaron en la década de los 70s.

De acuerdo a Macedo (1983), el mecanismo de indexación implementado en ese país propició que los salarios nominales registraran aumentos incluso superiores a la inflación pasada. Ello, junto con otros factores como una mayor expansión del crédito, contribuyó a que la inflación se acelerara y llegara a niveles de tres dígitos. En adición, Simonsen (1983) argumentó que el mecanismo implicaba rigidez a la baja de los salarios reales, lo que dificultó que la economía se ajustara ante choques. Lo anterior, ante el inicio de la crisis de la deuda externa, contribuyó a amplificar el impacto negativo sobre el empleo y la actividad económica.

Por otra parte, un caso reciente de la indexación salarial, se observó en este mismo país a partir de mediados de 2008, cuando el salario mínimo nominal en ese país se comenzó a ajustar todos los años de acuerdo a una fórmula que incluía la tasa de inflación del año anterior, más la tasa de crecimiento promedio del PIB dos años previos al aumento salarial. Además, diversas prestaciones sociales, como el seguro de desempleo y las pensiones del gobierno, entre otras, permanecían indexadas a los salarios mínimos. En consecuencia, el aumento en estos también implicaba importantes presiones fiscales. La mayor inflación interna, junto con la apreciación del tipo de cambio nominal asociada con las entradas de capital que experimentó la economía de Brasil, se tradujeron en una continua apreciación del tipo de cambio real, lo que causó la acumulación de importantes

desbalances como: a) un crecimiento desbalanceado ya que entre 2011 y 2015 el sector industrial mostró un crecimiento promedio anual de -0.6%, mientras que el sector servicios creció en promedio anual 1.5%; b) distorsión de precios relativos debido a que la inflación de bienes no comerciables superó a la inflación de bienes comerciables durante varios años consecutivos; y c) un deterioro de la cuenta corriente (OECD, 2018). En este caso en particular, la indexación de salarios no sólo fue un factor que contribuyó a aumentos importantes de la inflación, sino que también contribuyó a que se acumularan desequilibrios en esa economía, lo que se tradujo en severas dificultades económicas y financieras.

4. La Experiencia de México

A continuación se describe la experiencia de México con esquemas de indexación salarial que prevalecieron en la década de los 80s. Asimismo, se presentan ejercicios econométricos en los que se ilustra el impacto que dichos mecanismos tuvieron sobre la dinámica de la inflación.

En la década de los 80s las autoridades del país se enfrentaron a múltiples desafíos en materia económica. La economía del país experimentó un entorno de elevada inflación y estancamiento de la actividad económica, ante la presión derivada del servicio de la deuda externa y la necesidad de cubrirlo por medio de una depreciación del tipo de cambio real. Así, a finales de 1987, la inflación general anual se ubicó alrededor de 160%. Algunas estrategias de ajuste implementadas antes de 1987 para enfrentar esta difícil situación económica incluían políticas que, de hecho, agravaron la inflación.¹ En particular, la adopción de medidas como la indexación de diversos precios y salarios a la inflación observada, coadyuvó a que la propia inflación tuviera un fuerte componente inercial. Es decir, los incrementos de precios pasados fueron trasladados a las revisiones salariales que, a su vez, eran traspasados nuevamente a los precios, creando una espiral inflacionaria. Aunado a lo anterior, dichos mecanismos de indexación salarial al introducir rigidez en los salarios reales, también pudieron haber amplificado las afectaciones en la producción y en el empleo, asociadas con los choques adversos que afectaron a la economía mexicana en ese periodo. De esta manera, habrían contribuido tanto a una mayor inflación como a un debilitamiento de la actividad económica y del empleo.

Debido a los elevados niveles que ya presentaba la inflación a finales de 1987, en diciembre de ese año se lanzó el llamado Pacto de Solidaridad Económica (PSE) para controlar la inflación. Entre las medidas adoptadas por el PSE, se decidió dejar de utilizar la estrategia existente de indexación de los salarios a la inflación pasada.² Ello con la finalidad de disminuir el componente inercial de la inflación. Como se puede ver en la Gráfica 1, a partir de la implementación de las medidas

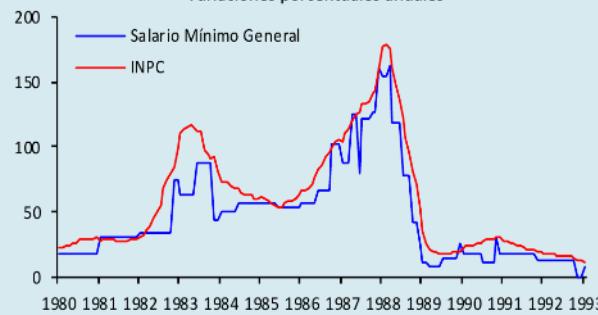
¹ Una descripción detallada de la crisis de la deuda externa en México, así como de las prácticas de indexación, se puede consultar en Cárdenas (2015) e INAP (2015).

² En específico: 1) se dio un incremento a los salarios mínimos y contractuales en un 15% en diciembre de 1987, 2) los salarios mínimos aumentaron únicamente 20% en enero de 1988, y 3) a partir del mes de marzo se harían revisiones mensuales

con base a la inflación esperada de la canasta básica. En el mes de marzo se autorizó un incremento a los salarios mínimos y contractuales del 3%, los cuales permanecieron sin cambios hasta diciembre de 1988.

contempladas en el PSE, la inflación mostró una tendencia descendente.

Gráfica 1
Evolución del Salario Mínimo General y de la Inflación General
Variaciones porcentuales anuales



Fuente: Banco de México, INEGI y CONASAMI.

A continuación, se presenta evidencia sobre la interacción entre las revisiones salariales contractuales y la inflación subyacente en México para un periodo que abarca los últimos 35 años, que incluye el periodo descrito cuando se usaron mecanismos de indexación salarial.

En particular, se estima un modelo de vectores autorregresivos con parámetros que varían en el tiempo (incluyendo la varianza del error), tal que

$$X_t = C_t + A_{1,t} X_{t-1} + A_{2,t} X_{t-2} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

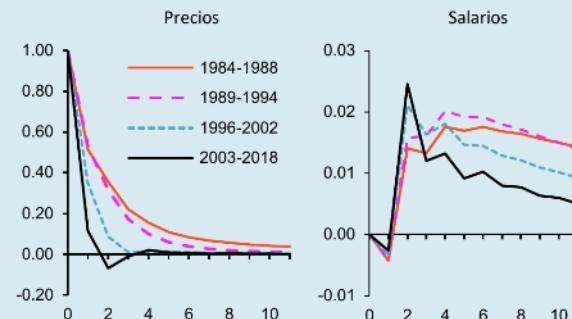
en donde X_t contiene observaciones del tipo de cambio nominal peso-dólar, las revisiones salariales contractuales y la inflación subyacente mensual. La muestra se extiende desde febrero de 1984 hasta agosto de 2018. El tipo de cambio se incluye en el modelo, considerando la alta correlación que existía entre esta variable y la inflación en las décadas de los 80s y 90s.

Es importante señalar que el periodo de estimación contiene diferentes regímenes económicos. Por ejemplo, antes de diciembre de 1994, no se permitía la libre flotación del tipo de cambio y la política monetaria se supeditaba a cumplir con el objetivo cambiario. Desde 1995 en adelante, se adoptó un régimen de flexibilidad cambiaria mientras que la política monetaria tomó como objetivo el control de la inflación, adoptando formalmente el esquema de objetivos de inflación a partir del año 2001. Asimismo, la muestra contiene los efectos del PSE previamente descrito, puesto en marcha a finales de 1987. Dicho pacto tuvo un efecto importante en las prácticas de indexación salarial y fijación de precios llevadas a cabo en México hasta entonces.

El modelo propuesto en la ecuación (1) está diseñado para ser estimado a lo largo de diferentes regímenes económicos, ya que se calcula un conjunto de parámetros para cada periodo t en la muestra. Sin embargo, una desventaja de esta flexibilidad es que el modelo puede contener solo un número limitado de variables y de rezagos. El modelo se estima a través de métodos bayesianos.

Las Gráficas 2 y 3 muestran las respuestas de la inflación subyacente y las revisiones salariales con respecto a dos tipos de choques macroeconómicos. Estas respuestas corresponden a desviaciones con respecto al nivel tendencial de cada variable en un periodo de tiempo determinado. Se consideran 4 periodos: 1984-1988, el lustro anterior a la aplicación del PSE; 1989-1994, periodo en donde la inflación subyacente convergió por primera vez a un dígito desde que se inició su medición en 1982; 1996-2002, periodo de transición de la dinámica de la inflación hacia un proceso estacionario; y de 2003, año en que la meta de inflación se estableció en 3%, en adelante. Las respuestas están normalizadas a un choque de un punto porcentual tanto en precios como en salarios.

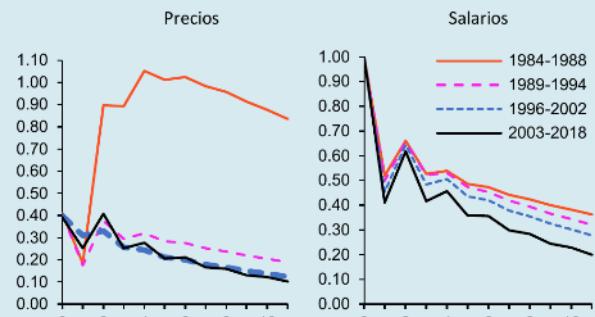
Gráfica 2.
Efectos de un choque a los precios
Variaciones porcentuales anuales



Nota: Elaboración propia, con datos de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social, INEGI y Banco de México. En el eje de las x corresponde a meses después del choque. El eje de las y son puntos porcentuales.

En la Gráfica 2, se muestran los efectos de un incremento inesperado en los precios. En este caso, puede apreciarse que en el periodo de 1984 a 1988, la inflación subyacente y las revisiones salariales tardaban más meses en regresar a su nivel tendencial. Ello pudo haber estado asociado, entre otros factores, a la indexación salarial prevaleciente en dicho periodo. En contraste, en los periodos posteriores, las variables referidas disminuyen notoriamente su persistencia, siendo su dinámica más rápida.

Gráfica 3
Efectos de un choque a los salarios
Variaciones porcentuales anuales



Nota: Elaboración propia, con datos de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social, INEGI y Banco de México. En el eje de las x corresponde a meses después del choque. El eje de las y son puntos porcentuales.

En la Gráfica 3, se muestran los efectos de un incremento inesperado en el salario nominal. Los resultados sugieren que tanto precios y salarios se comportan de manera similar en la mayoría de los períodos considerados, con excepción del correspondiente a 1984-1988. En este último periodo, los precios aceleran su crecimiento a partir del tercer mes después del choque en los salarios, lo que podría estar asociado, en parte, con los mecanismos de indexación salarial prevalecientes en dicho periodo y modificados subsecuentemente por el PSE.

