



BANCO DE MÉXICO

# Informe Trimestral

Enero – Marzo 2017



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA



## **INFORME TRIMESTRAL**

En este informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre enero – marzo de 2017 y diversas actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México.

## **ADVERTENCIA**

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 29 de mayo de 2017. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*

## CONTENIDO

1. Introducción .....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	5
2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2017 .....	5
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor .....	18
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2017 .....	19
3.1. Condiciones Externas.....	19
3.1.1. Actividad Económica Mundial .....	20
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	24
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior .....	25
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales .....	27
3.2. Evolución de la Economía Mexicana .....	30
3.2.1. Actividad Económica.....	30
3.2.2. Mercado Laboral .....	42
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País .....	45
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación .....	53
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	66

## RECUADROS

1. Evolución Reciente del Precio del Gas L.P. y Consideraciones sobre su Mercado .....	14
2. Análisis del Desempeño Reciente de la Inversión Privada .....	35





## 1. Introducción

Durante los primeros meses de 2017, la economía mexicana continuó enfrentando diversos choques cuyos efectos sobre la inflación, si bien temporales, han sido de una magnitud importante y una persistencia elevada. En efecto, la inflación ha mantenido desde julio de 2016 una tendencia al alza por más de 10 meses consecutivos, como resultado de los incrementos que se han presentado tanto en la inflación subyacente, como en la no subyacente. Así, la inflación general se incrementó a niveles cercanos al 5 por ciento en el primer trimestre de 2017, y se aceleró a 6.17 por ciento en la primera quincena de mayo. Destacan en este comportamiento los efectos de la depreciación acumulada de la moneda nacional desde finales de 2014; así como las consecuencias del aumento en los precios de los energéticos, en particular los de las gasolinas y los del gas L.P., que tuvieron lugar desde principios de este año. Adicionalmente, el incremento al salario mínimo registrado a inicios de año también contribuyó al incremento en la inflación general anual. El primero de estos choques ha venido afectando de manera significativa la trayectoria de la inflación subyacente, manifestándose en un gradual ajuste de precios relativos de las mercancías respecto a los correspondientes a los servicios. Por su parte, el incremento en los precios de los energéticos ha incidido directamente en el componente no subyacente de la inflación, así como indirectamente en el subyacente, al aumentar los costos de producción de diversos bienes y de algunos servicios, principalmente de alimentación, que utilizan dichos energéticos como insumos. Más recientemente, la inflación anual se ha visto impactada de manera adicional por los aumentos registrados en abril en los precios de algunos productos agropecuarios y en las tarifas autorizadas por diferentes instancias de gobierno, particularmente en autotransporte.

Cabe resaltar que, a pesar de que la simultaneidad y la magnitud de estos choques han afectado la inflación y sus expectativas de corto plazo de manera importante, la política monetaria que de manera oportuna ha implementado el Banco de México ha contribuido a que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se hayan mantenido relativamente estables; es decir, ha conducido a que, hasta el momento, no se hayan presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. En efecto, con el objeto de evitar contagios al proceso de formación de precios en la economía, anclar las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria a la convergencia de la inflación a su meta, en el periodo que cubre este Informe la Junta de Gobierno del Banco de México aumentó en 100 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a un nivel de 6.75 por ciento. Estas decisiones tomaron en consideración, principalmente, la tendencia que ha venido presentando la inflación ante la ocurrencia de los choques temporales en precios relativos antes mencionados, la previsión de que no se anticipaban presiones de inflación provenientes de la demanda agregada, los incrementos en la tasa de política monetaria llevados a cabo desde 2015, así como el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos en su reunión de marzo.

Lo anterior se ha dado en un contexto en el que la economía mundial continuó con su proceso de recuperación al inicio de 2017, reflejando un repunte de la inversión, la producción industrial y el comercio global. No obstante, el escenario previsto de un crecimiento global moderado para 2017 y 2018 sigue enfrentando riesgos a la

baja derivados de la elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en países avanzados, de que parecen haberse incrementado las vulnerabilidades de la economía de China, de los posibles efectos de la salida del Reino Unido de la Unión Europea y del aumento de los riesgos geopolíticos en diversas regiones del mundo. En particular, la definición de las características que adoptarán la reforma fiscal y comercial en Estados Unidos, y el ritmo de normalización de su política monetaria, continuarán propiciando una elevada incertidumbre para el panorama de la economía mundial durante los próximos trimestres. En cuanto a la inflación, esta continuó aumentando en las principales economías avanzadas durante el primer trimestre del año, reflejando, entre otros factores, los incrementos registrados en los precios de la energía durante la mayor parte de 2016. No obstante, en la mayoría de los países de este grupo dicho indicador se mantiene por debajo del objetivo de los respectivos bancos centrales, y las expectativas de inflación aún se encuentran en niveles bajos.

Así, la postura monetaria de los principales bancos centrales de países avanzados se mantuvo acomodaticia, si bien continúan existiendo divergencias entre países como reflejo de diferencias en sus posiciones relativas en el ciclo económico. En particular, luego de haberlo aumentado en marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambios el rango objetivo para la tasa de fondos federales en su reunión de mayo. No obstante, se continúa esperando que el retiro del estímulo monetario en Estados Unidos seguirá a un ritmo gradual, y se anticipa que en su decisión de junio este banco central incrementará nuevamente dicho rango. Además, se ha venido fortaleciendo la expectativa de que hacia finales del año en curso, la Reserva Federal comience a tomar acciones orientadas a reducir el tamaño de su hoja de balance, lo que aceleraría el proceso de normalización de la política monetaria. Mientras tanto, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón han mantenido sin cambio su postura monetaria, recalcando la necesidad de mantenerla acomodaticia, aunque no se prevén estímulos adicionales dada la disminución en los riesgos deflacionarios.

En lo que respecta a las economías emergentes, la actividad económica se ha recuperado durante el primer trimestre, aunque desde niveles bajos. A ello ha contribuido el reciente impulso adquirido por el comercio mundial ante la mayor actividad de las economías avanzadas y cierto repunte en los precios internacionales de las materias primas observado durante 2016. No obstante, las vulnerabilidades de la economía china y la reciente crisis política en Brasil pudieran incidir sobre el crecimiento de dichas economías en los próximos trimestres.

A pesar de la incertidumbre que persiste en materia de política económica y de los crecientes riesgos geopolíticos, los mercados financieros internacionales mostraron una marcada reducción en sus niveles de volatilidad y un aumento en los precios de los activos respecto a lo experimentado durante el último trimestre de 2016. El desempeño favorable de los mercados parece estar respondiendo más a las expectativas de un escenario de crecimiento sostenido, apoyado por condiciones crediticias favorables, la recuperación de las utilidades empresariales, y el fortalecimiento de la demanda y el comercio global, que a los elevados niveles de incertidumbre política y económica. No obstante, si bien las medidas de volatilidad son bajas, los mercados no excluyen riesgos extremos o de cola, observándose un incremento en los costos de cobertura de dichos riesgos. En efecto, aún no se pueden descartar episodios de mayor inestabilidad en los mercados financieros dada la incertidumbre que aún existe tanto sobre la

materialización del escenario que está sustentando las expectativas favorables, como la probabilidad de que ocurran los riesgos extremos que enfrenta la economía global anteriormente señalados.

Respecto al desempeño de los mercados financieros nacionales, estos se vieron afectados de manera importante a principios del año, especialmente como consecuencia de la incertidumbre en torno a la posible instrumentación de políticas comerciales y migratorias de la nueva administración estadounidense que pudieran incidir desfavorablemente en la economía mexicana. Así, el peso mostró una depreciación significativa y elevada volatilidad, al tiempo que las tasas de interés para todos los plazos aumentaron. No obstante, como consecuencia de las acciones de política monetaria implementadas por el Banco de México, de las medidas anunciadas por la Comisión de Cambios y de algunos comentarios constructivos de miembros del gobierno de Estados Unidos sobre el futuro de la relación bilateral de ese país con México, la depreciación de la moneda nacional antes mencionada se revirtió a partir de la segunda mitad de enero. En particular, el tipo de cambio se apreció considerablemente, a niveles comparables a los observados antes de que el proceso electoral en Estados Unidos finalizara, y las tasas de interés para horizontes de largo plazo mostraron una disminución.

En cuanto a la economía nacional, en el primer trimestre de 2017 la actividad productiva se expandió a un ritmo similar al del trimestre previo. Esto reflejó, fundamentalmente, el crecimiento que continuaron presentando el consumo privado y la demanda externa. En contraste, se acentuó la debilidad de la inversión, toda vez que a la tendencia negativa que ha venido presentado la pública, se ha añadido recientemente una desaceleración en la privada. En este contexto, siguen sin presentarse presiones significativas sobre los precios provenientes de la demanda agregada, aunque el mercado laboral ha venido agotando su holgura lo que, a su vez, se ha reflejado en una trayectoria al alza en los costos laborales unitarios, partiendo de niveles bajos.

El crecimiento observado en el primer trimestre del año fue ligeramente superior al que se anticipaba en el Informe anterior. Como consecuencia de ello, se prevé una mayor expansión del PIB para 2017 en su conjunto, de modo que se ajusta el intervalo de pronóstico para ese año de uno de entre 1.3 y 2.3 por ciento, a uno de entre 1.5 y 2.5 por ciento. A pesar del relativamente favorable desempeño de la actividad económica a inicios de 2017, las cifras más recientes apuntan a cierta desaceleración de la actividad productiva en los próximos trimestres, lo cual pareciera estar parcialmente asociado, tal como se destacó en el Informe previo, a los efectos de la incertidumbre relativa al futuro de la relación económica entre México y Estados Unidos sobre las decisiones de inversión y consumo, si bien estos se han atenuado ligeramente. Para 2018, no se modifica respecto al Informe previo el intervalo de pronóstico de un crecimiento del PIB de entre 1.7 y 2.7 por ciento, de modo que se sigue previendo un mayor ritmo de expansión de la economía respecto a 2017, reflejando la expectativa de un mayor dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos en ese año, así como efectos positivos más evidentes en 2018 de las reformas estructurales sobre las condiciones para la inversión.

Se prevé que en los próximos meses la inflación general anual seguirá siendo afectada de manera temporal por el incremento en las tarifas de autotransporte y de algunos productos agropecuarios, mismos que se añaden a los ajustes que

resulten de los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios, derivados de la depreciación acumulada del tipo de cambio real, así como por el impacto transitorio del incremento en los precios de los energéticos y del salario mínimo en enero de 2017. Por ello, se estima que la inflación general anual se ubique durante 2017 por encima de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien durante los últimos meses de 2017 y durante 2018 se anticipa que retome una tendencia convergente al objetivo de 3 por ciento y que alcance dicho nivel al final del horizonte de pronóstico. Esta estimación prevé que en 2017 la inflación subyacente anual permanecerá también por encima del referido intervalo, pero significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual y que a finales de ese año y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente al objetivo de inflación de este Instituto Central. Estas trayectorias serían resultado de diversos factores, tales como el desvanecimiento de los choques mencionados, la reversión que ha registrado el tipo de cambio durante los últimos meses, la ampliación prevista de la brecha del producto a terreno negativo, y los importantes ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015, así como los que se requieran hacia adelante, que seguirán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación durante los siguientes trimestres.

Cabe señalar que aún prevalece incertidumbre en torno a la política económica que se implementará en los Estados Unidos, así como sus efectos sobre la relación bilateral con nuestra nación, por lo que no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad. Ante esto, este Instituto Central contribuirá a la solidez del marco macroeconómico del país a través de procurar una inflación baja y estable. Es a través del cumplimiento de su mandato como el Banco de México mejor contribuye al crecimiento y a la recuperación de los salarios reales de la economía. A la estabilidad macroeconómica también contribuirán las medidas de consolidación fiscal que se han venido aplicando y que se espera que se implementarán en los siguientes años. En complemento a ello, el Directorio del Fondo Monetario Internacional ratificó el 22 de mayo de 2017 la disponibilidad para México de la Línea de Crédito Flexible (LCF) por 86 mil millones de dólares.<sup>1</sup> Esto confirma que México sigue cumpliendo con todos los criterios de calificación necesarios para acceder a dichos recursos contingentes y genera importantes incentivos para continuar manteniendo la solidez de los fundamentos de la economía, toda vez que ello es requisito para conservar el acceso a esta línea de crédito.

Hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio y de los incrementos en los precios de los energéticos al resto de los precios. También se mantendrá atenta a la evolución de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, y a la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para lograr la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento.