En el Cuadro 1, se muestran las correlaciones calculadas con el modelo (1) entre las revisiones salariales y la inflación subyacente con la inflación pasada.

Resaltan la alta persistencia de la inflación y la importante retroalimentación entre salarios y precios en el periodo 1984-1988 con respecto al periodo 2003 en adelante. Lo anterior es síntoma de la presencia de una espiral precios-salarios importante en los 80s, la cual fue influenciada en cierta medida por la política de indexación de los salarios a la inflación pasada.

Cuadro 1. Correlaciones derivadas del modelo VAR.

Periodo	Correlaciones	
	Inflación e inflación pasada (persistencia)	Revisión salarial e inflación pasada (retroalimentación)
1984-1988	70%	47%
1989-1994	66%	28%
1996-2002	51%	30%
2003-en adelante	31%	28%

5. Conclusiones

En este recuadro se documentaron los efectos potenciales negativos de una indexación salarial con base en la inflación observada sobre la economía. En el caso de México, se mostró mediante una serie de ejercicios econométricos, que en la década de 1980, en donde prevalecieron mecanismos de indexación salarial, se observó una mayor correlación entre las revisiones salariales y la inflación, así como una mayor persistencia de la inflación.

En este contexto, considerando el impacto negativo sobre la economía de la indexación salarial a la inflación observada, el establecimiento de mecanismos de este tipo podría poner en riesgo los avances hacia un entorno de inflación baja y estable que se han logrado durante los últimos quince años en México. En particular, afectaría negativamente la dinámica de la inflación, dificultando la labor del Banco Central en cuanto a la preservación del poder adquisitivo de la moneda nacional. Asimismo, limitaría la flexibilidad de la economía en su conjunto para ajustarse a choques provenientes de un entorno complejo como el actual, lo que se traduciría en mayores afectaciones de la actividad económica y el empleo.

Referencias

Cárdenas Enrique (2015), “El largo curso de la economía mexicana. De 1780 a nuestros días”, México, Fondo de Cultura Económica, 909 pp.

Carrillo, J.A., Peersman, G., Wauters, J., (2017) Endogenous Wage Indexation and Aggregate Shocks, BIS Working Paper 620.

Instituto Nacional de Administración Pública A.C. (2015). “Los Avances del México Contemporáneo 1955-2015”, Tomo I, Primera Edición, Cámara de Diputados, México.

Macedo, R., (1983). “Wage Indexation and Inflation: The Recent Brazilian Experience.” In Inflation, Debt, and Indexation, ed. Rudiger Dornbusch and Mario Henrique Simonsen. Cambridge, MA: MIT Press

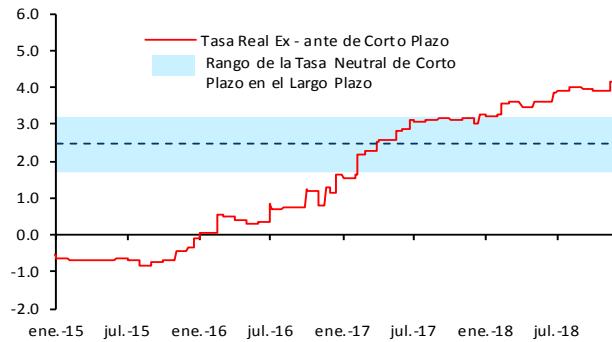
OECD (2018), “Economic Surveys Brazil”.

Pedersen, M. (2011) "Propagation of Shocks to Food and Energy Prices: an International Comparison," Working Papers Central Bank of Chile 648, Central Bank of Chile.

Simonsen, M. (1983). “Indexation: Current Theory and the Brazilian Experience,” In Inflation, Debt, and Indexation, ed. Rudiger Dornbusch and Mario Henrique Simonsen. Cambridge, MA: MIT Press.

Considerando las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real ex ante aumentó a 4.2% (Gráfica 68). Al respecto, cabe señalar que el rango estimado para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales es de 1.7 a 3.2%, con un punto medio de 2.5%.¹³ Es importante destacar que si el complejo entorno que enfrenta la inflación perdura o llegara a agravarse, podría ser necesario mantener tasas de interés más elevadas a lo largo del ciclo económico.

Gráfica 68
Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo^{1/}
Por ciento anual



1/ La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México. La línea punteada corresponde al punto medio del rango.

Fuente: Banco de México.

Considerando el horizonte en que opera la política monetaria, en las acciones tomadas durante el periodo que se reporta influyeron: i) el desempeño de la inflación respecto a la trayectoria prevista; ii) la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo; y, iii) el comportamiento de los principales determinantes de la inflación.

En cuanto a la evolución de la inflación respecto a sus proyecciones, destaca que la inflación general se vio afectada por incrementos en el componente no subyacente asociados, como ya se describió, con los aumentos mayores a los previstos en los precios de los energéticos registrados desde el mes de junio. Lo

anterior ha contribuido a que este componente se haya mantenido en niveles elevados por un periodo prolongado. Asimismo, la evolución de la inflación subyacente, que había venido mostrando una tendencia descendente de acuerdo con lo anticipado, también estuvo afectada por los choques en precios relativos referidos, a través de los efectos indirectos que estos han tenido sobre los costos de producción. Ello, así como otros factores antes señalados, contribuyó a que dicho subíndice haya mostrado en el margen un elevado grado de resistencia a disminuir. En este contexto, el ritmo de convergencia de la inflación general a su meta se vio afectado.

En relación con las expectativas de inflación, a partir de los incrementos mayores a los anticipados en los precios de los energéticos y de que, en consecuencia, desde junio los datos observados de la inflación se han ubicado, en general, por arriba de las expectativas de los analistas, la mediana para el cierre del año en curso aumentó de 4.0 a 4.6% entre las encuestas de junio y octubre de 2018. En contraste, la mediana para el componente subyacente se mantuvo alrededor de 3.6%, entre las mismas encuestas, en tanto que la expectativa implícita para el componente no subyacente aumentó de 5.3 a 7.8% (Gráfica 69).¹⁴ En lo referente a las expectativas de inflación para el cierre de 2019, destaca que las medianas tanto para la inflación general como para su componente subyacente, también presentaron un ajuste al alza, aunque de menor magnitud, de 3.6 a 3.7%, y de 3.4 a 3.45%, respectivamente, entre las encuestas referidas, en tanto que aquella implícita para el componente no subyacente se incrementó de 4.1 a 4.5% (Gráfica 70).¹⁵ Finalmente, en el mismo lapso las medianas de las expectativas de inflación para el mediano y largo plazos se mantuvieron estables en 3.50%. Si bien estas últimas han permanecido estables, es importante recalcar que se ubican por arriba de la meta permanente de 3%, (Gráfica 71).¹⁶ Hacia adelante, este Instituto Central debe procurar que, ante el complejo panorama que enfrenta la inflación,

¹³ Para una descripción de la estimación de la tasa de interés neutral de corto plazo, ver el Recuadro "Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México" en el Informe Trimestral Julio - Septiembre 2016. A partir del Informe Trimestral Enero – Marzo 2018, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2017.

¹⁴ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 4.00 a 4.55% entre las encuestas del 20 de junio de 2018 y la del 20 de noviembre de 2018.

¹⁵ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex se incrementó de 3.60 a 3.90% entre las encuestas del 20 de junio de 2018 y la del 20 de noviembre de 2018.

¹⁶ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo alrededor de 3.5% entre las encuestas del 20 de junio de 2018 y la del 20 de noviembre de 2018.

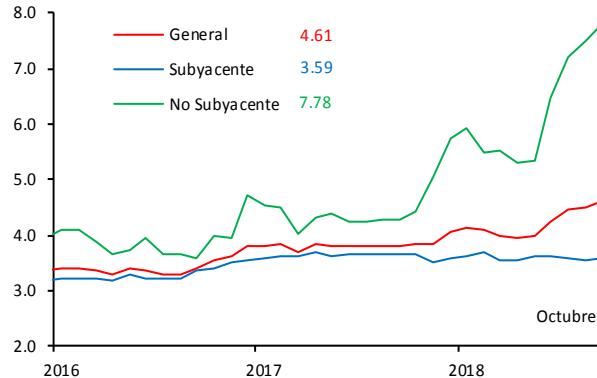
las expectativas de mediano y largo plazo no se vean afectadas de manera adversa.

En el mismo sentido, la compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo) registró un aumento importante entre junio y octubre (Gráfica 72). En relación con sus componentes estimados, las expectativas de largo plazo (promedio de 1 a 10 años) permanecieron alrededor de 3.5% (Gráfica 73), mientras que la estimación de la prima por riesgo inflacionario se incrementó considerablemente durante el periodo referido (Gráfica 74).¹⁷

Gráfica 69

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

Por ciento

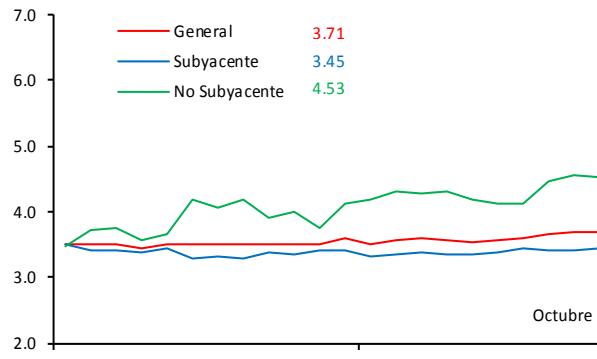


Fuente: Encuesta Banco de México.

Gráfica 70

Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2019

Por ciento



Fuente: Encuesta Banco de México.

¹⁷ 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

Gráfica 71
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos

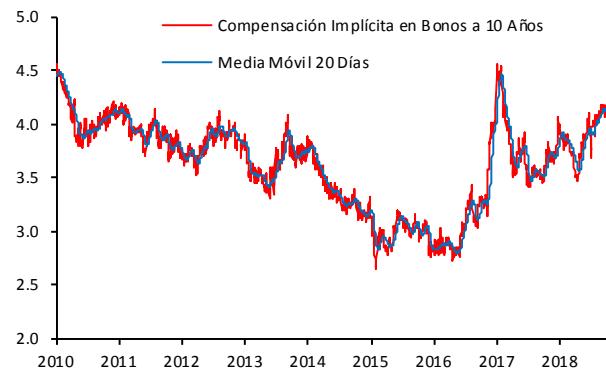


Fuente: Encuesta Banco de México y Encuesta Citibanamex.