---

<sup>1</sup> Este monto corresponde al equivalente a 62.4 miles de millones de Derechos Especiales de Giro, al tipo de cambio vigente al 22 de mayo de 2017.

## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2017

La inflación general anual continúa presentando una tendencia al alza, como reflejo de los diversos choques que han venido afectando tanto a la inflación subyacente, como a la no subyacente. En el primer caso, la depreciación que ha acumulado el tipo de cambio desde finales de 2014 sigue manifestándose en la forma de un gradual ajuste de precios relativos de las mercancías respecto a los correspondientes a los servicios. Al mismo tiempo, el incremento en los precios de los energéticos, en particular de las gasolinas y del gas L.P., registrado desde principios de año, así como el aumento sostenido durante el trimestre de referencia de las tarifas industriales y comerciales de la electricidad, han causado efectos indirectos en los precios de algunos rubros de la inflación subyacente, al provocar aumentos en los costos de producción de diversos bienes y algunos servicios, principalmente de alimentación. Por su parte, la inflación no subyacente ha mantenido su tendencia al alza, reflejando tanto los aumentos en los precios de los energéticos referidos, como los incrementos que recientemente se han presentado en los precios de algunos productos agropecuarios y en las tarifas autorizadas por distintas instancias gubernamentales, como es el caso del autotransporte. A su vez, el incremento al salario mínimo que tuvo lugar a principios de año también contribuyó de manera moderada al aumento de la inflación en lo que va del año. No obstante la simultaneidad y magnitud de estos choques, no se han percibido hasta el momento efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía, y las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen estables.

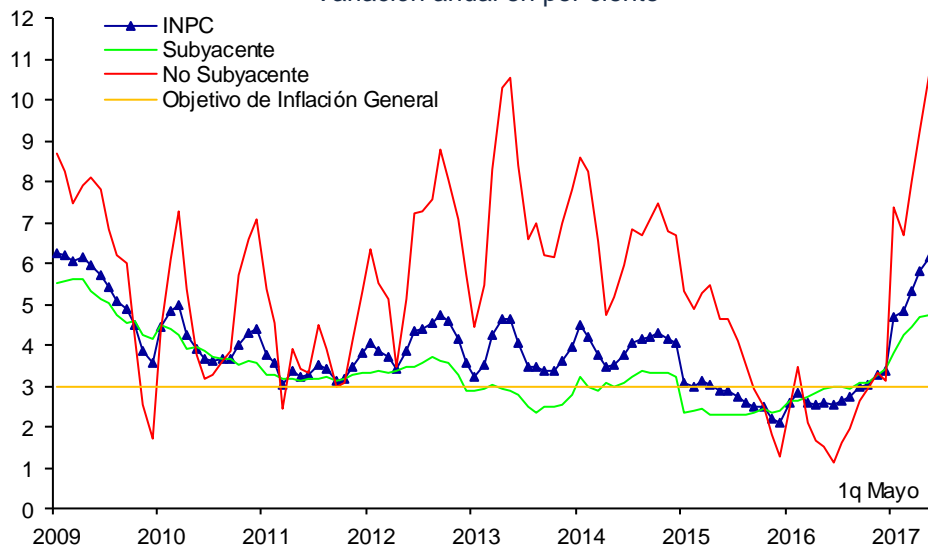
Reflejando el entorno anterior, la inflación general anual aumentó de un promedio de 3.24 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 a uno de 4.98 por ciento en el primer trimestre de 2017, incrementándose a 6.17 por ciento en la primera quincena de mayo. En particular, la inflación subyacente anual promedio pasó de 3.28 a 4.19 por ciento entre los trimestres referidos, mientras que en la primera quincena de mayo registró 4.75 por ciento. Por su parte, la variación anual promedio del componente no subyacente aumentó de 3.14 a 7.38 por ciento entre el último trimestre de 2016 y el primero de 2017, ubicándose en 10.71 por ciento en la primera quincena de mayo (Cuadro 1 y Gráfica 1).

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

	2015		2016				2017	
	IV	I	II	III	IV	I	1q Mayo	
<b>INPC</b>	<b>2.27</b>	<b>2.69</b>	<b>2.56</b>	<b>2.78</b>	<b>3.24</b>	<b>4.98</b>	<b>6.17</b>	
<b>Subyacente</b>	<b>2.40</b>	<b>2.69</b>	<b>2.91</b>	<b>3.00</b>	<b>3.28</b>	<b>4.19</b>	<b>4.75</b>	
<b>Mercancías</b>	<b>2.78</b>	<b>3.04</b>	<b>3.51</b>	<b>3.79</b>	<b>3.98</b>	<b>5.33</b>	<b>6.24</b>	
Alimentos, Bebidas y Tabaco	2.55	2.88	3.69	3.89	4.26	5.93	6.73	
Mercancías No Alimenticias	2.98	3.17	3.36	3.71	3.75	4.83	5.82	
<b>Servicios</b>	<b>2.09</b>	<b>2.40</b>	<b>2.41</b>	<b>2.34</b>	<b>2.68</b>	<b>3.23</b>	<b>3.49</b>	
Vivienda	2.00	2.11	2.21	2.32	2.40	2.52	2.53	
Educación (Colegiaturas)	4.28	4.21	4.13	4.17	4.26	4.37	4.42	
Otros Servicios	1.52	2.15	2.09	1.80	2.50	3.62	4.21	
<b>No Subyacente</b>	<b>1.87</b>	<b>2.71</b>	<b>1.46</b>	<b>2.10</b>	<b>3.14</b>	<b>7.38</b>	<b>10.71</b>	
<b>Agropecuarios</b>	<b>2.76</b>	<b>6.51</b>	<b>4.48</b>	<b>3.81</b>	<b>4.98</b>	<b>-0.20</b>	<b>6.56</b>	
Frutas y Verduras	6.33	22.45	13.30	8.58	8.32	-6.88	10.97	
Pecuarios	0.84	-1.60	-0.01	1.26	3.09	4.02	4.06	
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>1.33</b>	<b>0.39</b>	<b>-0.45</b>	<b>1.01</b>	<b>2.00</b>	<b>12.28</b>	<b>13.50</b>	
Energéticos	0.52	-1.10	-1.49	-0.03	1.75	16.85	16.23	
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.86	3.23	1.41	2.83	2.48	3.91	8.87	
<b>Indicador de Media Truncada <sup>1/</sup></b>								
INPC	2.45	2.46	2.62	2.86	3.15	4.17	4.69	
Subyacente	2.76	2.86	3.05	3.20	3.29	4.02	4.45	

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

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

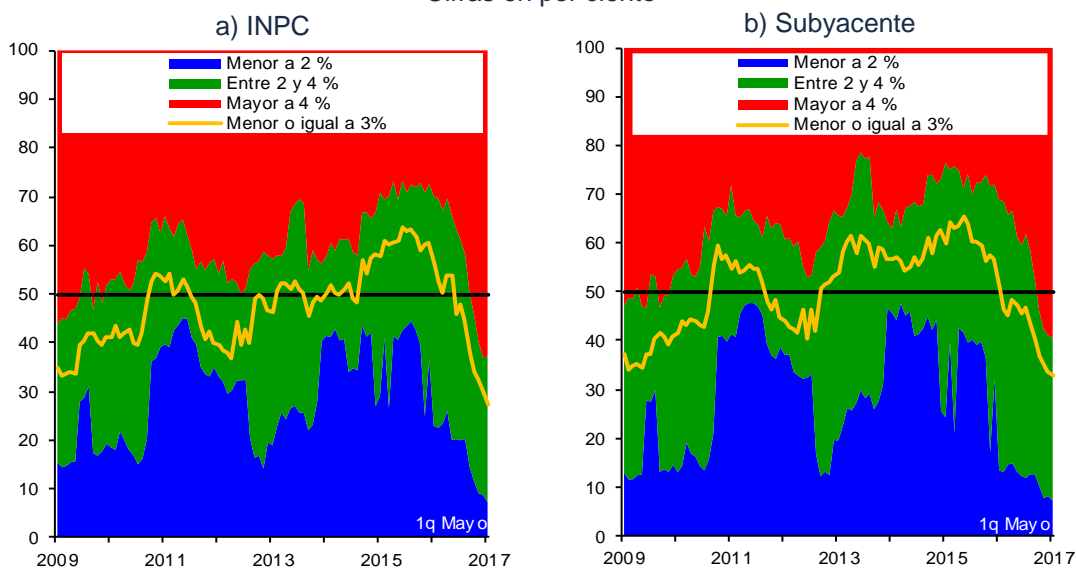


Para analizar tanto la tendencia de la inflación general y subyacente, como su comportamiento en el margen, se muestran los siguientes indicadores. En primer lugar, se calcula la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) que presenta variaciones anuales de precios dentro de ciertos intervalos. De esta forma, se agrupan los genéricos que componen la canasta tanto del índice general, como del subyacente, en tres categorías de acuerdo a la

variación anual de sus precios: i) genéricos con variación anual menor a 2 por ciento; ii) entre 2 y 4 por ciento; y iii) mayor a 4 por ciento. También se presenta el porcentaje de dichas canastas en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones anuales en sus precios menores o iguales a 3 por ciento, y la que registra variaciones anuales en sus precios mayores a 3 por ciento (Gráfica 2).

Este análisis ilustra que el porcentaje tanto de la canasta del índice general, como del subyacente, que tienen incrementos de precio menores a 4 por ciento, ha venido disminuyendo (áreas azul y verde, Gráfica 2a y Gráfica 2b). Específicamente, en el cuarto trimestre de 2016 la proporción de la canasta de bienes y servicios del índice general con incrementos de precios menores a 4 por ciento fue en promedio 61 por ciento, mientras que en el primer trimestre de 2017 dicha proporción fue 45 por ciento y en la primera quincena de mayo fue 37 por ciento. En cuanto a la canasta del índice subyacente, las proporciones fueron 60, 47 y 41 por ciento, respectivamente, en esos mismos lapsos. Asimismo, el porcentaje de la canasta del índice general con variaciones de precios menores o iguales a 3 por ciento (área por debajo de la línea amarilla) fue en promedio de 46 por ciento en el cuarto trimestre de 2016, 35 por ciento en el primer trimestre de 2017 y 27 por ciento en la primera quincena de mayo. En el caso del índice subyacente los porcentajes respectivos fueron 45, 37 y 33 por ciento.

**Gráfica 2**  
**Porcentaje de la Canasta del INPC según Intervalos de Incremento Anual**  
 Cifras en por ciento



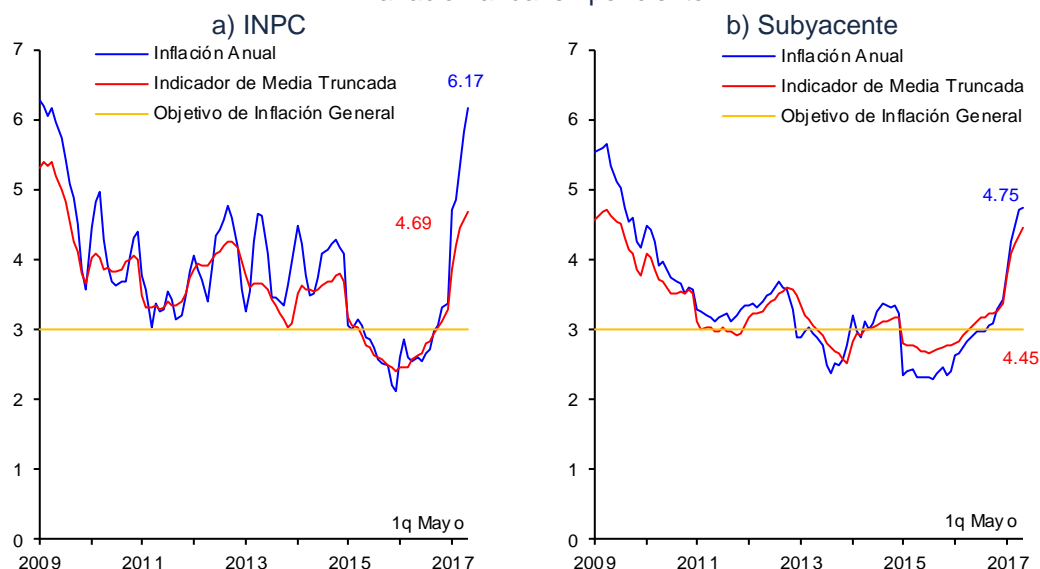
Fuente: Banco de México e INEGI.