Gráfica 72

Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos

Por ciento

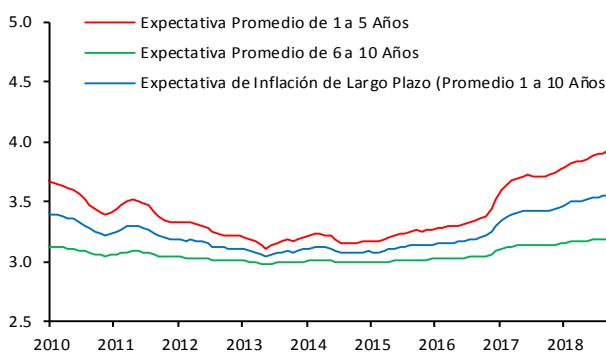


Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

Gráfica 73

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

Por ciento

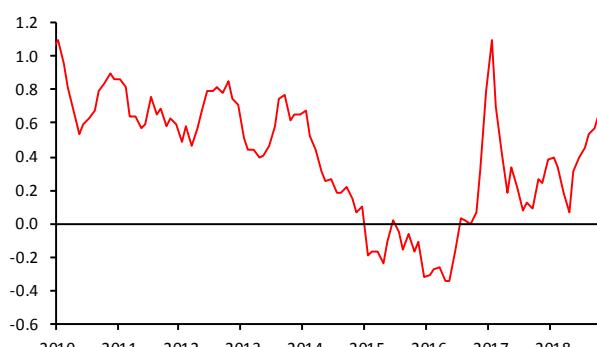


1/ La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

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

Octubre - Diciembre 2013. A partir del Informe Trimestral Octubre-Diciembre de 2017, se actualizó la estimación para incluir datos hasta noviembre de 2017.

Gráfica 74
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años^{1/}
 Por ciento



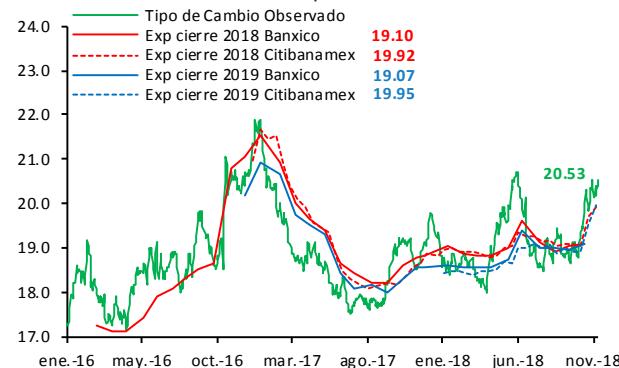
1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

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

Con respecto a los determinantes de la inflación, en cuanto a la evolución del tipo de cambio pueden distinguirse tres episodios. Primero, destaca que de finales de junio a principios de agosto, la moneda nacional registró una disminución en su volatilidad y una apreciación de 7.4%, al pasar de alrededor de 19.92 a 18.45 pesos por dólar. Entre los factores que contribuyeron a este comportamiento destacaron: i) los efectos de las acciones de política monetaria del Banco de México; ii) la percepción de una mejoría en las perspectivas de las negociaciones del acuerdo comercial con Canadá y Estados Unidos; iii) la menor incertidumbre después de la elección presidencial en el país; y, iv) en ese momento, un debilitamiento generalizado del dólar. Posteriormente, la moneda nacional registró un incremento en su volatilidad y, de mediados de agosto a mediados de octubre, su cotización fluctuó en un rango de entre 18.50 y 19.40 pesos por dólar. Lo anterior, en un entorno internacional en que las monedas de economías emergentes se vieron presionadas, principalmente, por: a) las dificultades financieras experimentadas por economías como Turquía y Argentina; b) el incremento en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos; y c) la posibilidad de que la Reserva Federal incrementara de manera más acelerada la tasa de fondos federales ante un repunte sorpresivo en la inflación, lo que llevó a incrementos en las tasas de interés de Estados Unidos en todos sus plazos. Respecto a este comportamiento, destaca que el peso mexicano llegó a mostrar una mayor resiliencia que monedas de otras economías emergentes, lo cual obedeció, entre otros factores, a los avances en las

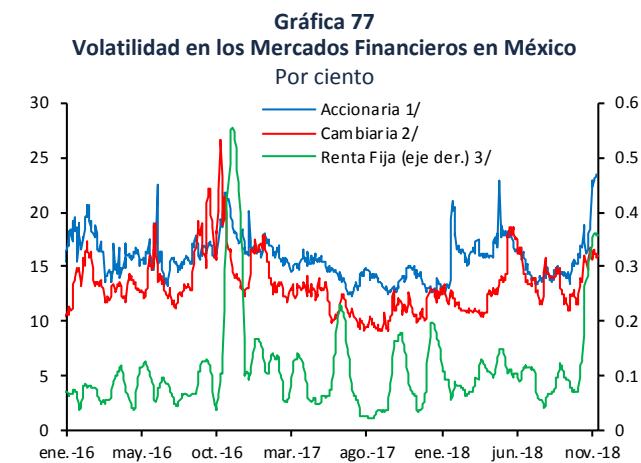
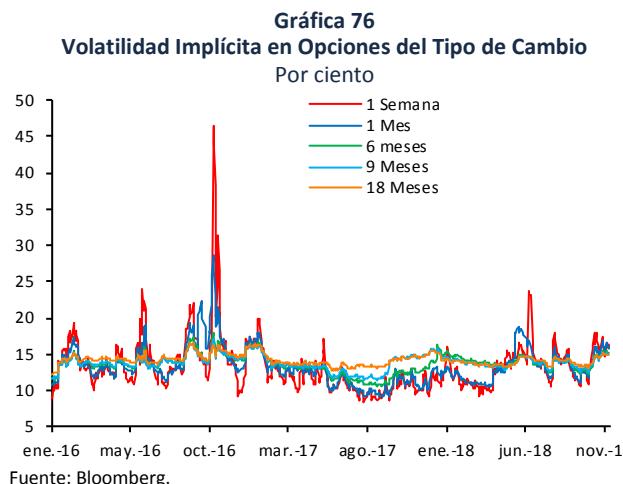
negociaciones comerciales en Norteamérica, que condujeron al anuncio del nuevo acuerdo comercial en la región. Finalmente, a partir de mediados de octubre la cotización de la moneda nacional se ha visto afectada negativamente, y su volatilidad se ha incrementado de nueva cuenta. Esto debido principalmente a factores idiosincrásicos relacionados con el modelo de negocios que adoptará Pemex, el anuncio acerca de la intención de cancelar el Proyecto del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México, las posibles repercusiones de estas y otras acciones sobre las finanzas públicas, y, en general, con la preocupación de los mercados por las políticas de la nueva administración y algunos proyectos legislativos. Ello llevó a varias agencias calificadoras a cambiar la perspectiva de deuda soberana del país de estable a negativa (ver Recuadro 7). Así, el tipo de cambio registró una depreciación importante, de aproximadamente 8.4%, de la tercera semana de octubre a finales de noviembre, para ubicarse alrededor de 20.50 pesos por dólar (Gráficas 75 y 76). Cabe subrayar que persisten elementos de incertidumbre acerca de las políticas que implementará la siguiente administración y sus implicaciones, en particular, sobre diversos detalles de las mismas que pudiesen incidir en la confianza de los inversionistas y en el desempeño económico del país. Por consiguiente, no pueden descartarse nuevos episodios en los que el peso mexicano experimente presiones adicionales hacia una mayor depreciación y los mercados financieros nacionales registren elevada volatilidad (Gráfica 77).

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



1/ El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de octubre y de la encuesta Citibanamex del 20 de noviembre de 2018.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.



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

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

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

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

Con respecto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura en la economía se estrecharon ligeramente respecto del trimestre anterior, si bien se mantienen en niveles menos estrechos que los observados a principio de año. Asimismo, la brecha del producto se encuentra en niveles cercanos a cero.

En cuanto a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, como ya se mencionó, la Reserva Federal ha venido actuando conforme a su perspectiva de que el proceso de normalización de su postura monetaria, incluyendo el programa de reducción de su hoja de balance iniciado en octubre de 2017, procederá de manera gradual. Cabe señalar que a partir de la segunda semana de noviembre ante la moderación de la inflación y la desaceleración en el resto de las principales variables económicas en Estados Unidos, se ha generado la expectativa de una normalización monetaria más gradual de lo previamente esperado. No obstante, persiste el riesgo de sorpresas inflacionarias que conduzcan a una aceleración en dicho proceso de normalización.

Recuadro 7. Revisiones Recientes a la Perspectiva de la Calificación Crediticia de México y Pemex

1. Introducción

Entre la tercera semana de octubre y la primera de noviembre del año en curso, las agencias calificadoras Fitch Ratings (Fitch) y HR Ratings (HR) revisaron a la baja la perspectiva de la calificación crediticia a escala global de estable a negativa, para el Gobierno Federal y Petróleos Mexicanos (Pemex). Aunado a estas acciones, las agencias Standard & Poor's (S&P) y Moody's, si bien no han modificado la perspectiva de la calificación de deuda del Gobierno Federal y Pemex, sí emitieron opiniones sobre los factores que podrían originar un cambio en dicha perspectiva. Las preocupaciones externadas por las agencias calificadoras tuvieron repercusiones negativas sobre los mercados financieros nacionales, en un contexto en el que persisten elementos de incertidumbre sobre la agenda de política pública de la nueva administración.

En este recuadro se presenta un recuento de las revisiones o comentarios emitidos en fechas recientes por las principales agencias de calificación crediticia respecto de la deuda soberana de México y de Pemex. En la segunda sección, se hace referencia a un periodo anterior en el que la perspectiva de la calificación soberana se había deteriorado, y se enumeran las acciones que condujeron a su corrección. En la tercera sección, se documentan las revisiones a la perspectiva crediticia, tanto del Gobierno Federal como de Pemex, por parte de Fitch y HR, así como de las opiniones emitidas por Moody's y S&P respecto de los factores que podrían afectar la calificación del soberano o Pemex en el futuro. Finalmente, y en consideración de lo anterior, se mencionan algunos retos y acciones de política que tendrían que enfrentar el Gobierno Federal y Pemex de tal forma que contribuyan, entre otros, a mantener un marco de finanzas públicas sólido y un clima de certidumbre que genere mayor inversión productiva en el país. Lo anterior resultará no solo en una mejor evaluación crediticia, sino en un mayor crecimiento potencial de la economía.