En segundo lugar, se ilustra la tendencia de mediano plazo de la inflación general mediante el Indicador de Media Truncada, el cual ha venido aumentando, al pasar de 3.15 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 a 4.17 por ciento en el primer trimestre de 2017 y a 4.69 por ciento en la primera quincena de mayo. De manera análoga, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente ha mostrado incrementos, registrando 3.29 por ciento en el último trimestre de 2016, 4.02 por ciento en el primer trimestre de 2017 y 4.45 por ciento en la primera quincena de mayo. Si bien las cifras del Indicador de Media Truncada para la inflación general y para la subyacente son inferiores a los datos observados, su tendencia al alza,

así como los elevados niveles que registran ambos indicadores, dan cuenta de la trayectoria creciente que han exhibido los precios de la mayoría de los genéricos que los integran (Gráfica 3 y Cuadro 1).

En tercer lugar, se presenta la evolución mensual ajustada por estacionalidad y anualizada de la inflación general y subyacente, así como sus tendencias (Gráfica 4a y Gráfica 4b). Como puede apreciarse, la tendencia tanto de la inflación general, como de la subyacente, es al alza, reflejando los choques a los que han estado expuestos dichos indicadores, aunque ambos en el margen exhibieron cierto descenso. Un comportamiento similar han seguido los componentes de la inflación subyacente, es decir la de las mercancías y la de los servicios (Gráfica 4c y Gráfica 4d).

**Gráfica 3**  
**Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada <sup>1/</sup>**  
 Variación anual en por ciento

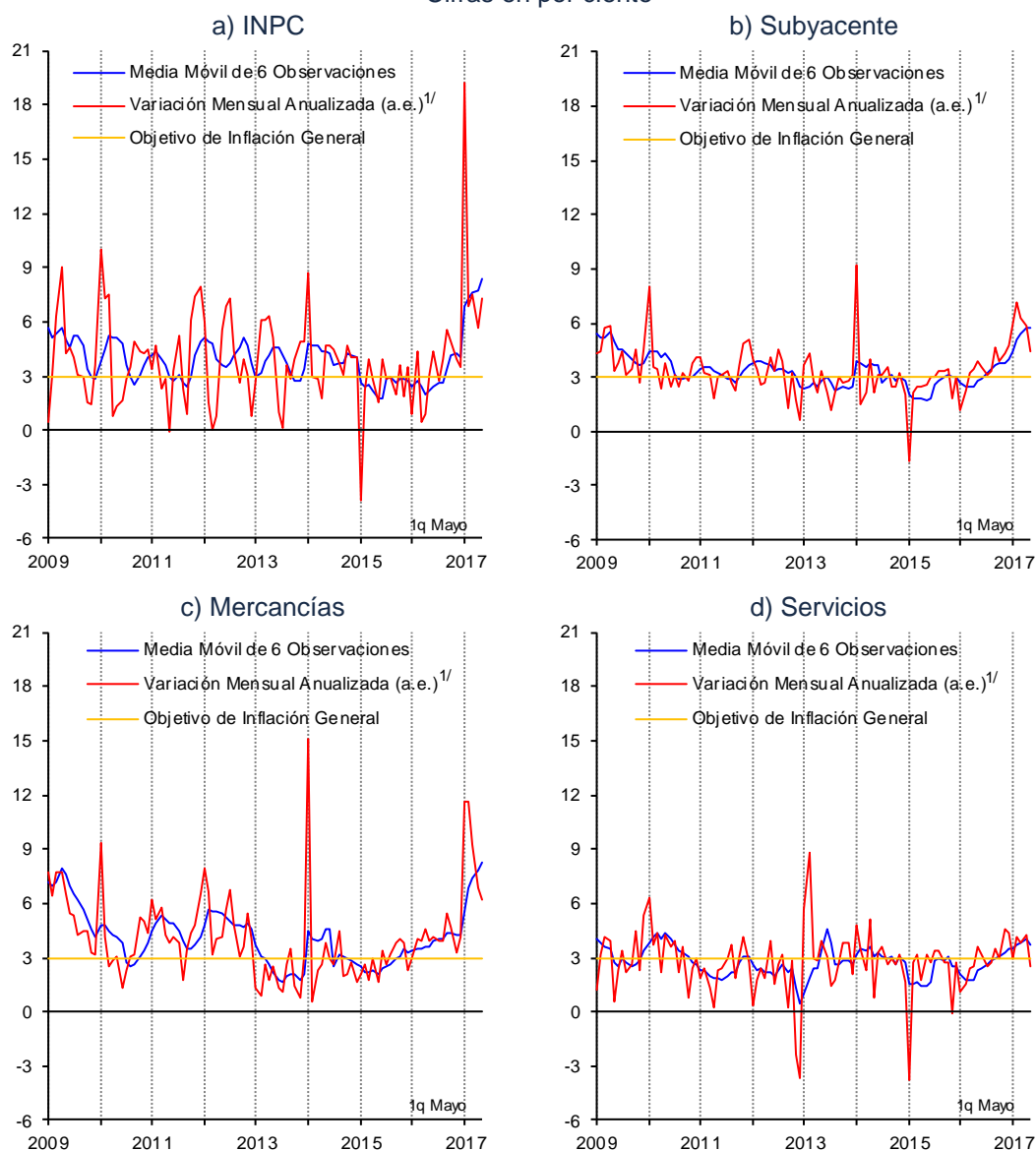


1/ El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del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

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



**Gráfica 4**  
**Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia**  
 Cifras en por ciento



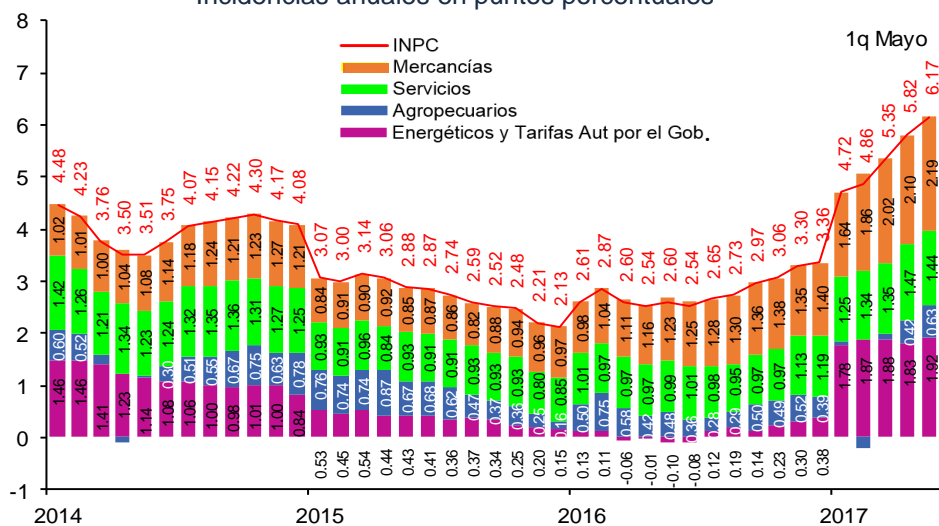
a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

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

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

En el comportamiento de la inflación subyacente destaca la marcada aceleración de las tasas de crecimiento anual del subíndice de las mercancías. Esta trayectoria ha conducido a que la contribución de la variación de los precios de las mercancías a la inflación general anual aumentara de 1.40 a 2.19 puntos porcentuales entre diciembre de 2016 y la primera quincena de mayo de 2017. Por su parte, el subíndice de precios de los servicios también ha incrementado su incidencia a la inflación general anual, aunque en menor grado, al pasar de 1.19 a 1.44 puntos porcentuales entre los periodos referidos (Gráfica 5). En particular:

**Gráfica 5**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Incidencias anuales en puntos porcentuales <sup>1/</sup>

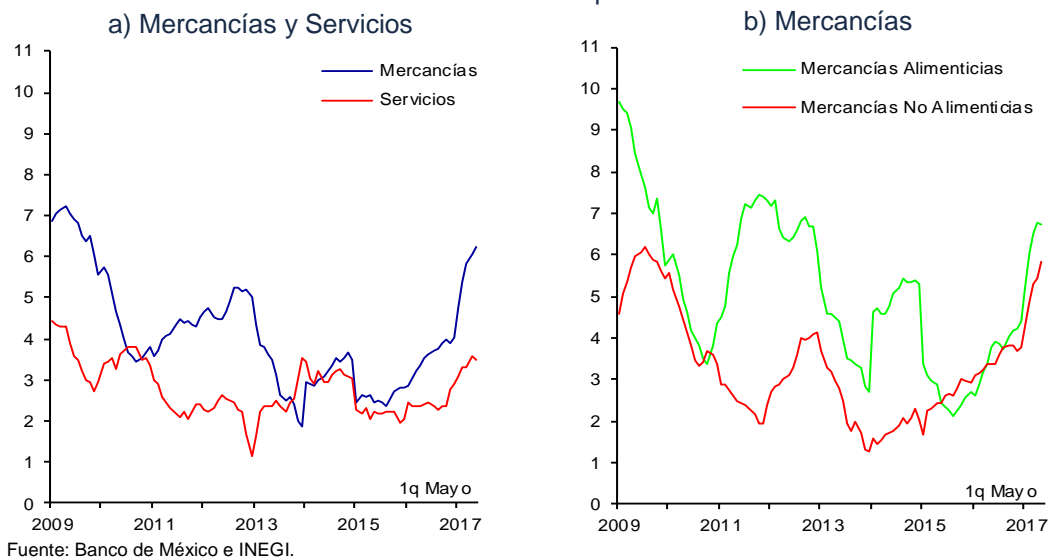


1/ En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.  
 Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

- i. El crecimiento del subíndice de precios de las mercancías ha venido reflejando en los últimos meses de manera más notoria los efectos de la depreciación acumulada de la moneda nacional, aparentemente acelerándose el traspaso después del resultado de las elecciones en Estados Unidos. Esto último quizá debido a que hasta entonces se percibió la depreciación del tipo de cambio real como un fenómeno más permanente y que confluyeron otros choques que afectaron la inflación. Así, este subíndice pasó de una tasa de crecimiento anual promedio de 3.98 por ciento en el último trimestre de 2016 a 5.33 por ciento en el primer trimestre de 2017, ubicándose en 6.24 por ciento en la primera quincena de mayo. Si bien tanto los precios de las mercancías alimenticias, como los de las no alimenticias, han exhibido un incremento en sus variaciones anuales, han sido las primeras las que muestran una mayor aceleración, al pasar su tasa de crecimiento anual de 4.26 a 5.93 por ciento entre los trimestres mencionados, alcanzando 6.73 por ciento en la primera quincena de mayo. Las tasas de crecimiento anuales promedio de las mercancías no alimenticias, por su parte, fueron 3.75, 4.83 y 5.82 por ciento en los mismos lapsos (Gráfica 6a y Gráfica 6b).
- ii. El subíndice de precios de los servicios también ha venido exhibiendo aumentos en sus tasas de crecimiento anual, si bien han sido relativamente más moderados. Ello ha sido resultado, principalmente, de las menores reducciones en las tarifas de telefonía móvil en relación al año previo, así como de los incrementos de precio que han tenido los servicios de alimentación, los cuales han reflejado los aumentos de precios de los alimentos y de los energéticos, especialmente del gas L.P. De esta forma, la variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios pasó de 2.68 a 3.23 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, registrando 3.49 por ciento en la primera quincena de mayo (Gráfica 6a). En particular, el rubro de los servicios distintos a la vivienda y a la educación registró una variación

anual promedio de 2.50 y de 3.62 por ciento por ciento en los trimestres señalados, ubicándose en 4.21 por ciento en la primera quincena de mayo. Cabe destacar que en el dato de la primera quincena de mayo ya se observa cierta corrección a la baja de los precios de los servicios turísticos respecto a los altos niveles que alcanzaron en abril, los cuales estuvieron influidos por el efecto calendario de la Semana Santa.

**Gráfica 6**  
**Índice de Precios Subyacente**  
Variación anual en por ciento



Por su parte, como se mencionó, la inflación no subyacente mantiene niveles elevados y ha continuado aumentando en el periodo que se reporta. Esto refleja el efecto de los incrementos de precios de los energéticos, destacando el caso de las gasolinas y del gas L.P., que tuvieron lugar a inicios de año, a lo que en abril y mayo se sumó un repunte en los precios de los bienes agropecuarios, así como los incrementos en algunas tarifas de autotransporte (Gráfica 5 y Cuadro 1).