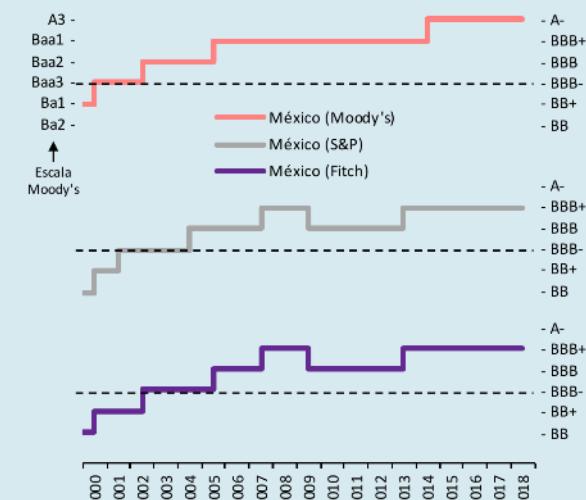
2. Desempeño Histórico

Como se ha mencionado en otras publicaciones del Banco de México (ver Recuadro 1 del Reporte sobre el Sistema Financiero de octubre de 2018), las evaluaciones crediticias constituyen un elemento fundamental para la toma de decisiones de los inversionistas. En particular, las calificaciones de riesgo soberano inciden, por un lado, sobre las condiciones de financiamiento del país y, por el otro, como referencia para el resto de los emisores en la economía.

Cabe recordar que entre 2000 y 2002, las agencias calificadoras Fitch, Moody's y S&P dieron a México el grado de inversión a la deuda soberana, basándose principalmente en el buen manejo

de las finanzas públicas, la resiliencia de la balanza de pagos, una mejor posición de liquidez externa, una política de tipo de cambio flexible, una mejor coordinación entre las políticas monetaria y fiscal, y mejores indicadores de deuda (Gráfica 1).¹ Con ello, México accedió a mejores condiciones de financiamiento.

Gráfica 1
Evolución de la Calificación Crediticia de México
Largo plazo en moneda extranjera



Nota: Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. La escala de calificación de Moody's (a la izquierda) fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch (a la derecha) para facilitar su comparación.

Fuente: Moody's, S&P y Fitch.

Asimismo, las agencias calificadoras también opinan sobre la perspectiva (positiva, estable o negativa) de la calificación vigente de los agentes evaluados. En particular, dicha perspectiva pudiera sugerir el movimiento futuro de la calificación de observarse ciertos eventos. En este sentido, destaca la experiencia de México entre 2016 y 2017. En 2016, las agencias revisaron la perspectiva de la calificación soberana de México desde estable a negativa, destacando principalmente: i) un crecimiento por debajo de lo esperado; ii) los choques externos que dificultarían los esfuerzos de consolidación fiscal; iii) el crecimiento de la deuda pública y los retos para lograr su estabilización; y iv) la incertidumbre prevaleciente respecto de la renegociación del TLCAN.² No obstante, el Gobierno Federal implementó un ajuste fiscal que resultó en un balance primario superavitario en 2017, y la reducción de la deuda pública como porcentaje del producto en ese mismo año. Lo anterior, aunado a una expectativa más

¹ Ver "Comment: Mexico. Investment Grade", Fitch Ratings a 22 de enero de 2002; "Rating Action: Moody's Upgrades Mexico's Rating to 'Baa3 with Stable Outlook'", Moody's a 7 de marzo de 2000 y <http://fox.presidencia.gob.mx/actividades/disursos/?contenido=2514>.

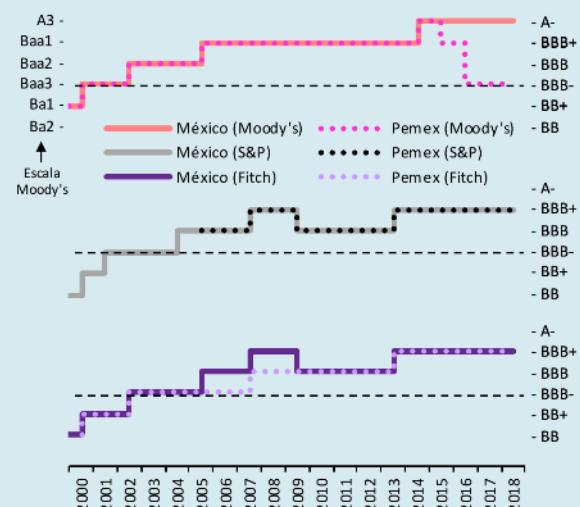
² Ver "Commentary: Fitch Revises Outlook on Mexico to Negative; Affirms IDRs at 'BBB+', Fitch Ratings a 9 de diciembre de 2016; "Rating Action: Moody's Changes Mexico's Outlook to Negative from Stable; Affirms A3 Rating", Moody's a 31 de

marzo de 2016; "S&P Global Ratings revisa a negativa de estable perspectiva de las calificaciones soberanas en escala global de México; confirma calificaciones", Standard & Poor's a 23 de agosto de 2016 y "Analysis: United Mexican States. Sovereign Debt", HR Ratings a 22 de diciembre de 2016.

favorable de la negociación del TLCAN, permitió revertir en el corto plazo el deterioro de la perspectiva crediticia.³

En el caso de Pemex sobresale que, en general, el desempeño de su calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera y su perspectiva sigue de cerca la evolución de la calificación soberana (Gráfica 2). Esta relación directa entre el perfil de solvencia de la empresa productiva del Estado y el Gobierno Federal se debe sobre todo al apoyo que este último le otorga a Pemex dado su papel estratégico en la economía y en la generación de ingresos públicos.⁴ Asimismo, otro componente relevante para las agencias es la calidad crediticia de la empresa.⁵

Gráfica 2
Evolución de la Calificación Crediticia de México y Pemex
Largo plazo en moneda extranjera



Nota: Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. La escala de calificación de Moody's fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch para facilitar su comparación.

Fuente: Moody's, S&P y Fitch.

Destaca que la calificación crediticia de Pemex asignada por Moody's ha divergido respecto de la soberana desde 2015 principalmente por la previsión de un deterioro en los indicadores crediticios de Pemex, debido a la importante caída en los precios del petróleo a partir de 2014, a una fuerte carga

³ Ver "Comentario: Fitch revisa perspectiva de México a estable; afirma calificaciones en 'BBB+'", Fitch Ratings a 3 de agosto de 2017; "Rating Action: Moody's Changes Outlook on Mexico's Ratings to Stable from Negative; A3 Ratings Affirmed", Moody's a 11 de abril de 2018; "Comunicado de prensa: S&P Global Ratings revisa a estable de negativa la perspectiva de las calificaciones soberanas en escala global de México; confirma calificaciones", Standard & Poor's a 18 de julio de 2017; y, "Analysis: United Mexican States. Sovereign Debt", HR Ratings a 10 de agosto de 2017.

⁴ Cabe señalar que, de acuerdo al artículo 106, fracción V, de la Ley de Petróleos Mexicanos, las obligaciones constitutivas de deuda pública de Petróleos Mexicanos y sus empresas productivas subsidiarias no constituyen obligaciones garantizadas por el Estado Mexicano.

⁵ Ver "Rating Action: Moody's afirma las calificaciones en escala nacional y global de PEMEX en Aa3.mx/Baa3; cambia la perspectiva a estable", Moody's a 12 de abril de 2018; "Rating Action: Fitch Affirms PEMEX's IDRs at BBB+ and National Rating at AAA (mex); Outlook Revised to Negative", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018;

fiscal a la empresa, y a una expectativa de menor producción de crudo.⁶ En efecto, la calificación de Pemex asignada por Moody's se encuentra en el nivel mínimo de grado de inversión, por lo que hacia adelante, deterioros en los factores mencionados o en la calificación del Gobierno Federal podrían incidir en la calificación de la empresa.

3. Eventos Ocurridos en la Coyuntura Reciente

En la segunda mitad de octubre y los primeros días de noviembre de 2018, dos agencias calificadoras revisaron la perspectiva de la calificación crediticia en escala global, de estable a negativa, tanto del Gobierno Federal como de Pemex. Adicionalmente, otras agencias calificadoras, aunque no realizaron una actualización a la perspectiva o a la propia calificación, emitieron opiniones respecto de algunos factores que podrían afectar la calificación del soberano o Pemex en el futuro.

Con respecto a la deuda soberana, Fitch y HR ratificaron la calificación de largo plazo en moneda extranjera de México, si bien ambas revisaron la perspectiva de dicha calificación de estable a negativa. Fitch destacó el deterioro en el balance de riesgos del perfil crediticio de México asociado a la incertidumbre de las políticas públicas bajo la nueva administración y a riesgos crecientes en los pasivos de Pemex.⁷ Por su parte, HR fundamentó su postura principalmente en el deterioro que mostró la percepción de inversión y riesgo del país después de la cancelación del Nuevo Aeropuerto Internacional de la Ciudad de México (NAICM).⁸ También destaca que ambas calificadoras revisaron la perspectiva de la deuda de Pemex, de estable a negativa. Mientras que Fitch resaltó el deterioro en el perfil crediticio de la empresa y la incertidumbre respecto del modelo de negocios de Pemex, HR comentó que la modificación se explicaba por la revisión, unos días antes, de la perspectiva en la deuda de México, dado el apoyo por parte del Gobierno Federal a la empresa.⁹

Por su parte, Moody's y S&P no realizaron una actualización a la perspectiva de la calificación. No obstante, S&P comentó que su análisis de la deuda soberana de México tomaría en cuenta el impacto de los eventos relacionados con la construcción del

y "Entidades mexicanas con calificación en escala global", HR Ratings a 6 de noviembre de 2018.

⁶ Ver "Rating Action: Moody's de México confirma las calificaciones de Aaa.mx y MX-1 de PEMEX; cambia la perspectiva a negativa", Moody's a 24 de noviembre de 2015; "Rating Action: Moody's baja las calificaciones de PEMEX a Baa3/Aa3.mx; perspectiva negativa", Moody's a 31 de marzo de 2016 y "Rating Action: Moody's afirma las calificaciones en escala nacional y global de PEMEX en Aa3.mx/Baa3; cambia la perspectiva a estable", Moody's a 12 de abril de 2018.

⁷ Ver "Fitch Affirms Mexico at BBB+; Revises Outlook to Negative", Fitch Ratings a 31 de octubre de 2018.

⁸ Ver "Análisis: Estados Unidos Mexicanos. Deuda Soberana", HR Ratings a 30 de octubre de 2018.

⁹ Ver "Rating Action: Fitch Affirms PEMEX's IDRs at BBB+ and National Rating at AAA (mex); Outlook Revised to Negative", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018 y "Entidades mexicanas con calificación en escala global", HR Ratings a 6 de noviembre de 2018.

NAICM.¹⁰ Adicionalmente, Moody's manifestó que de eliminarse las exportaciones de crudo, pudiera afectarse la calificación crediticia de Pemex y del soberano. Asimismo, esta agencia calificadora también alertó que subordinar la Comisión Reguladora de Energía y la Comisión Nacional de Hidrocarburos a la Secretaría de Energía podría afectar la transparencia e imparcialidad de estas Comisiones y potencialmente debilitaría el marco institucional del país.¹¹

En suma, si bien únicamente Fitch y HR tomaron acciones modificando la perspectiva de las calificaciones de deuda tanto de México como de Pemex, las cuatro agencias calificadoras señalaron los factores que podrían contribuir a modificar la calificación de México y de Pemex en el futuro. En el caso del soberano, entre los factores que las agencias calificadoras mencionaron que podrían poner en riesgo la calificación crediticia de México destacan: i) acciones que debiliten el marco institucional; ii) cambios en el marco de política que generen incertidumbre y afecten la inversión y la actividad económica; y iii) desviaciones de la trayectoria de consolidación fiscal por mayores compromisos de gasto.¹²

Respecto a Pemex, entre los factores que mencionaron las agencias calificadoras que podrían repercutir en la nota de la empresa se encuentran: i) cambios en la orientación del modelo de negocios de la empresa hacia la refinación; ii) la incapacidad de la petrolera para estabilizar su producción de crudo y remediar su estructura de capital; y iii) futuros deterioros de la perspectiva o la calificación soberana.¹³

Como ha ocurrido en el pasado, el Gobierno Federal puede contribuir a que los riesgos señalados por las agencias calificadoras tengan una menor probabilidad de ocurrencia mediante el compromiso de un desempeño fiscal prudente, así como la instrumentación de políticas que fortalezcan el marco institucional y generen certidumbre entre la comunidad global de inversionistas. Por ejemplo, durante 2017 en reconocimiento a la conducción de las políticas monetaria y fiscal, destacando de esta última el compromiso por parte del Gobierno Federal de obtener un superávit primario en ese año y mantenerlo en los años siguientes, en conjunto con los avances logrados en la instrumentación de reformas estructurales, como la energética y la de telecomunicaciones, algunas de las agencias calificadoras volvieron a ajustar la perspectiva de la calificación de la deuda soberana mexicana de negativa a estable. En particular, la política fiscal contribuyó con recortes al gasto público en 2015 y 2016, destacando el ajuste al gasto de Pemex, principalmente en la revisión de su

programa de inversión para canalizar recursos a los proyectos más rentables. Asimismo, la liberalización en los precios de las gasolinas redujo las vulnerabilidades sobre las finanzas públicas.

4. Consideraciones Finales

Recientemente, las agencias calificadoras más importantes han publicado documentos relativos al perfil crediticio del Gobierno Federal y de Pemex donde resaltan los riesgos más apremiantes que, de acuerdo a sus análisis, podrían afectar las calificaciones de deuda soberana como de la empresa productiva del Estado. Es importante señalar que constantemente las agencias emiten opiniones sobre estos entes emisores. En ocasiones anteriores, cuando las agencias han emitido opiniones desfavorables o degradado la perspectiva o calificación, se han tomado medidas que mitigan los riesgos al perfil de solvencia del Gobierno Federal y de Pemex. El reto de la próxima administración federal será tomar decisiones que conlleven a fortalecer el marco institucional del país y generen certidumbre a todos los participantes de la economía mexicana. En este sentido, las agencias calificadoras estarán pendientes a que se lleven a cabo dichas medidas. La señal más próxima que estarán revisando con atención provendrá del Paquete Económico para 2019 que presente el Gobierno Federal en diciembre de 2018, donde será importante que la política fiscal persevere en la consolidación sostenible de las finanzas públicas. Asimismo, es importante que en lo sucesivo se manden señales claras de las acciones de políticas públicas que serán implementadas en los próximos años, y que estas sean conducentes a un entorno de mayor certidumbre para la inversión, a fin de generar un mayor crecimiento potencial de la economía.

¹⁰ Ver "Boletín: Calificaciones soberanas de México incorporan nuestra expectativa de continuo pragmatismo en las políticas", Standard & Poor's a 31 de octubre de 2018.

¹¹ Ver "Announcement: New Mexican Government's Plan to Eliminate Oil Exports Raises Cash Flow and Foreign Exchange Risks", Moody's a 18 de octubre de 2018 y Moody's Latin America (@Moody'sLatAm) el 23 de octubre de 2018 a las 15:48 y 15:17 hora de México en Twitter.

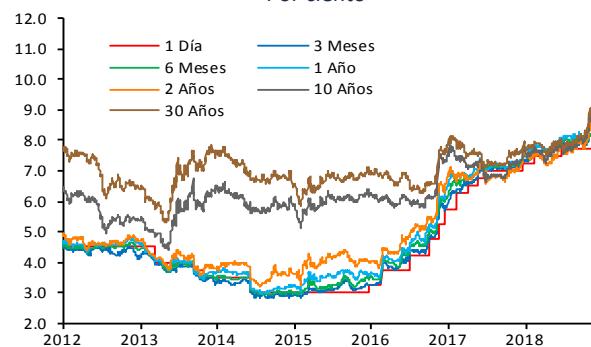
¹² Ver "Rating Action: Moody's Changes Outlook on Mexico's Rating to Stable from Negative; A3 Ratings Affirmed", Moody's a 11 de abril de 2018; "Fitch Affirms Mexico at BBB+, Revises Outlook to Negative", Fitch Ratings a 31 de octubre de

2018; "Boletín: Calificaciones soberanas de México incorporan nuestra expectativa de continuo pragmatismo en las políticas", Standard & Poor's a 31 de octubre de 2018; y "Análisis: Estados Unidos Mexicanos. Deuda Soberana", HR Ratings a 30 de octubre de 2018.

¹³ Ver "Announcement: New Mexican Government's Plan to Eliminate Oil Exports Raises Cash Flow and Foreign Exchange Risks", Moody's a 18 de octubre de 2018, "Rating Action: Fitch Affirms PEMEX's IDRs at BBB+ and National Rating at AAA (mex); Outlook Revised to Negative", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018 y "Entidades mexicanas con calificación en escala global", HR Ratings a 6 de noviembre de 2018.

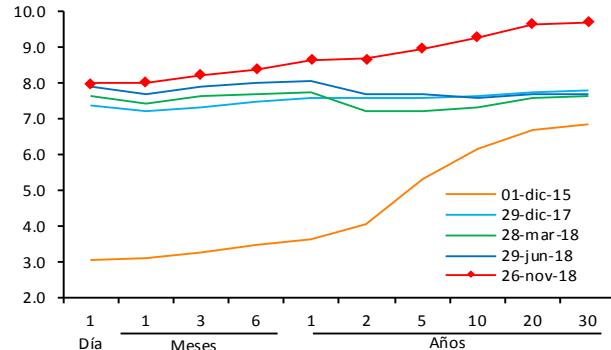
En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México, pueden apreciarse dos episodios durante el periodo de referencia. Primero, entre finales de junio y mediados de octubre, estas registraron incrementos moderados en los instrumentos con plazos de un año y mayores, en línea con los importantes incrementos en las tasas de interés externas, en tanto que aquellas de corto plazo se mantuvieron sin cambio. En particular, las tasas para plazos de 3 meses permanecieron en niveles alrededor de 7.9%, al tiempo que las correspondientes a 2 y 10 años aumentaron de 7.7 a 7.9% y de 7.7 a 8.1%, respectivamente. Así, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) aumentó alrededor de 40 puntos base en dicho periodo. Posteriormente, a partir de la segunda mitad de octubre las tasas de interés han registrado incrementos generalizados y considerables, especialmente las correspondientes a mediano y largo plazos. El comportamiento anterior estuvo influido por los factores idiosincrásicos descritos anteriormente, lo que ocasionó que los aumentos referidos estuvieran por encima de lo observado en otras economías emergentes. Así, la tasa de interés para plazos de 3 meses, 2 y 10 años han aumentado 30, 70 y 100 puntos base, de 7.9 a 8.2%, 7.9 a 8.6% y 8.1 a 9.1%, respectivamente (Gráficas 78 y 79). El comportamiento anteriormente descrito condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos registrara un empinamiento adicional de alrededor de 70 puntos base durante este lapso. Por su parte, la pendiente de la curva de rendimientos calculada a partir de instrumentos de mayores plazos (30 años – 3 años) mostró un empinamiento de menor magnitud (Gráfica 80). No obstante, la primera permanece en niveles inferiores a los observados en otros países (Gráfica 81).

Gráfica 78
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



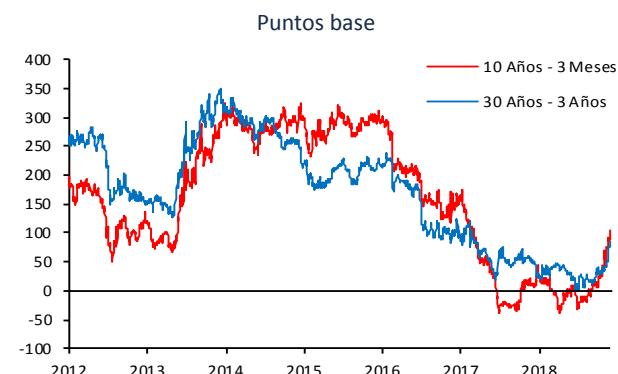
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 79
Curva de Rendimientos de México
Por ciento



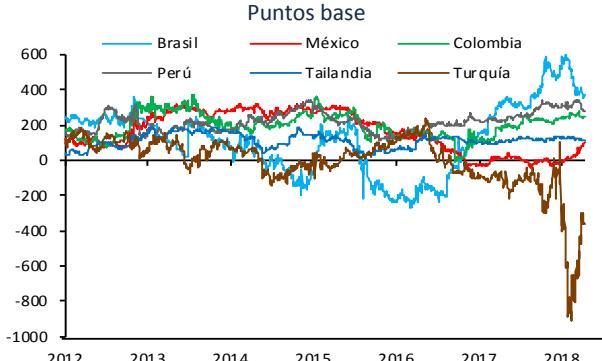
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 80
Pendiente de la Curva de Rendimientos



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

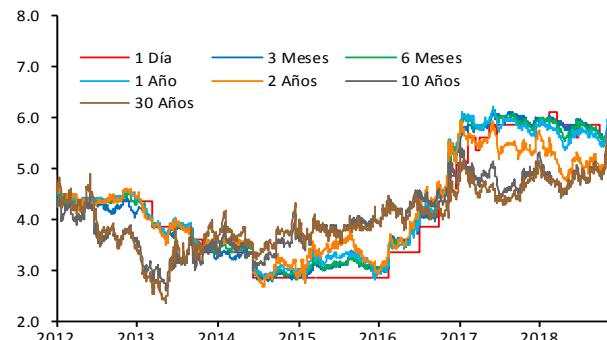
Gráfica 81
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
(10 años-3 meses)



Fuente: Bloomberg.