- i. Efectivamente, si bien la variación anual promedio del subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó de 4.98 a -0.20 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, en la primera quincena de mayo repuntó a 6.56 por ciento debido, principalmente, al aumento de precios registrado en algunas frutas y verduras, como el jitomate, la cebolla y el aguacate.
- ii. Entre el último trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, la variación anual promedio del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno aumentó significativamente, pasando de 2.00 a 12.28 por ciento y ubicándose en 13.50 por ciento en la primera quincena de mayo, con lo que su contribución a la inflación también se incrementó (Gráfica 5).

En relación a lo anterior, cabe destacar que:

- Entre el 1 de enero y el 17 de febrero de 2017, los precios máximos de las gasolinas fueron los que se determinaron el 27 de diciembre de 2016 por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)

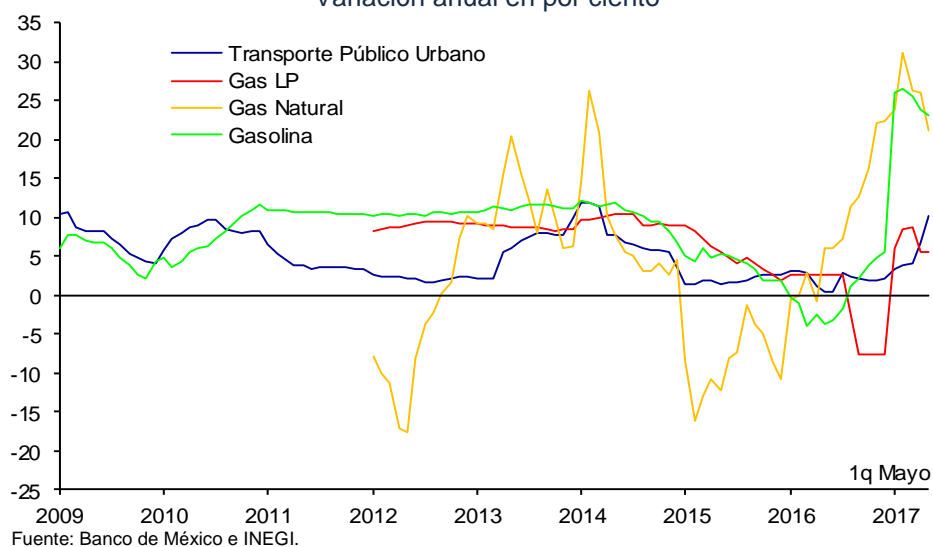
en 90 regiones del país, mediante una fórmula en la cual las referencias internacionales de ese combustible, convertidas a pesos, continuaban considerándose directamente, pero se eliminaron las cotas superior e inferior entre las cuales se permitió fluctuar dicho precio durante 2016. A partir del 18 de febrero de 2017, los precios máximos de las gasolinas se comenzaron a determinar de manera diaria utilizando una nueva fórmula que, si bien sigue contemplando los precios de las referencias internacionales convertidas a pesos, busca mitigar el efecto de las fluctuaciones excesivas en dichas referencias. En apego al cronograma dado a conocer el 20 de diciembre de 2016 por la Comisión Reguladora de Energía (CRE) para la liberalización de los precios de las gasolinas en el país, el precio de las gasolinas en los estados de Baja California y Sonora quedó liberalizado el 30 de marzo, mientras que en el resto del país continuarán rigiendo los precios máximos determinados por la SHCP, en tanto no se estipule su liberalización de acuerdo a dicho cronograma. El impacto directo de las modificaciones de los precios de las gasolinas en la inflación medida ha sido considerable en lo que va del año. En particular, la variación mensual de los precios de las gasolinas en enero de 2017 fue 17.29 por ciento. Más aún, dichos incrementos han incidido de manera importante en la inflación anual. Así, de las inflaciones anuales registradas en enero, de 4.72 por ciento; febrero, de 4.86 por ciento; marzo, de 5.35 por ciento; abril, de 5.82 por ciento, y primera quincena de mayo, de 6.17 por ciento, los precios de las gasolinas contribuyeron con una incidencia directa de 1.35, 1.36, 1.30, 1.23 y 1.20 puntos porcentuales, respectivamente (Gráfica 7).

- En cuanto al gas L.P., a partir del primero de enero de 2017 sus precios quedaron liberalizados, lo que condujo a un incremento de 17.85 por ciento respecto a diciembre previo. Las variaciones mensuales de los precios de este combustible en febrero, marzo y abril fueron 2.27, 0.30 y -2.95 por ciento, respectivamente, mientras que el cambio en la primera quincena de mayo fue -0.76 por ciento (ver Recuadro 1).
- Los precios del gas natural que son determinados de acuerdo a su referencia internacional han exhibido elevadas tasas de crecimiento anual, registrando un promedio de 20.27 por ciento en el último trimestre de 2016 y de 27.16 por ciento en el primer trimestre de 2017. En la primera quincena de mayo, el precio de este energético tuvo una variación anual de 21.27 por ciento.
- A comienzos de 2016, las tarifas eléctricas para el sector doméstico de bajo consumo se redujeron 2 por ciento y se espera que para 2017 permanezcan sin cambio. Por su parte, las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) han venido aumentando aproximadamente desde mediados de 2016, como reflejo del comportamiento de los costos de los insumos necesarios para la generación de energía eléctrica, principalmente de los combustibles. Las variaciones mensuales en las tarifas DAC en lo

que va de 2017 han sido de 2.6 por ciento en enero, 3.8 por ciento en febrero, 8.0 por ciento en marzo, así como de -1.5 por ciento en abril y de -4.8 por ciento en mayo.

- El rubro de las tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno ha venido incrementando su ritmo de crecimiento anual promedio, pasando de 2.48 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 a 3.91 por ciento en el primer trimestre de 2017. La aceleración más notoria ha ocurrido recientemente, al registrarse en abril una variación anual de 6.29 por ciento y de 8.87 por ciento en la primera quincena de mayo. Este desempeño se debió, principalmente, al incremento en las tarifas de transporte público que tuvieron lugar en varias localidades. En particular, en la Ciudad de México las tarifas de transporte colectivo y de autobús urbano aumentaron, en general, 1 peso, lo que representa un alza de entre 16.7 y 25 por ciento, dependiendo del servicio específico considerado. Esta alza se presentó a partir del 27 de abril, por lo que la mayor parte del efecto de este incremento se reflejó en mayo. Lo anterior condujo a un aumento a tasa anual de 10.14 por ciento en el rubro de transporte público urbano del INPC en la primera quincena de mayo (Gráfica 7). Otras ciudades que presentaron ajustes en distintas tarifas de transporte público durante abril fueron Huatabampo, Son.; San Luis Potosí, S.L.P.; Tehuantepec, Oax.; y Tijuana, B.C., si bien tuvieron una menor incidencia sobre la inflación general.

**Gráfica 7**  
**Índices de Precios de Servicios de Transporte y Energéticos Seleccionados**  
Variación anual en por ciento



## Recuadro 1 Evolución Reciente del Precio del Gas L.P. y Consideraciones sobre su Mercado

### 1. Introducción

En este Recuadro se analiza la evolución reciente de los precios del gas L.P. en México ante el proceso de liberalización que inició en 2016 con la apertura de las importaciones por parte de particulares, y que finalizó el primero de enero de 2017 con la plena liberalización de los precios al consumidor de este combustible. En particular, se analizan algunos de los principales factores que han incidido en la dinámica de precios del gas L.P., así como la relación entre el grado de competencia en este mercado y los precios de este energético. La información disponible muestra que previo a 2016 los precios al consumidor y al productor en México presentaron una tendencia al alza, la cual no estuvo relacionada con la dinámica de la referencia internacional, ya que esta presentó bajas importantes en los últimos años. Por otro lado, a partir de enero de 2017 la evolución de la referencia internacional se ha reflejado solo de manera parcial en los precios de este bien. Asimismo, los precios al consumidor de este energético han presentado incrementos mayores a los registrados a nivel productor.

También se muestra que existen importantes diferencias entre los incrementos de precio a nivel regional, siendo la región norte la que ha exhibido los mayores aumentos. En este contexto, se encuentra que para las distintas entidades federativas del país, a mayor número de empresas minoristas distribuidoras de este bien, tanto el nivel del precio, como su tasa de crecimiento, tienden a ser en promedio menores, fenómeno que se ha presentado durante 2017. Esta evidencia podría ser congruente con la existencia de diferencias en el nivel de competencia a nivel regional que conducen a que en algunas regiones con menos oferentes exista un mayor margen para incrementar los precios del gas L.P. al consumidor, lo cual pudiera explicar en parte el comportamiento del precio de este bien desde principios de 2017. Por lo anterior, sería conveniente reforzar las condiciones de competencia de este mercado mediante la participación de un mayor número de empresas, especialmente en aquellas regiones donde más ha subido el precio de este energético.

### 2. Evolución de los Precios del Gas L.P. en México

El proceso de liberalización del precio del gas L.P. se anunció con la publicación de la Ley de Hidrocarburos en el Diario Oficial de la Federación el 11 de agosto de 2014, estableciendo que: i) hasta el 31 de diciembre de 2015 los permisos para la importación de gas L.P. serían

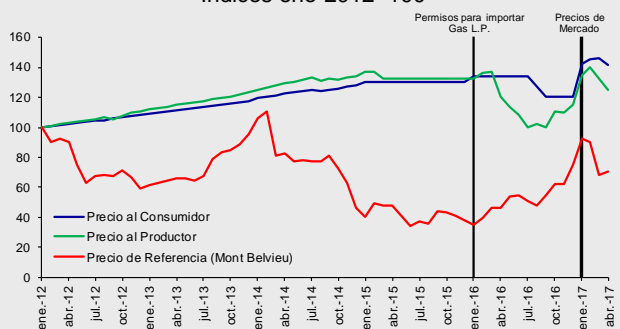
exclusivos para PEMEX, sus subsidiarias y empresas filiales; ii) a partir del 1 de enero de 2016 cualquier interesado que cumpliera con las disposiciones jurídicas aplicables podría obtener permisos para importar gas L.P.; iii) hasta el 31 de diciembre de 2016 el Ejecutivo Federal fijaría los precios máximos de gas L.P. al consumidor final; y, iv) a partir del 1 de enero de 2017 los precios al público de gas L.P. se determinarían bajo condiciones de mercado.

En la Gráfica 1 se presentan los índices de precios de la referencia internacional del gas L.P., así como los del productor y del consumidor en México de dicho energético. La cotización utilizada en la elaboración del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) corresponde al precio de venta de PEMEX, pues es el único productor en el país. Esta empresa determina su precio, el cual se denomina precio de venta de primera mano (PVPM) con base en la metodología establecida por la Comisión Reguladora de Energía (CRE).<sup>1</sup> Por su parte, hasta el 31 de diciembre de 2016, el precio al consumidor de gas L.P. para cada mes, se determinaba con base en cuatro elementos: i) precio al productor; ii) flete del centro embarcador a la planta de almacenamiento para distribución; iii) margen de comercialización; e, iv) impuesto al valor agregado.

Como se puede apreciar en la Gráfica 1, en las trayectorias previas a enero de 2017 los precios al productor y al consumidor del gas L.P. en México no reflejaban las fluctuaciones que se presentaban en la referencia internacional, debido a que los primeros eran determinados por el Ejecutivo Federal. En particular, los precios al productor y al consumidor en México presentaron hasta 2016 una tendencia al alza, lo cual contrasta con el hecho de que el precio de la referencia internacional exhibió de 2014 a 2016 reducciones considerables. Por su parte, a partir de la liberalización de enero de 2017, los precios del gas L.P. en México han reflejado en medida limitada la evolución de la referencia internacional.

<sup>1</sup> La CRE establece que el PVPM se compone de: i) Precio de la referencia internacional en el mercado Mont Belvieu, Texas; ii) costo de internación imputable; iii) ajuste por costos de transporte para reflejar costos de oportunidad y condiciones de competitividad en cada punto de venta; y, iv) tarifas de la planta de suministro en las que se realiza la entrega del gas L.P.

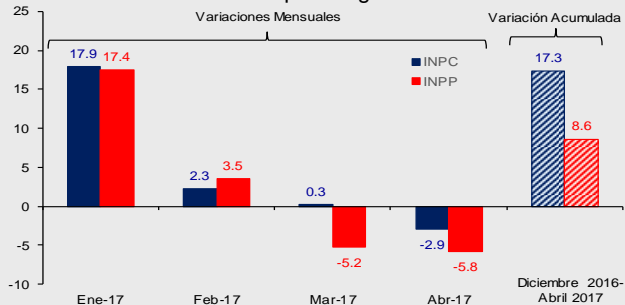
**Gráfica 1**  
**Gas L.P.: Índices de Precios al Consumidor, Productor y de la Referencia Internacional**  
Índices ene-2012=100



Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg (precio de referencia expresado en pesos), INEGI (precios al consumidor y al productor).