De acuerdo con el comportamiento anteriormente descrito, y dado que de finales de junio a mediados de octubre las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos aumentaron en mayor magnitud que en México, los diferenciales de tasas de interés entre ambos países para dichos horizontes presentaron disminuciones ligeras en dicho periodo. Mientras tanto, las correspondientes a mediano y largo plazos oscilaron en un rango de entre 4.75 y 5.25%. En particular, los diferenciales de 3 meses, y 2 años bajaron 40 y 10 puntos base, respectivamente, mientras que el de 10 años aumentó 20 puntos base. Posteriormente, a partir de la segunda mitad de octubre, los diferenciales para todos los plazos registraron aumentos derivados de los incrementos en las tasas de interés en México. En particular, los diferenciales de las tasas de interés a 3 meses 2 y 10 años aumentaron 20, 70 y 110 puntos base, respectivamente (Gráficas 82 y 83). Es importante señalar que estos indicadores se mantienen en niveles elevados en comparación con lo observado en los últimos 10 años. Al respecto, cabe destacar que las acciones de política monetaria que se han adoptado han contribuido a incrementar los diferenciales de tasas de interés de corto plazo entre ambos países, y evitaron que los de largo plazo mostraran una mayor ampliación (Gráfica 84). No obstante, destaca que, recientemente, estos últimos aumentaron como reflejo de un alza significativa en las diferentes primas de riesgo que demandan los inversionistas por mantener activos nacionales (Gráfica 85).

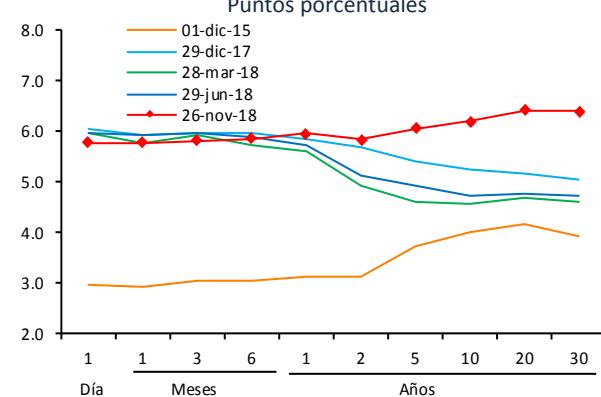
Gráfica 82
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
Por ciento



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

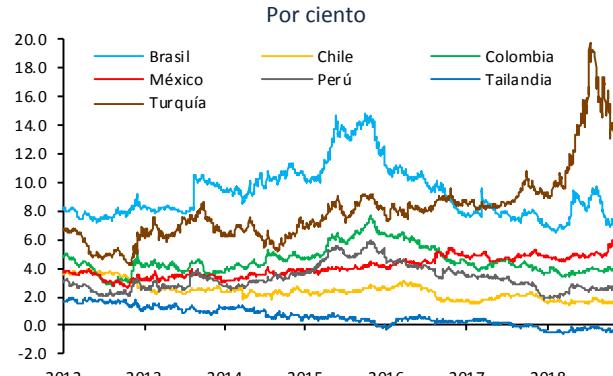
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 83
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
Puntos porcentuales



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

Gráfica 84
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 Años con respecto a Estados Unidos de Varios Países



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

Gráfica 85
Prima por Plazo en México^{1/}
 Puntos base

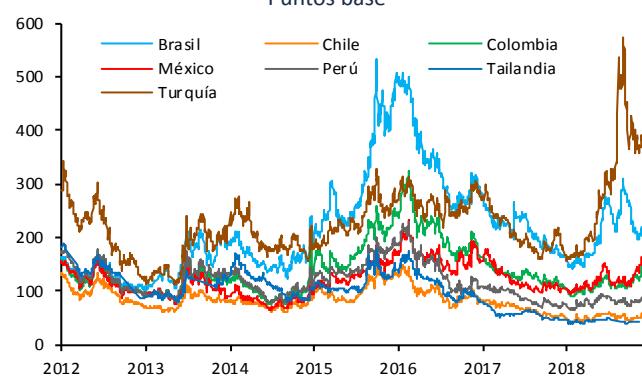


1/ Para el cálculo de la prima por plazo primero, se estima la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo implícita en la tasa de largo plazo (tasa de bonos cupón cero compuesta a 10 años) mediante un modelo afín. Posteriormente, a partir de esta estimación la prima por plazo se calcula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

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

Por último, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México, entre finales de junio y mediados de julio, registraron una importante disminución, misma que se mantuvo hasta la primera mitad de octubre. Esto en contraste con el deterioro significativo observado durante el mismo periodo en dichos indicadores en algunos países emergentes, en particular Argentina y Turquía, asociado a eventos adversos en los mercados financieros de dichos países (Gráfica 86). No obstante, a partir de la segunda mitad de octubre, y derivado de los fenómenos idiosincrásicos ya mencionados, en el caso de México dichos indicadores se incrementaron de manera importante.

Gráfica 86
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional^{1/}
 Puntos base



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

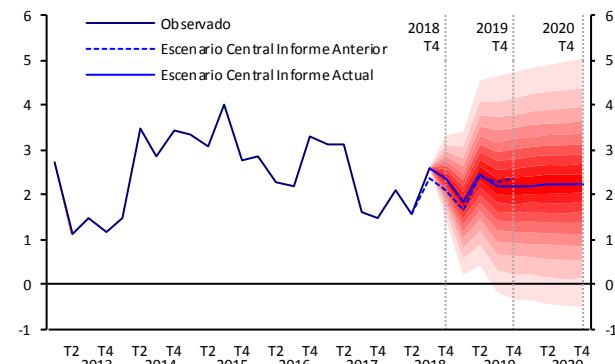
Fuente: Bloomberg.

En conclusión, la economía mexicana presenta riesgos de mediano y largo plazo que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y la formación de precios en la economía. En este sentido, es importante subrayar que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, así como de tasas de interés de mediano y largo plazos más elevadas, el Banco de México contribuirá a que los ajustes necesarios de la economía ocurran de manera ordenada, buscando evitar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios. Asimismo, en adición a seguir implementando una política monetaria prudente, es relevante que se impulse la adopción de medidas que propicien una mayor productividad, un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas, reforzando la transparencia y rendición de cuentas de las políticas públicas.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2018 se revisan de un intervalo de entre 2.0 a 2.6% en el Informe anterior a uno de entre 2.0 y 2.4%, mientras que para 2019 se modifican de un intervalo de entre 1.8 a 2.8% a uno de entre 1.7 y 2.7%, en ambos casos como reflejo de la mayor información disponible (Gráficas 87 y 88). Para 2020 se espera una expansión del PIB de entre 2.0 y 3.0%, lo que corresponde a un escenario inercial base congruente con el potencial de crecimiento que el país ha venido mostrando por varios años. En este sentido, las previsiones para 2019 y 2020 no consideran el impacto que la materialización de algunos riesgos que se describen más adelante podría tener sobre el crecimiento de la economía. Además, suponen que se mantendrá un compromiso por parte de las autoridades que tienen a su cargo la política económica por preservar un marco macroeconómico sólido en general y finanzas públicas sostenibles en particular.¹⁸ Cabe señalar que existe un alto grado de incertidumbre alrededor de estas perspectivas, toda vez que se considera que la economía mexicana continuará enfrentando un entorno complejo a lo largo del horizonte de pronóstico. En particular, si bien el acuerdo en principio alcanzado con Estados Unidos y Canadá en torno a la relación comercial en la región ha reducido en gran medida uno de los factores de riesgo para la economía mexicana, existen obstáculos para su ratificación, en un entorno en el que persiste la posibilidad de que se presente un escalamiento en las tensiones comerciales a nivel mundial y, si bien en menor medida, también podría seguir presente el riesgo de que se observen condiciones financieras globales más astringentes. Además, prevalecen elementos de incertidumbre interna respecto de diversos aspectos de la política económica que la nueva administración habrá de implementar y los efectos de estos sobre la actividad económica y la capacidad del país para generar un ambiente de confianza y certidumbre que sea propicio para la inversión.

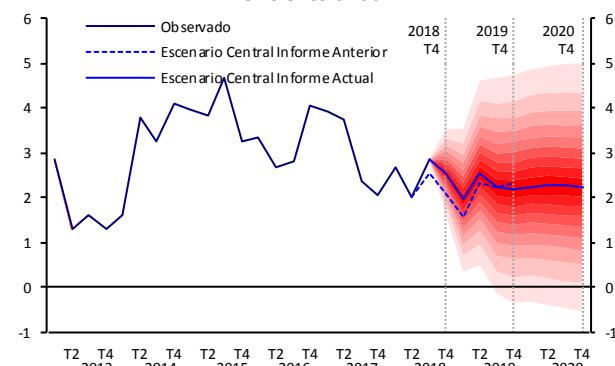
Gráfica 87
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 88
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

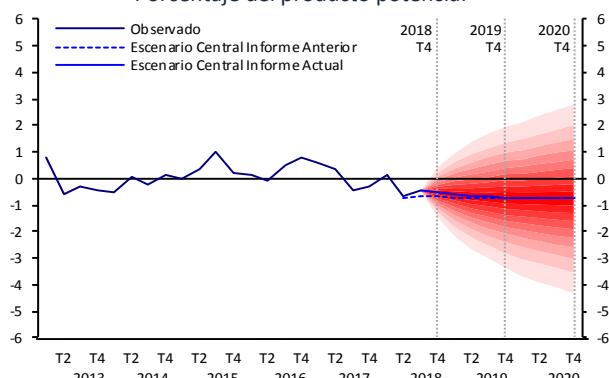
Con respecto a la posición cíclica de la economía, se anticipa que las condiciones de holgura, medidas tanto con las brechas del producto como por otros indicadores generales, se mantengan con cierto grado de relajamiento a lo largo del horizonte de pronóstico (Gráficas 89, 90 y 91).

¹⁸ Adicionalmente, de acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en noviembre de 2018, se prevé que la producción industrial en estados unidos aumente en 3.7 y 2.7% en 2018 y 2019,

respectivamente, mismas previsiones que las reportadas en el informe anterior. Para 2020, de acuerdo con la encuesta correspondiente a octubre de 2018, se espera un crecimiento de 1.8% para ese indicador.

Gráfica 89

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



a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Empleo: Los pronósticos para el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS para 2018 se revisan de un intervalo de entre 670 y 770 mil puestos de trabajo en el Informe anterior a uno de entre 670 y 740 mil puestos de trabajo en el Informe actual, mientras que para 2019 se continúa esperando un intervalo de entre 670 y 770 mil puestos de trabajo. Para 2020 se anticipa un intervalo de entre 690 y 790 mil puestos de trabajo.

Cuenta Corriente: Para 2018, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.5 y 22.6 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 1.9% del PIB, en el mismo orden), previsiones menores a las reportadas en el Informe anterior de 13.4 y 23.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 1.9% del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2019 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 14.1 y 28.8 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 14.1 y 27.9 miles de millones dólares, respectivamente (1.1 y 2.1% del PIB, en el mismo orden). Para 2020, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 15.1 y 31.5 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3% del PIB, en el mismo orden).