Más aún, mientras que los precios al productor del gas L.P. en México han aumentado 8.6 por ciento durante los meses que lleva la liberalización, los precios al consumidor se han incrementado en 17.3 por ciento (Gráfica 2 y Cuadro 1). Estas cifras contrastan con la reducción de 6.7 por ciento en el precio de la referencia internacional expresada en pesos durante el mismo periodo e indican que los distribuidores de gas L.P. han trasladado al consumidor incrementos que no se han presentado en el mercado internacional. Adicionalmente, han trasladado un mayor incremento que el que han presentado los precios al productor.

**Gráfica 2**  
**Gas L.P.: Precios al Consumidor y Productor<sup>1</sup>**  
Pesos por kilogramo



1/Como se señaló anteriormente, el precio al productor corresponde al PVPM.

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

Durante 2017 se han presentado diferencias en el comportamiento de los precios del gas L.P. a nivel local. En particular, al agrupar las cuarenta y seis ciudades que

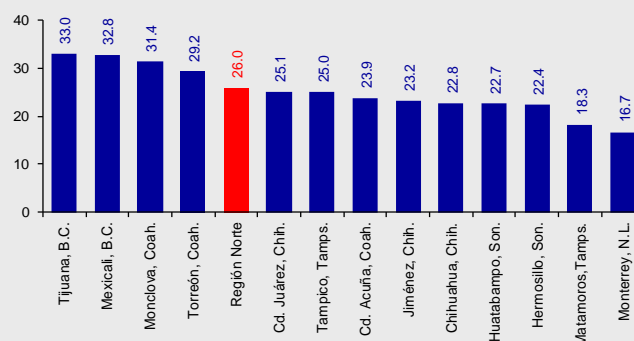
se consideran en el INPC en cuatro regiones, a decir, norte, centro norte, centro y sur, destaca que de diciembre a abril de 2017 los precios en todas las regiones aumentaron por arriba del incremento del gas L.P. reportado en el INPP y del aumento en los precios de la referencia internacional expresada en pesos, sobresaliendo los correspondientes a la región norte (Cuadro 1).<sup>2</sup> Al interior de la región norte destacan las alzas en la ciudades del INPC que se ubican en Baja California (Tijuana y Mexicali) y Coahuila (Monclova y Torreón), con incrementos acumulados de alrededor del 30 por ciento en los primeros cuatro meses del año, mientras que en Monterrey el aumento en el mismo periodo fue de casi la mitad (Gráfica 3).

**Cuadro 1**  
**Gas L.P.: Precios al Consumidor y al Productor en México**  
Variaciones acumuladas desde dic-2016 en por ciento

Región	2017			
	Enero	Febrero	Marzo	Abril
INPC	17.9	20.5	20.9	17.3
Centro	17.4	18.6	18.3	14.8
Centro Norte	19.6	23.1	23.6	16.5
Norte	18.4	24.6	27.3	26.0
Sur	16.4	18.1	17.4	15.1
INPP	17.4	21.6	15.3	8.6

Fuente: INEGI.

**Gráfica 3**  
**Región Norte: Precios al Consumidor de Gas L.P.**  
Variación acumulada de diciembre 2016 a abril de 2017

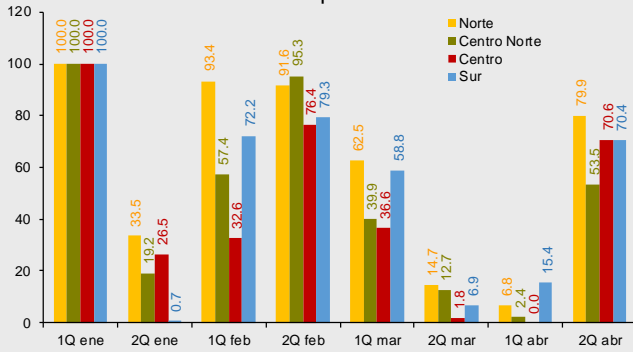


Fuente: Elaborado por Banco de México con base en información del INEGI.

Adicionalmente, al analizar los microdatos del INPC, durante 2017 se encuentra que las regiones norte y centro norte son las que han presentado una mayor proporción de cotizaciones de gas L.P. con revisiones de precios al alza, así como una menor proporción de revisiones de precios a la baja (Gráfica 4a y Gráfica 4b).

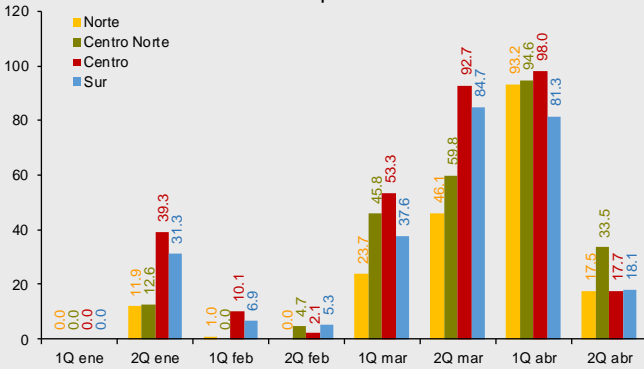
<sup>2</sup> Esta regionalización coincide con la del Reporte sobre las Economías Regionales del Banco de México.

**Gráfica 4a**  
Frecuencia de Aumentos de Precio del Gas L.P.  
Cifras en por ciento



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

**Gráfica 4b**  
Frecuencia de Decrementos de Precio del Gas L.P.  
Cifras en por ciento



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

Debido a lo reciente de la liberalización del precio del gas L.P. resulta relevante analizar los factores que han incidido en la evolución de los precios al consumidor. En particular, es importante identificar los elementos que podrían estar limitando el que el consumidor se beneficie de las reducciones que se han presentado tanto en las cotizaciones de la referencia internacional del gas L.P. como en la cotización del dólar, después de los aumentos registrados a principios de año.

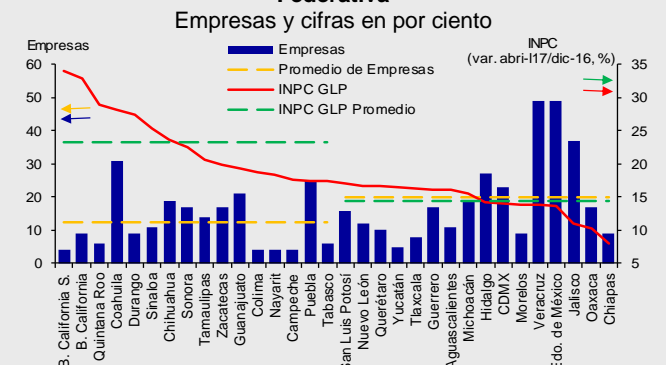
**3. Estructura de Mercado y Precios del Gas L.P. en México**

En esta sección se argumenta que uno de los factores que incide en los precios al consumidor del gas L.P. en las distintas entidades del país es el número de empresas distribuidoras de este energético. Para ello se dividieron las entidades del país en dos grupos: el primero corresponde a las que de diciembre de 2016 a abril de 2017 registraron alzas de precios del gas L.P. por arriba del incremento promedio a nivel nacional de ese energético en el INPC y en el segundo se agruparon aquellas en las que el alza de los precios fue inferior al promedio en el mismo periodo. Resulta que las entidades

que registraron incrementos en el precio del gas L.P. por arriba del incremento promedio nacional son las que tienen un menor número de empresas distribuidoras. En efecto, mientras que en el primer grupo (variación acumulada de precios por arriba del promedio nacional) la variación de precios fue 23.3 por ciento, el número de empresas que en promedio se tiene por entidad fue de 12.6 empresas. Por el contrario, las entidades que aumentaron de precio en menor medida que el promedio nacional lo hicieron en 14.4 por ciento, teniendo en promedio 20 empresas distribuidoras (Gráfica 5a). Adicionalmente, se realizó un segundo ejercicio, en el cual se empleó el nivel de precios que los distribuidores reportaron a la CRE el 30 de abril de 2017 por estado de la República, siendo en términos generales el mismo resultado: a mayor número de empresas en promedio, menor nivel de precio o viceversa, habiendo coincidencia en la mayoría de las entidades (Gráfica 5b).

En adición, en la Gráfica 6 se ilustra mediante un diagrama de dispersión la relación entre el incremento acumulado de los precios al consumidor del gas L.P. entre diciembre de 2016 y abril de 2017 y el número de empresas por entidad federativa. Los resultados muestran una asociación inversa entre el número de empresas minoristas distribuidoras de este combustible y las alzas en los precios al consumidor que se han presentado durante 2017. Adicionalmente, en esta gráfica se presenta una ecuación de regresión, la cual es estadísticamente significativa y con una R<sup>2</sup> de 0.35. Los resultados de la estimación muestran que en promedio a mayor número de empresas distribuidoras de gas L.P. mayor es el incremento en el precio de este energético y viceversa. Esta evidencia complementa los resultados previos y sugiere que existen beneficios para el consumidor de promover una mayor entrada de empresas distribuidoras de este combustible, para generar un ambiente de mayor competencia.

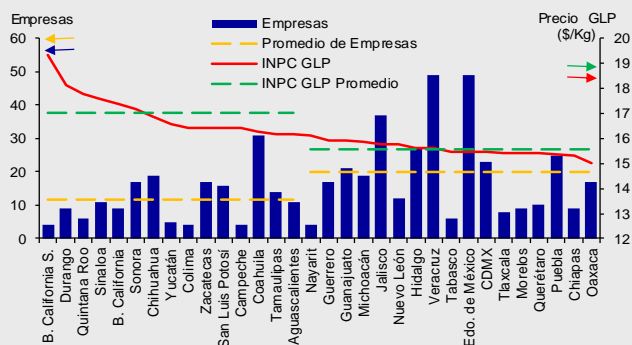
**Gráfica 5a**  
Gas L.P.: Variación Acumulada de Precios al Consumidor y Número de Empresas Distribuidoras por Entidad Federativa



Fuente: CRE (Empresas) e INEGI (variación acumulada del gas L.P. en el INPC).

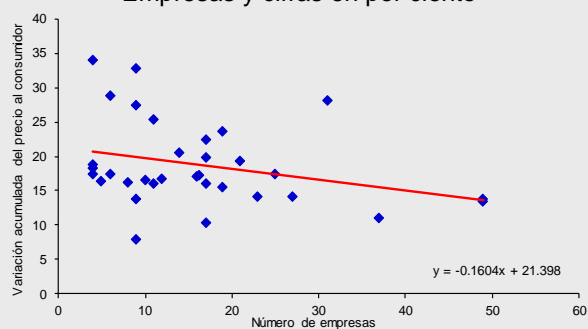


**Gráfica 5b**  
**Gas L.P.: Precios al consumidor y Número de Empresas Distribuidoras por Entidad Federativa**  
 Empresas y precios en pesos por kg



Fuente: CRE.

**Gráfica 6**  
**Relación entre la Variación Acumulada de Precios al Consumidor y Número de Empresas Distribuidoras por Entidad Federativa**  
 Empresas y cifras en por ciento



Fuente: CRE (Empresas) e INEGI (variación acumulada del gas L.P. en el INPC).

Es importante mencionar que de los ejercicios descritos, destaca que doce estados de la República están tanto en el grupo con incrementos acumulados de precios por arriba del promedio nacional como en el grupo que presenta precios por encima del promedio nacional. Estos

son Baja California, Baja California Sur, Campeche, Chihuahua, Coahuila, Colima, Durango, Quintana Roo, Sinaloa, Sonora, Tamaulipas y Zacatecas. No obstante, algunas entidades que mostraron alzas de precio de diciembre de 2016 a abril de 2017 mayores al promedio nacional se ubican dentro del grupo de estados de la República con precios por debajo del promedio nacional. Ello podría indicar que el precio que prevalecía en diciembre de 2016 en esas entidades era relativamente bajo, por lo que su variación elevada podría estar en parte reflejando un ajuste de precios que anteriormente estaban relativamente distorsionados. Por ende, si bien en este Recuadro se encuentra evidencia congruente con un posible problema de competencia en algunas regiones, no todo el comportamiento de los precios debiese asociarse a dicha situación.