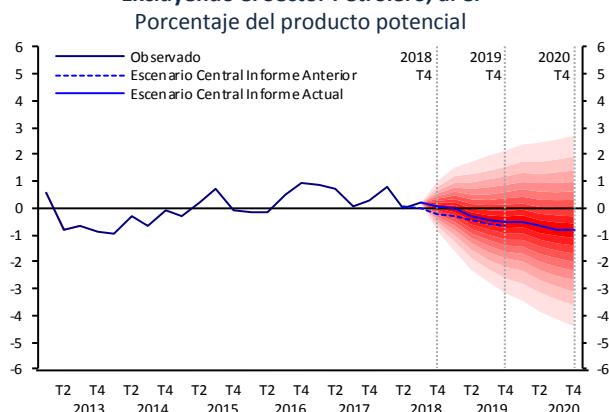
Dada la incertidumbre que prevalece en la economía mexicana, el balance de riesgos para el crecimiento del país desde una perspectiva cíclica continúa sesgado a la baja y se considera que se ha deteriorado en el margen. En particular, como se mencionó, no obstante los acuerdos alcanzados en materia comercial entre México, Canadá y Estados Unidos, persisten riesgos para su ratificación. Asimismo, existen otros elementos de incertidumbre, particularmente de índole interna, que podrían incidir negativamente sobre la actividad económica en el país.

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

- Que permanezca o se deteriore el actual ambiente de incertidumbre que ha venido afectando a la inversión, y que ello ocasione que diversas empresas pospongan o cancelen sus planes de inversión en México o que los consumidores mexicanos reduzcan su gasto de manera precautoria.

Gráfica 90

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

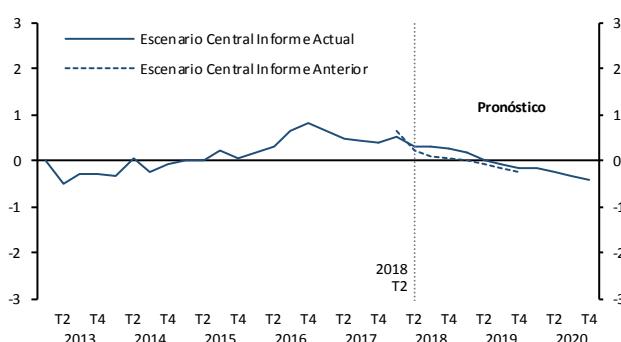


a. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 91

Indicador de Holgura Trimestral



Notas:

- El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero.
- No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.

Fuente: Banco de México.

- ii. Que se retrase la ratificación e implementación del acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá, de manera que permanezca el ambiente de incertidumbre que ha venido afectando a la inversión.
 - iii. Que el escalamiento de las medidas proteccionistas a nivel mundial afecte adversamente el crecimiento, la inversión y el comercio a nivel global, en detrimento de la actividad económica en México, aun si ciertos sectores productivos pudieran verse beneficiados en cierto grado por una desviación del comercio internacional.
 - iv. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales derivados, entre otros factores, de sorpresas inflacionarias en Estados Unidos que resulten en aumentos en las tasas de interés en ese país mayores a los esperados, así como de un posible contagio proveniente de otras economías emergentes o de acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.
 - v. Que la ejecución del gasto público se vea retrasada ante los retos de la implementación de la agenda de política pública asociados al comienzo de una nueva administración.
- Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico sobresalen:
- i. Que los anuncios referentes al acuerdo alcanzado con Estados Unidos y Canadá en materia comercial den lugar a una notoria reactivación de la inversión.
 - ii. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
 - iii. Que se observe un gasto público mayor al anticipado.
- Además, de los riesgos anteriores, la economía mexicana enfrenta diversos riesgos que, de materializarse, no solo podrían afectar su crecimiento cíclico, sino que también podrían incidir negativamente sobre su potencial de crecimiento en el mediano y largo plazos. Entre estos riesgos se encuentran:
- i. Que las decisiones de política pública generen mayor preocupación en los mercados y una pérdida sostenida de la confianza en México como destino de inversión, lo cual podría prolongar, o incluso exacerbar, la debilidad que la inversión ha venido exhibiendo desde hace varios años, con sus consecuentes efectos negativos sobre la capacidad productiva del país y el ritmo de adopción de nuevas tecnologías.
 - ii. Que se debiliten o no se pongan en marcha acciones estructurales encaminadas a incrementar la productividad de la economía.
 - iii. Que las medidas proteccionistas ya implementadas, o la adopción de nuevas acciones, afecten de manera adversa la inserción de ciertas economías, y en particular de la mexicana, en las cadenas globales de valor.
 - iv. Que la competitividad de la economía mexicana se vea afectada por diversos factores, externos o internos, como la reducción tributaria a empresas en Estados Unidos.
 - v. Que se acentúen los problemas de inseguridad pública, de corrupción, de impunidad y de falta de estado de derecho, con sus consecuentes efectos adversos sobre la inversión y la actividad económica.

5.1. Previsiones para la Inflación

Inflación: En lo que se refiere a los pronósticos de inflación, en ausencia de acciones de política monetaria, varios factores habrían conducido a un retraso en la convergencia de la inflación a la meta respecto a lo presentado en el Informe anterior. Entre estos factores se encuentran los incrementos ya observados en los precios de los energéticos, así como los efectos indirectos que estos han tenido sobre la inflación subyacente, aunado a las mayores alzas a las previstas en la tasa de variación de los precios de los servicios. Como ya se mencionó, tomando en cuenta estos eventos, la política monetaria se ajustó en noviembre para mantener la convergencia de la inflación general a la meta en el mismo horizonte que en el Informe previo, si bien durante los próximos trimestres se espera que las inflaciones general y subyacente se ubiquen por arriba de las estimaciones anteriores. De esta forma,

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

	2018		2019				2020		
	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
INPC									
Informe Actual	4.9 *	4.7	4.4	4.4	3.8	3.4	3.3	3.1	3.0
Informe Anterior	4.8	4.2	3.8	3.6	3.2	3.3	3.2	3.1	
Subyacente									
Informe Actual	3.6 *	3.7	3.6	3.6	3.4	3.1	3.0	2.9	2.7
Informe Anterior	3.6	3.5	3.3	3.2	3.0	2.9	3.0	2.9	

*/ Cifras observadas.

Fuente: Banco de México e INEGI.

se prevé que la inflación general anual se aproxime hacia el objetivo de 3% a lo largo de 2019, ubicándose durante el primer semestre de 2020 alrededor de dicho objetivo. En lo que se refiere a la inflación subyacente anual, su trayectoria también se revisa al alza para los siguientes meses, si bien debido a las acciones de política monetaria se anticipa que alcance el mismo nivel que en el Informe anterior en el primer semestre de 2020 (Cuadro 3, Gráfica 92 y Gráfica 93).

Las previsiones anteriores están sujetas a importantes riesgos, entre los cuales destacan:

- i. Que la cotización de la moneda nacional continúe viéndose presionada tanto por mayores tasas de interés externas, como por otros factores externos e internos.
- ii. Que persistan presiones en los precios de los energéticos o incrementos en los de los productos agropecuarios.
- iii. Que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global.
- iv. Que se registre un deterioro de las finanzas públicas.
- v. Por los choques observados y los niveles que ha alcanzado la inflación, existe el riesgo de que se presenten efectos de segundo orden en la formación de precios.
- vi. Que las negociaciones salariales no sean congruentes con las ganancias en productividad.

En adición a los anteriores, se enfrentan otros riesgos de carácter estructural. Estos pueden derivarse de una aplicación de políticas que pudieran conducir a cambios profundos en la economía y en el proceso de formación de precios. Entre estos destacan los siguientes:

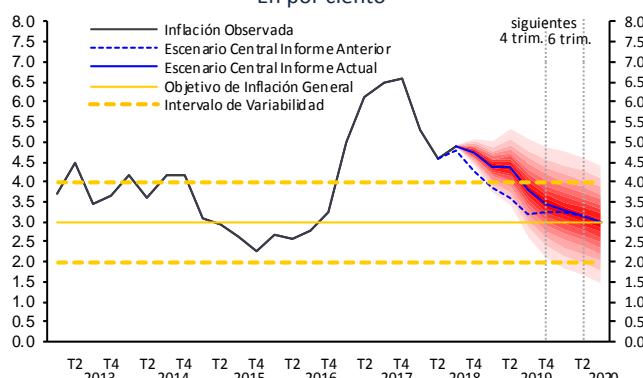
- i. Que se presente una reducción en el crecimiento potencial de la economía. Ello ante la posibilidad de que se acentúe la debilidad de la inversión y la falta de crecimiento de la productividad.
- ii. Que se observe debilidad estructural en las finanzas públicas.
- iii. Que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se ajusten al alza en respuesta a una mayor persistencia en la inflación por afectaciones en la formación de precios asociadas a cambios en la determinación de salarios u otros insumos.
- iv. Que se afecten en mayor medida las condiciones de acceso al financiamiento externo.
- v. Dada la materialización de los riesgos anteriores, que el tipo de cambio real muestre una mayor tendencia hacia la depreciación.

Tomando en cuenta todo lo anterior, se considera que el balance de riesgos respecto a la trayectoria esperada para la inflación se ha deteriorado y muestra un importante sesgo al alza. Ello, en un entorno de marcada incertidumbre.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. La Junta dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa

entre México y Estados Unidos en un contexto externo adverso, así como a la evolución de las condiciones de holgura en la economía. Ello, con el objeto de tomar las acciones que se consideren necesarias, en particular, el mantenimiento o un reforzamiento de la postura monetaria actual, a fin de que la inflación general converja a la meta del Banco de México en el horizonte en el que opera la política monetaria. Asimismo, si el entorno adverso para la inflación perdura o se agrava, podrían ser necesarias mayores tasas de interés a lo largo del ciclo económico.

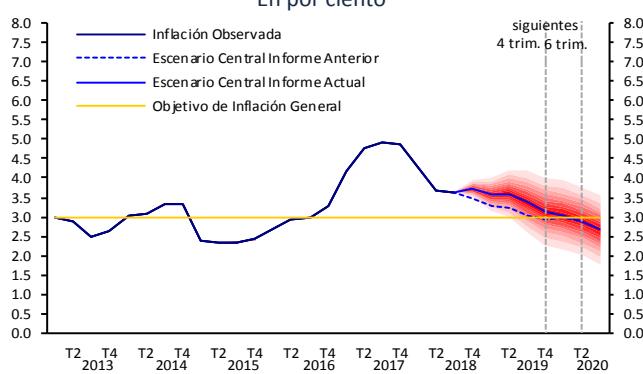
Gráfica 92
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual^{1/}
En por ciento



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

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 93
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual^{1/}
En por ciento



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

Fuente: Banco de México e INEGI.

Si bien el acuerdo alcanzado en torno a la renegociación de la relación comercial en Norte

América implica la modernización de cierta áreas, al tiempo que impone mayores fricciones al comercio en otras, no hay duda de que, aunque prevalecen obstáculos para su ratificación, con su anuncio se ha reducido la incertidumbre asociada con uno de los factores que había estado afectando de manera adversa la inversión en México. En particular, el hecho de que se preserve –y que hacia adelante se profundice– la integración económica de la región, debería dar lugar a una reactivación de la inversión en el país, impulsada tanto por aquellos proyectos que se habían pospuesto ante la incertidumbre en la política comercial, como por nuevas oportunidades de negocio. No obstante, los avances en materia comercial pueden no ser suficientes para incrementar, o incluso mantener, la confianza en la economía mexicana necesaria para detonar mayor inversión y crecimiento en México si no se protegen los fundamentos de la economía y se atienden los obstáculos que le han impedido al país alcanzar un mayor crecimiento potencial. Así, es necesario preservar y robustecer un marco macroeconómico sólido que anteponga la disciplina fiscal y la estabilidad de precios, reforzando la transparencia y rendición de cuentas de las políticas públicas. Además, se deben corregir los problemas estructurales e institucionales que desincentivan la inversión y obstaculizan el crecimiento de la productividad, entendiendo que la única forma de generar empleos mejor remunerados es a través de una mayor productividad. En efecto, se deben propiciar condiciones de mayor competencia en los diversos sectores de actividad y generar los incentivos que privilegien la creación de valor y no la búsqueda de rentas. Además, es necesario invertir en la infraestructura que permita al país fortalecer tanto su mercado interno, como su vocación exportadora. Adicionalmente, como se ha mencionado en Informes anteriores, deben adoptarse las políticas adecuadas en ámbitos distintos al económico, de manera que se combatan la inseguridad y la corrupción, que se garantice el respeto a la propiedad privada, que se fomente un ambiente de certidumbre para la inversión y que prevalezca la certeza jurídica. Todo ello permitiría generar un ambiente más propicio para la inversión y la adopción de nuevas tecnologías, redundando en un mayor crecimiento y bienestar.

Anexo 1. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria, los Informes Trimestrales y los Reportes sobre el Sistema Financiero en 2019

Calendario para 2019

	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria ^{1/}	Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria ^{2/}	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria	Informes Trimestrales ^{3/}	Reportes sobre el Sistema Financiero ^{4/}
Enero					
Febrero	7	21		27	
Marzo	28				
Abril		11			
Mayo	16	30		29	
Junio	27				12
Julio		11			
Agosto	15	29		28	
Septiembre	26				
Octubre		10			
Noviembre	14	28		27	
Diciembre	19 ^{5/}				4

1/ El calendario considera ocho fechas para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2019. Sin embargo, como en años anteriores, el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central. La publicación de las decisiones de política monetaria seguirá siendo en jueves a las 13:00 horas como en el 2018.

2/ Las minutas correspondientes a las reuniones de política monetaria de la Junta de Gobierno serán publicadas en jueves, dos semanas después de cada anuncio de política monetaria.

3/ El Informe Trimestral que se publicará el 27 de febrero corresponde al del cuarto trimestre de 2018, el del 29 de mayo al del primer trimestre de 2019, el del 28 de agosto al del segundo trimestre de 2019, y el del 27 de noviembre al del tercer trimestre de 2019.

4/ A partir de este Informe Trimestral el calendario incluirá las fechas de publicación de los Reportes sobre el Sistema Financiero.

5/ Las minutas correspondientes a la Reunión de la Junta de Gobierno de diciembre se publicarán el día jueves 2 de enero de 2020

Anexo 2. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Julio – Septiembre 2018

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

29/08/2018 | Informe trimestral, abril - junio 2018

1.2. Reporte sobre las Economías Regionales

13/09/2018 | Reporte sobre las economías regionales, abril - junio 2018

2. Documentos de investigación

06/07/2018	2018-10 Medición de la actividad económica en las principales zonas turísticas de playa en México a través de la luminosidad fotografiada desde el espacio
20/08/2018	2018-11 Concesiones forestales, certificación y áreas protegidas: impactos forestales de combinaciones de derechos de desarrollo y restricciones uso de suelo en la Amazonía peruana (Disponible sólo en inglés)
20/08/2018	2018-12 El Valor de ser socialmente responsable. Un enfoque Primal-Dual (Disponible sólo en inglés)
20/08/2018	2018-13 Contra todo pronóstico: búsqueda de empleo durante la gran recesión (Disponible sólo en inglés)
22/08/2018	2018-14 Financiamiento y formalización del empleo: evidencia para México de la ENIGH, 2000-2016 (Disponible sólo en inglés)
24/08/2018	2018-15 Sobre el papel de la ayuda financiera en un episodio de default (Disponible sólo en inglés)
24/08/2018	2018-16 Swaps de TIIE-28 como predictores ajustados por riesgo de la política monetaria en México (Disponible sólo en inglés)
03/09/2018	2018-17 Ajuste del indicador regional del ingreso en el comercio al por menor

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

3.1. Discursos

09/07/2018	"Monetary policy amidst Nafta negotiations and other sources of uncertainty", Javier Guzmán, Subgobernador del Banco de México (disponible sólo en inglés)
27/08/2018	"Puesta en circulación del billete de 500 pesos de la nueva familia de billetes mexicanos", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México
19/09/2018	"Evolución y perspectivas de la economía mexicana", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México

3.2. Presentaciones

11/07/2018	"Situación macroeconómica del país y las perspectivas desde Banco de México", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México
17/08/2018	"Evolución y perspectivas de la economía mexicana", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México

13/09/2018	"Evolución y perspectivas de la economía mexicana", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México
28/09/2018	"Evolución y perspectivas de la economía mexicana", Alejandro Díaz de León, Gobernador de Banco de México

4. Comunicados

4.1. Política monetaria

4.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

02/08/2018	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 7.75 por ciento
------------	---

4.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

05/07/2018	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 21 de junio de 2018
16/08/2018	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 2 de agosto de 2018

4.2. Banco de México

4.2.1. Estado de cuenta semanal

10/07/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 6 de julio de 2018
17/07/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 13 de julio de 2018
24/07/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 20 de julio de 2018
31/07/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 3 de agosto de 2018
07/08/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 10 de agosto de 2018
14/08/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de agosto de 2018
21/08/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 24 de agosto de 2018
28/08/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 31 de agosto de 2018
04/09/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 7 de septiembre de 2018
11/09/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 14 de septiembre de 2018
18/09/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 21 de septiembre de 2018
25/09/2018	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de septiembre de 2018

4.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

10/07/2018	Información semanal al 6 de julio de 2018
17/07/2018	Información semanal al 13 de julio de 2018
24/07/2018	Información semanal al 20 de julio de 2018
31/07/2018	Información semanal al 27 de julio de 2018
14/08/2018	Información semanal al 10 de agosto de 2018
07/08/2018	Información semanal al 3 de agosto de 2018

21/08/2018	Información semanal al 17 de agosto de 2018
28/08/2018	Información semanal al 24 de agosto de 2018
04/09/2018	Información semanal al 31 de agosto de 2018
11/09/2018	Información semanal al 7 de septiembre de 2018
18/09/2018	Información semanal al 14 de septiembre de 2018
25/09/2018	Información semanal al 21 de septiembre de 2018

4.2.3. Estado de Cuenta Consolidado mensual y Balance General

26/07/2018	Estados Financieros junio de 2018
21/08/2018	31 de julio de 2018
24/09/2018	31 de agosto de 2018

4.3. Sector financiero

4.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

31/07/2018	Agregados monetarios y actividad financiera en junio de 2018
31/08/2018	Agregados monetarios y actividad financiera a julio de 2018
28/09/2018	Agregados monetarios y actividad financiera en agosto de 2018

4.4. Sector externo

4.4.1. Balanza de pagos

24/08/2018	La balanza de pagos en el segundo trimestre de 2018
------------	---

4.4.2. Información revisada de comercio exterior

09/07/2018	Mayo de 2018
09/08/2018	Junio de 2018
10/09/2018	Julio de 2018

4.5. Resultados de encuestas

4.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

22/08/2018	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre abril-junio de 2018
------------	---

4.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

05/07/2018	Índice de confianza del consumidor: junio 2018
03/08/2018	Índice de confianza del consumidor: julio 2018
05/09/2018	Índice de confianza del consumidor: agosto 2018

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

02/07/2018	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: junio 2018
01/08/2018	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: julio 2018
03/09/2018	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: agosto 2018

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

13/08/2018	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre abril-junio de 2018
------------	--

4.5.5. Indicadores de opinión empresarial

02/07/2018	Indicador de pedidos manufactureros: junio 2018
01/08/2018	Indicador de pedidos manufactureros: julio 2018
03/09/2018	Indicador de pedidos manufactureros: agosto 2018

4.6. Misceláneos

06/07/2018	Las autoridades financieras solicitan fortalecer esquemas de seguridad y vigilancia
13/07/2018	Segundo periodo de consulta pública sobre disposiciones de créditos asociados a la nómina
27/07/2018	Nuevos requerimientos a los participantes del SPEI para reforzar las políticas y controles en las transferencias de fondos
15/08/2018	Consulta pública sobre proyectos de disposiciones del Banco de México: regulación aplicable a las instituciones de fondos de pago electrónico
20/08/2018	Nuevo sitio del Banco de México en Internet
29/08/2018	Segundo periodo de consulta pública a las reglas relativas a las operaciones con tarjetas de débito y crédito de instituciones de crédito y SOFOMES reguladas que mantengan vínculos patrimoniales con instituciones de crédito
03/09/2018	Segunda Convocatoria de Enlaces Universitarios Banxico, dirigida a los estudiantes de instituciones de educación superior en México
10/09/2018	Aviso conjunto a los usuarios de las estadísticas de viajeros internacionales
20/09/2018	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos
20/09/2018	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

4.7. Circulares emitidas por el Banco de México

26/07/2018	Sistemas de pagos administrados por el Banco de México
26/07/2018	Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
26/07/2018	Sistema de Pagos Interbancarios en Dólares (SPID)
26/07/2018	Operaciones de caja
27/07/2018	Subastas para la colocación de valores gubernamentales y de valores del IPAB

26/07/2018	Operaciones de las instituciones de crédito y de la Financiera Nacional de Desarrollo Agropecuario, Rural, Forestal y Pesquero
26/07/2018	Tarjetas de crédito
27/07/2018	Sistemas de pagos administrados por el Banco de México
27/07/2018	Sistema de Pagos Electrónicos Interbancarios (SPEI)
27/08/2018	Operaciones de caja
10/09/2018	Operaciones de las instituciones de fondos de pago electrónico
21/09/2018	Operaciones de caja



BANCO DE MÉXICO

Noviembre 2018

www.banxico.org.mx