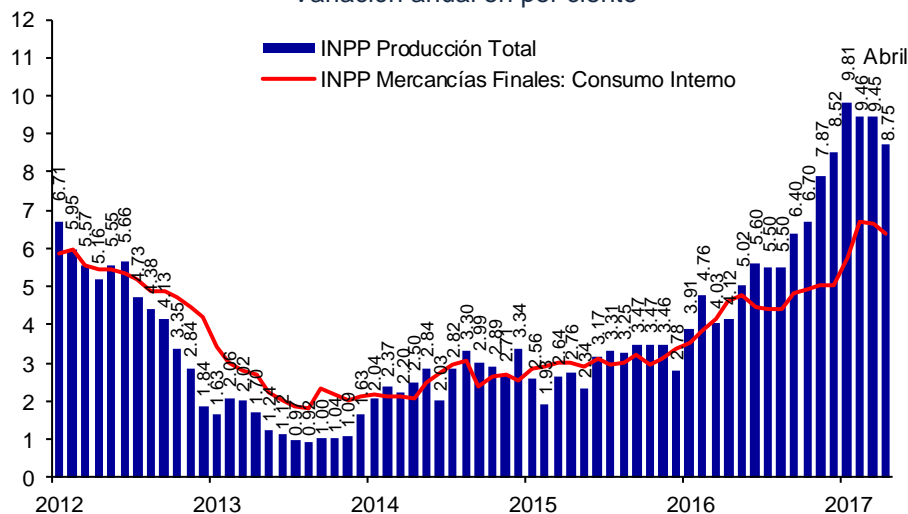
#### 4. Consideraciones Finales

La liberalización de los precios del gas L.P. ocurrida en enero de 2017 ha conducido a un incremento acumulado de 17.3 por ciento entre diciembre de 2016 y abril de 2017 en los precios al consumidor de dicho energético, el cual ha sido mayor al incremento acumulado de 8.6 por ciento en los precios al productor, los cuales también fungen como PVPM en la actualidad. Los aumentos en los precios del gas L.P. se han dado de manera generalizada en las distintas regiones del país, siendo la región norte la que ha presentado los mayores incrementos. Asimismo, la evidencia para las distintas entidades federativas del país muestra que en aquellos estados con un mayor número de empresas minoristas distribuidoras de gas L.P. tanto los precios como los incrementos acumulados durante 2017 han tendido a ser menores. Los resultados previos parecen sugerir que el mercado del gas L.P. en México inició su liberalización con niveles de competencia que difieren entre las entidades y, por ende, que sería recomendable contar con un mayor número de empresas distribuidoras de este energético, en aquellas regiones donde más ha subido el precio, en beneficio de la competencia.

## 2.2. Índice Nacional de Precios al Productor

En lo que corresponde al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017 su tasa de variación anual promedio pasó de 7.70 a 9.57 por ciento, ubicándose en 8.75 por ciento en abril 2017 (Gráfica 8). El subíndice de exportaciones del INPP es el que ha presentado las mayores tasas de variación anual (13.31 y 12.71 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, mientras que en abril de 2017 se situó en 9.35 por ciento), pues es un indicador que incluye bienes que se cotizan en dólares y, por lo tanto, refleja en mayor medida la depreciación que ha acumulado la moneda nacional. No obstante, la apreciación que ha experimentado la moneda nacional en los últimos meses parecería estar contribuyendo a reducir gradualmente la tasa de variación de los precios de estos bienes, si bien aún permanece en niveles elevados. Por su parte, el subíndice de precios de las mercancías finales para consumo interno exhibió tasas de variación anual más moderadas (4.99 y 6.36 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017, respectivamente, al tiempo que en abril de 2017 se ubicó en 6.39 por ciento). Como se ha mencionado en informes anteriores, el subíndice del INPP de las mercancías finales para consumo interno es el que tiene mayor poder predictivo sobre el comportamiento de los precios subyacentes de las mercancías al consumidor.<sup>2</sup>

**Gráfica 8**  
**Índice Nacional de Precios al Productor** <sup>1/</sup>  
 Variación anual en por ciento



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

<sup>2</sup> Véase el Recuadro 1 del Informe Trimestral Abril – Junio 2016, “¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP?”.

### 3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Trimestre de 2017

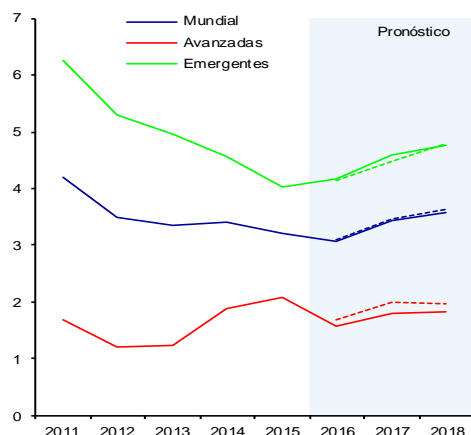
#### 3.1. Condiciones Externas

El fortalecimiento del ritmo de crecimiento económico mundial que comenzó a observarse desde la segunda mitad del 2016 continuó durante el primer trimestre del año, como resultado de un repunte de la inversión, de la producción industrial y del comercio global. Se sigue anticipando una recuperación de la economía mundial en 2017 y 2018, explicada por una expansión mayor a la previamente esperada de algunas de las principales economías avanzadas y por la expectativa de un mayor crecimiento de las emergentes (Gráfica 9). Esto se apoya en gran parte en la relativa fortaleza que ha mostrado desde finales del año pasado la inversión fija en las principales economías avanzadas y en algunas emergentes. Dicha recuperación ha sido impulsada por las condiciones crediticias favorables, la disminución en los niveles de endeudamiento, el aumento de las utilidades empresariales, la relativa disminución en los niveles de volatilidad financiera y el fortalecimiento de la demanda global.

No obstante, el crecimiento continúa siendo modesto y los riesgos para este escenario se mantienen a la baja, prevaleciendo una elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en países avanzados, en particular en relación con las políticas fiscal y comercial de Estados Unidos, la posibilidad de un ritmo de normalización de la política monetaria más acelerado de lo previsto en ese país, los riesgos asociados a la estabilidad macroeconómica y financiera en China, la evolución de las negociaciones entre el Reino Unido y la Unión Europea sobre el futuro de sus relaciones económicas y financieras, y la existencia de riesgos geopolíticos en diversas regiones del mundo. Estos factores podrían propiciar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales y afectar las perspectivas de crecimiento mundial.

**Gráfica 9**  
**Actividad Económica Mundial**

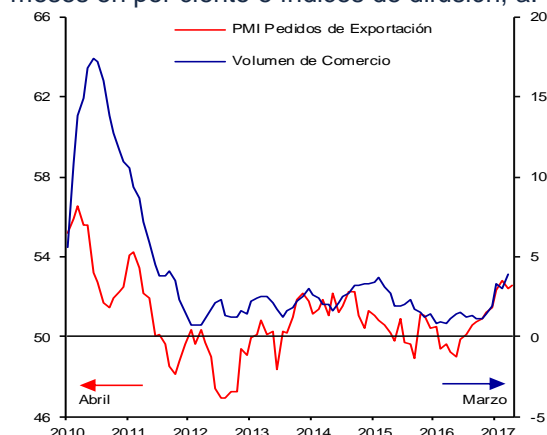
a) Pronósticos de Crecimiento del PIB Mundial  
Variación anual en por ciento



Nota: Las líneas punteadas se refieren a los pronósticos del WEO de abril 2017, las líneas sólidas a los del WEO de octubre 2016.

Fuente: FMI, WEO octubre 2016 y abril 2017.

b) Comercio Mundial de Bienes <sup>1/</sup> y PMI Global  
Manufacturero  
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento e índices de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Se refiere a la suma de exportaciones e importaciones.

Fuente: CPB Netherlands y Markit.

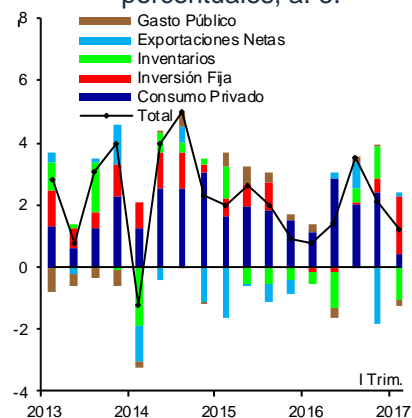
### 3.1.1. Actividad Económica Mundial

La economía de Estados Unidos se desaceleró durante el primer trimestre de 2017, al pasar de un crecimiento trimestral anualizado de 2.1 por ciento al cierre de 2016 a una tasa de 1.2 por ciento en el primer trimestre del año (Gráfica 10a). El bajo crecimiento se ha atribuido a factores transitorios, tales como la menor demanda de energía durante el invierno ante las condiciones climáticas inusualmente cálidas, el retraso observado en las devoluciones de impuestos y un menor ritmo de acumulación de inventarios. Además, al igual que durante el primer trimestre en años previos, la medición del PIB podría haber estado sesgada a la baja por dificultades relacionadas con el ajuste estacional de algunos de sus componentes. Por todo lo anterior, se espera un mayor ritmo de expansión en los siguientes trimestres. En particular, si bien el crecimiento del consumo privado se moderó significativamente, se estima que el continuo aumento del empleo, y los elevados niveles de riqueza y confianza de los hogares, contribuyan a un repunte del mismo en los siguientes trimestres (Gráfica 10b). Adicionalmente, se anticipa que la expansión de la economía siga siendo apoyada por una recuperación de la inversión residencial y no residencial.

Por su parte, la producción industrial en Estados Unidos aceleró su ritmo de expansión en el primer trimestre de 2017, al crecer a una tasa trimestral anualizada de 1.8 por ciento, la variación más elevada registrada desde 2014 (Gráfica 10c). Esta recuperación continuó observándose en abril como respuesta a una reactivación en el sector manufacturero y en la minería, sector que se vio apoyado por la mejoría de las actividades petroleras que se presentó a partir de la estabilización de los precios del crudo. Por el contrario, la producción de gas y electricidad se vio afectada al inicio del año por las inusuales condiciones climáticas.

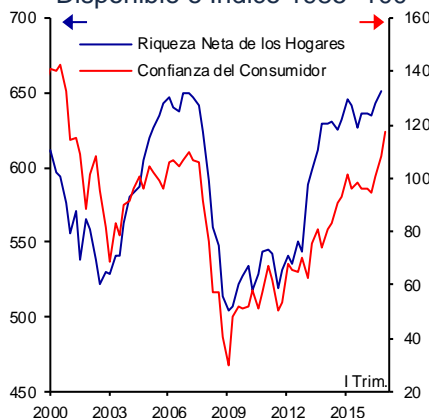
**Gráfica 10**  
**Actividad Económica en Estados Unidos**

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



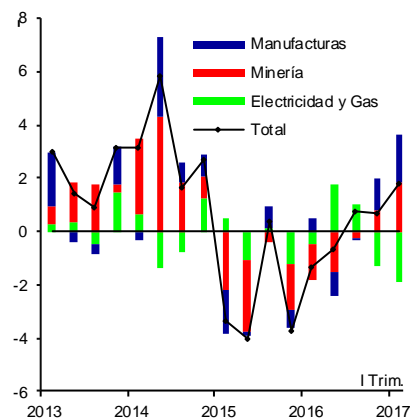
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BEA.

b) Riqueza Neta de los Hogares y Confianza del Consumidor <sup>1/</sup>  
En por ciento del Ingreso Personal Disponible e Índice 1985=100



<sup>1/</sup> Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Reserva Federal y Conference Board.

c) Producción Industrial  
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones, a. e.



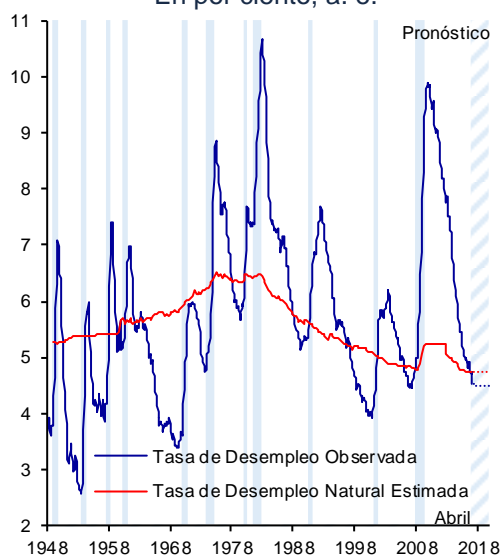
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Reserva Federal.

En este contexto, el mercado laboral en Estados Unidos continuó fortaleciéndose durante los primeros meses de 2017. En efecto, se generaron mensualmente 185 mil nuevos empleos en promedio durante los primeros cuatro meses del año, ritmo

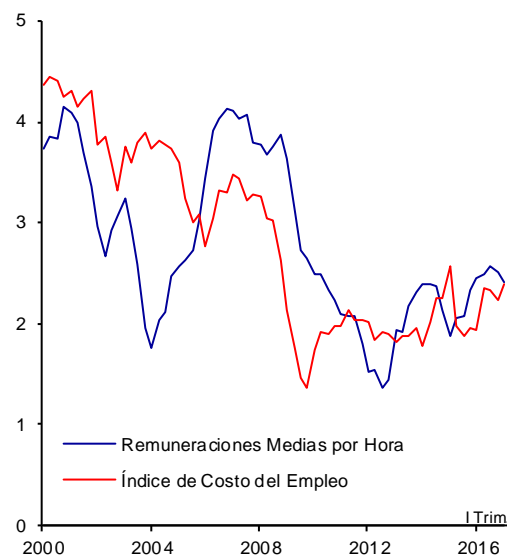
similar al promedio observado durante todo 2016. Ello representó un ritmo superior al que se considera necesario para absorber el crecimiento de la fuerza laboral, lo que condujo a que la tasa de desempleo se ubicara en un nivel de 4.4 por ciento en abril, cifra menor a la tasa natural de desempleo estimada por la Reserva Federal (Gráfica 11a). Adicionalmente, en abril el número de personas empleadas como proporción de la población civil se ubicó en el nivel más alto desde 2009. No obstante, las remuneraciones laborales por hora continuaron expandiéndose a un ritmo moderado durante el primer trimestre del año, similar al observado durante el último trimestre de 2016 (Gráfica 11b).

**Gráfica 11**  
**Mercado Laboral de Estados Unidos**

a) Tasa de Desempleo Observada y Tasa de Desempleo Natural Estimada  
En por ciento, a. e.



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



Nota: Las columnas se refieren a las recesiones. Las líneas punteadas se refieren a las medianas de las estimaciones de la tasa de desempleo de los miembros de la Reserva Federal de largo plazo (roja) y de los próximos tres años (azul).

a. e. / Cifras con ajuste estacional. La tasa de desempleo observada corresponde al promedio móvil de tres meses.

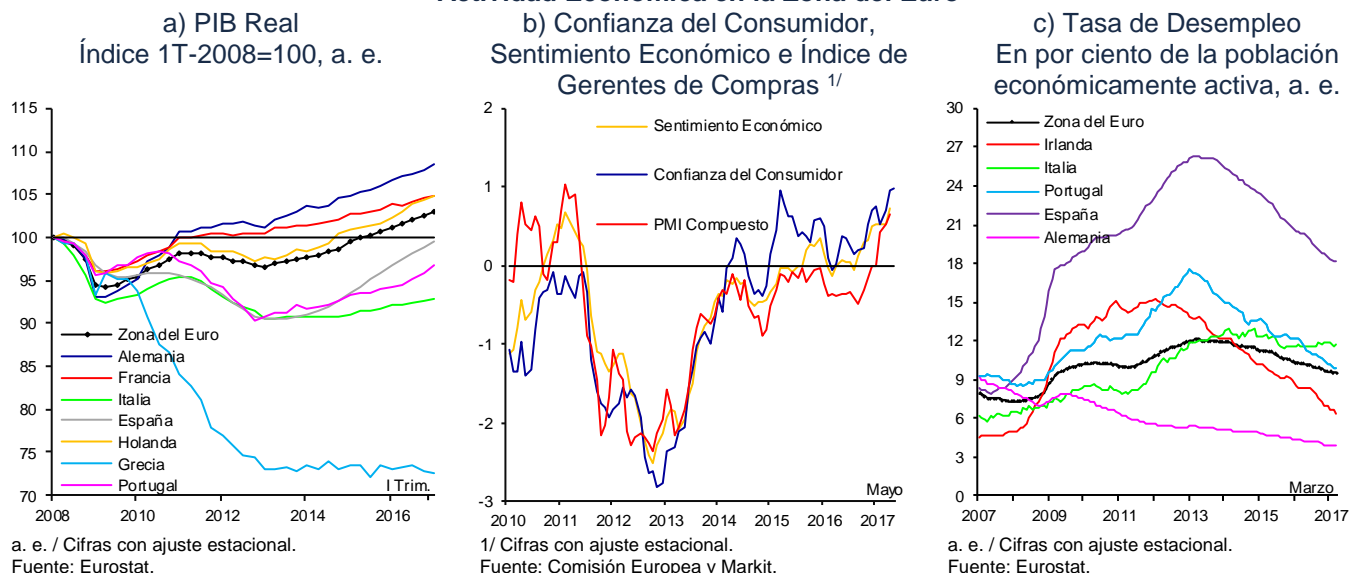
Fuente: BLS, CBO, Reserva Federal, y Banco de la Reserva Federal de San Luis.

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

El PIB de la zona del euro se expandió a una tasa trimestral anualizada de 2.0 por ciento durante el primer trimestre de 2017, lo que implica un ritmo de aumento ligeramente mayor al promedio de los últimos cuatro trimestres, el cual fue de 1.8 por ciento (Gráfica 12a). Por su parte, el índice compuesto de gerentes de compras alcanzó en abril su nivel más elevado de los últimos seis años y reflejó una recuperación más generalizada entre sectores y países, lo que sugiere una posible aceleración del crecimiento en el segundo trimestre del año (Gráfica 12b). El dinamismo de la actividad económica en esta región continuó siendo impulsado por la demanda interna, en un contexto en el que se observa una persistente recuperación del mercado laboral y un continuo repunte de la confianza de los agentes económicos (Gráfica 12c). No obstante, si bien los riesgos a la baja para el crecimiento se moderaron luego de conocerse los resultados de las elecciones

en Francia, aún existe incertidumbre en relación con la fortaleza del sector bancario en algunos países y el impacto de la salida del Reino Unido de la Unión Europea.

**Gráfica 12**  
**Actividad Económica en la Zona del Euro**



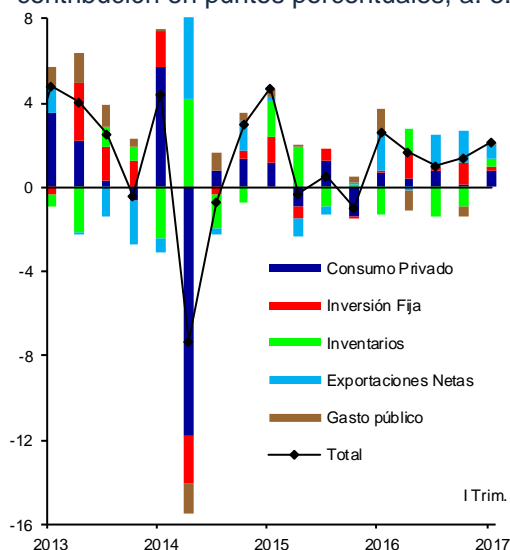
En Japón la economía continuó expandiéndose, al registrar un crecimiento trimestral anualizado de 2.2 por ciento durante el primer trimestre del año, luego de crecer 1.4 por ciento en el trimestre previo (Gráfica 13a). El mayor dinamismo de la actividad económica se debió principalmente a la solidez de la demanda externa, al incremento en el gasto público, a las mayores utilidades corporativas y al repunte en los niveles de confianza de las empresas. Por su parte, si bien la producción industrial moderó su ritmo de expansión durante el primer trimestre del año, los indicadores prospectivos sugieren un sólido crecimiento de esta durante el segundo trimestre del año, en consistencia con un mayor gasto público en el sector de construcción. En este escenario, la tasa de desempleo se ubicó en su menor nivel desde 1994 y el mercado laboral parecería estarse apretando.

En el Reino Unido, la actividad económica moderó su ritmo de expansión más de lo anticipado, al registrar un crecimiento trimestral anualizado de 0.7 por ciento en el primer trimestre del año, después de crecer 2.7 por ciento en el último trimestre de 2016 (Gráfica 13b). Lo anterior se dio luego de que el crecimiento relativamente elevado de los servicios financieros y de negocios y la expansión moderada de la producción industrial y del gasto público fueran contrarrestados por el bajo dinamismo de la construcción y por la contracción de los servicios relacionados con el consumo privado. Por el lado de la demanda, el gasto en consumo se desaceleró significativamente y las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del producto. En contraste, el gasto público y la inversión observaron un importante repunte. Los indicadores prospectivos apuntan a un escenario de crecimiento moderado en el segundo trimestre.

Gráfica 13

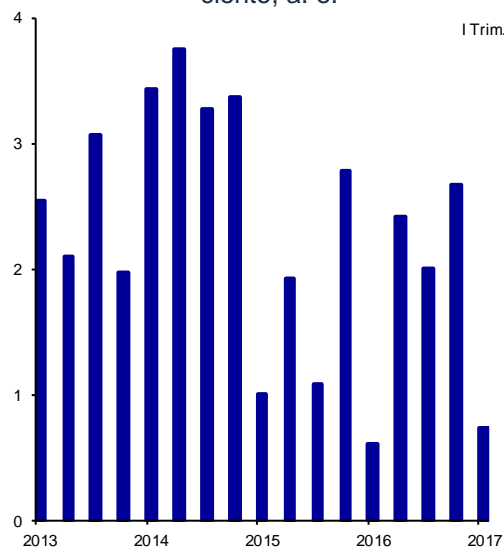
## Actividad Económica en Japón y Reino Unido

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



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

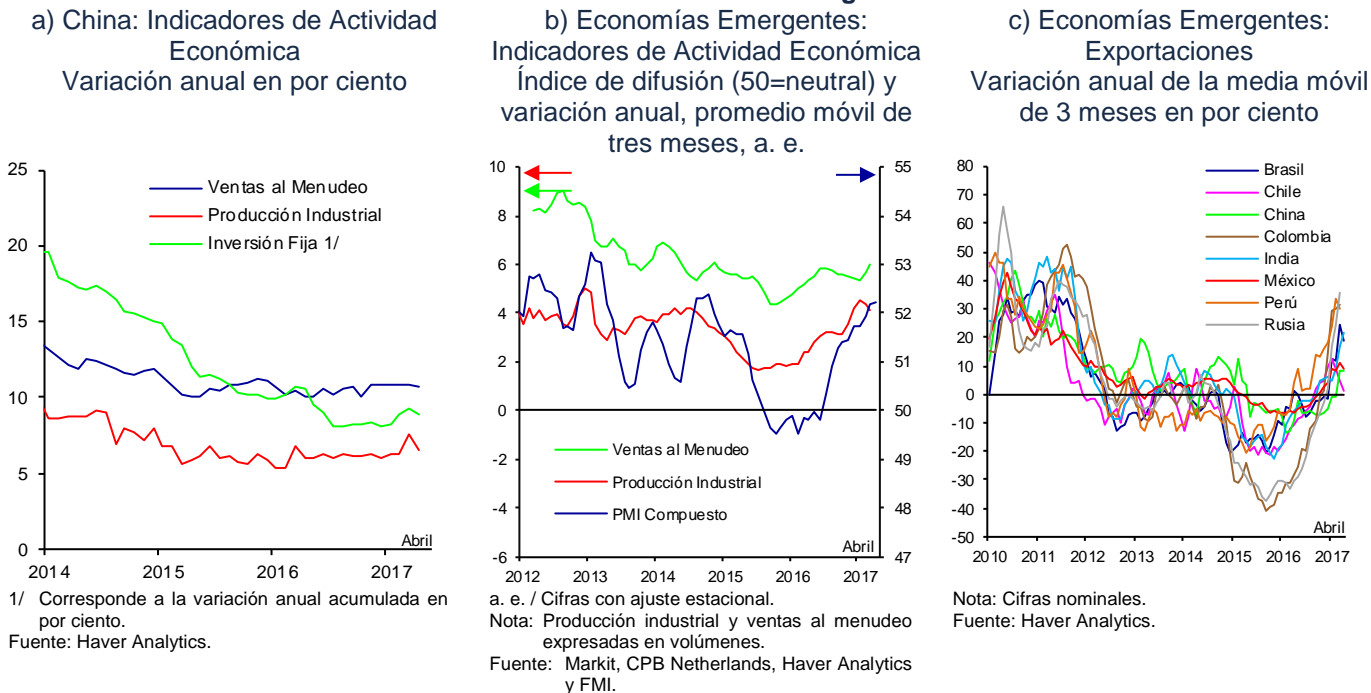
b) Reino Unido: PIB Real  
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



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

En las economías emergentes, los indicadores oportunos sugieren una mejoría de la actividad industrial, de las ventas al menudeo, y de las exportaciones durante el periodo que cubre este Informe (Gráfica 14). A ello han contribuido el reciente impulso adquirido por el comercio mundial ante la mejoría de las economías avanzadas y cierta recuperación durante 2016 en los precios internacionales de las materias primas. En el caso de China, la economía aceleró su ritmo de expansión respecto del último trimestre de 2016, al registrar una tasa anual de crecimiento de 6.9 por ciento. No obstante, los indicadores disponibles apuntan a una moderación en su ritmo de crecimiento en los siguientes trimestres y existe el riesgo de que dicha desaceleración sea mayor a la anticipada, ante el endurecimiento de las condiciones de liquidez y la implementación de medidas macroprudenciales para fortalecer su sistema financiero, lo que pudiera reflejarse en un apretamiento en las condiciones crediticias en los siguientes trimestres. En el caso de Brasil, a pesar de la recuperación de la actividad en el primer trimestre, el deterioro reciente de la situación política pudiera incidir sobre el crecimiento de la economía al aumentar la probabilidad de que se interrumpa el proceso de relajamiento de la política monetaria y al complicar la aprobación de las reformas estructurales en ese país. Por otra parte, la mayoría de las economías emergentes continúan enfrentando riesgos, principalmente ante la posible introducción de barreras al comercio y la inversión, y un apretamiento de las condiciones financieras globales. Dichos factores podrían favorecer salidas de capitales y afectar los niveles de demanda y producción de dichas economías.

**Gráfica 14**  
**Indicadores de Economías Emergentes**

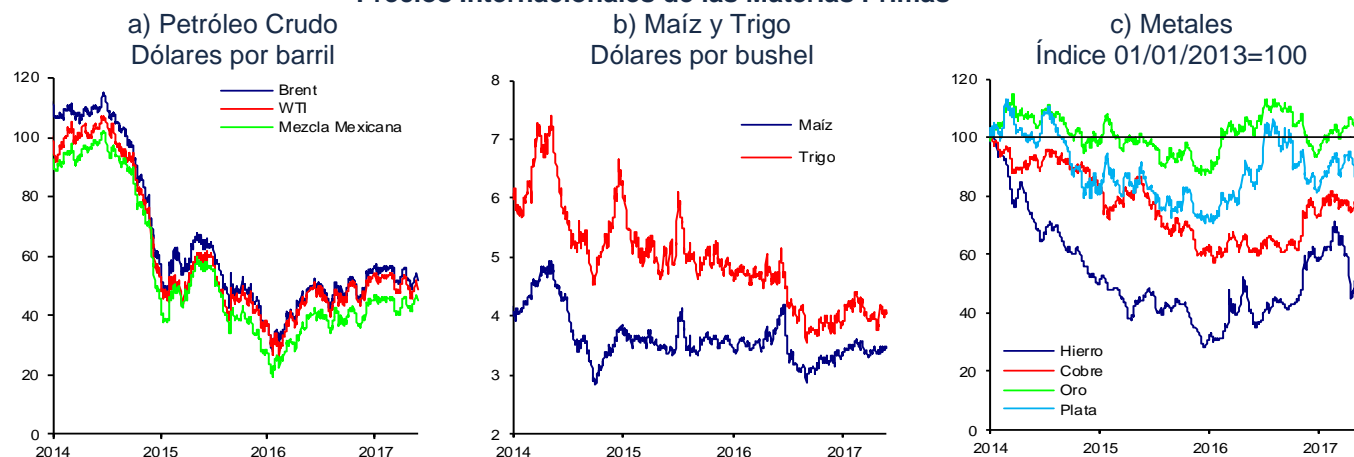


### 3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas en general se estabilizaron alrededor de los niveles registrados a finales de 2016 durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del petróleo disminuyeron debido a un aumento en los niveles de producción de crudo en Estados Unidos, si bien en las últimas semanas mostraron cierta recuperación ante la conformación de un acuerdo entre los miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo para extender los recortes de producción hasta marzo de 2018. Por su parte, los precios de los metales industriales revirtieron el alza observada a principios de año, al aumentar la producción. Mientras tanto, los precios de los granos disminuyeron luego de una moderada recuperación a principios del año, ante el incremento en los pronósticos de los inventarios finales globales por parte del Departamento de Agricultura de Estados Unidos (Gráfica 15).



**Gráfica 15**  
**Precios Internacionales de las Materias Primas <sup>1/</sup>**



<sup>1/</sup> Mercado Spot.  
Fuente: Bloomberg.

### 3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación continuó aumentando en las principales economías avanzadas durante el primer trimestre de 2017, reflejando los incrementos en los precios de la energía registrados durante la mayor parte de 2016, así como una menor holgura en la utilización de recursos. No obstante, en la mayoría de los países la inflación se mantiene por debajo del objetivo de los bancos centrales, mientras que el componente subyacente y las expectativas de inflación se encuentran aún en niveles bajos (Gráfica 16a y 16b).

En Estados Unidos, el deflactor del gasto de consumo aumentó de una tasa anual de 1.6 por ciento en diciembre de 2016 a una de 1.8 por ciento en marzo. Si bien la variación anual del índice subyacente disminuyó de 1.7 a 1.6 por ciento en este periodo, ello se debió principalmente a factores transitorios, como las disminuciones en las tarifas de telecomunicaciones.

En la zona del euro, la inflación continuó aumentando durante el periodo que cubre este Informe, al elevarse de una tasa anual de 1.1 por ciento en diciembre de 2016 a 1.9 por ciento en abril. Por su parte, la inflación subyacente aumentó de 0.9 por ciento a 1.2 por ciento en el periodo mencionado, debido principalmente a factores transitorios, destacando los mayores precios del rubro de servicios turísticos a causa del efecto calendario de la Semana Santa. Si bien la inflación mostró una mayor convergencia entre las economías de la región, la inflación y sus expectativas se ubicaron aún por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE). Esto refleja que todavía existe cierto grado de holgura en el mercado laboral de la zona del euro.

En el Reino Unido, la inflación al consumidor continuó avanzando, al pasar de una tasa anual de 1.8 por ciento en diciembre del año pasado a una de 2.6 por ciento en abril, superando el objetivo de 2 por ciento del Banco de Inglaterra por primera vez desde septiembre de 2013. Asimismo, el indicador subyacente aumentó de una tasa de 1.8 por ciento en diciembre a 2.4 por ciento en abril. El repunte en la inflación se debió en gran parte al efecto de traspaso de la depreciación previa de la libra esterlina a los precios, tendencia que, si bien ha sido contrarrestada por el

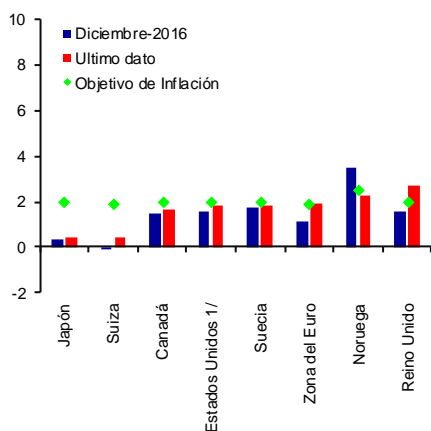
limitado incremento en costos internos, podría implicar mayores presiones inflacionarias a lo largo del año.

En Japón, la inflación general aumentó de una tasa anual de 0.3 por ciento en diciembre a 0.4 por ciento en abril. Por su parte, el indicador que excluye alimentos frescos pasó de una tasa de -0.2 por ciento a una de 0.3 por ciento en dicho periodo, continuando con la tendencia de recuperación que inició desde el último trimestre de 2016, la cual se relacionó principalmente con el avance en los precios de los energéticos durante buena parte de 2016. Aunque se estima que el apretamiento reciente del mercado laboral podría generar mayores presiones inflacionarias, los indicadores salariales del primer trimestre sugieren que estas continuarán siendo moderadas. Adicionalmente, las expectativas de inflación y las compensaciones inflacionarias reflejadas en instrumentos financieros se mantuvieron muy por debajo de la meta del Banco de Japón.

En las economías emergentes, la inflación ha mostrado comportamientos diferenciados entre países y regiones, pero en muchos casos las presiones inflacionarias se han moderado a medida que se han disipado los efectos del traspaso a los precios de la debilidad cambiaria observada anteriormente en muchos de estos países, así como un menor impacto de los incrementos a tarifas públicas e impuestos que tuvieron lugar en la mayoría de los casos en 2016. Las menores presiones inflacionarias derivadas de movimientos cambiarios y del aumento en los precios de las materias primas han permitido que la inflación en este grupo de economías esté determinada principalmente por su posición relativa en el ciclo económico (Gráfica 16c).

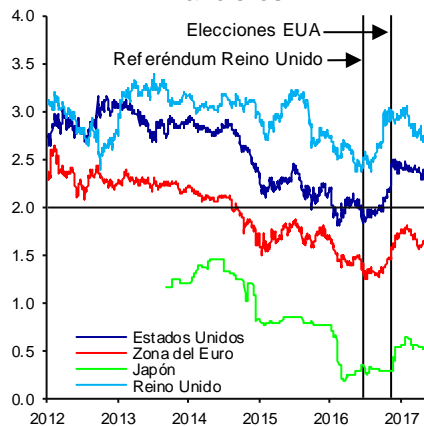
**Gráfica 16**  
**Inflación General Anual y Expectativas de Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes**  
 En por ciento

a) Economías Avanzadas:  
 Inflación General



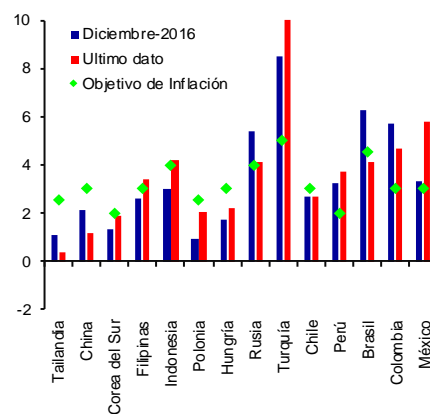
1/ Se refiere al deflactor del gasto en consumo. Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: Haver Analytics.

b) Economías Avanzadas:  
 Expectativas de Inflación de Largo Plazo Derivadas de Instrumentos Financieros 1/



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

c) Economías Emergentes:  
 Inflación General



Fuente: Haver Analytics.

### 3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En las economías avanzadas, la postura monetaria de los principales bancos centrales se mantuvo acomodaticia durante los primeros meses de 2017, si bien continúan las divergencias entre países, como reflejo de diferencias en sus posiciones relativas en el ciclo económico. Mientras Estados Unidos continúa con su proceso de normalización monetaria, en la zona del euro y Japón se ha recalcado la importancia de mantener una política acomodaticia, aunque se percibe una menor necesidad de estímulos adicionales ante la disminución en los riesgos deflacionarios.

En su reunión de marzo, la Reserva Federal incrementó en 25 puntos base al objetivo para la tasa de fondos federales, ubicándola en un rango de entre 0.75 y 1 por ciento, para mantenerla posteriormente sin cambio en su reunión de mayo. En su último comunicado, esta institución enfatizó la fortaleza del mercado laboral y su perspectiva de que la actividad económica continúe expandiéndose, a pesar de la desaceleración durante el primer trimestre, la cual calificó como un fenómeno eminentemente temporal. Ante ello, no se ha modificado la expectativa del mercado de que se reanude el ciclo de alzas de la tasa de fondos federales en su próxima reunión de junio. En este contexto, reiteró que la estrategia más apropiada para estabilizar la inflación alrededor de su meta de 2 por ciento continúa siendo la de un aumento gradual en su tasa de referencia, y que vigilará la evolución de la inflación y de sus expectativas con respecto a un objetivo simétrico. Adicionalmente, se ha venido fortaleciendo la expectativa de que la Reserva Federal hacia finales de este año comience a tomar acciones orientadas a reducir el tamaño de su balance, lo que aceleraría el proceso de normalización de su política monetaria. No obstante, esta institución ha venido enfatizando que dicho proceso deberá darse de manera gradual y predecible, mediante la no reinversión de al menos parte de los vencimientos de los títulos en su poder.

En su reunión de abril, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio los niveles de sus tasas de interés de referencia. Dicha institución percibe una menor probabilidad de implementar estímulos monetarios adicionales considerando que los riesgos para el crecimiento, si bien continúan sesgados a la baja, se han moderado. Sin embargo, aunque los riesgos de deflación han disminuido y la dispersión de los niveles de inflación entre países se ha reducido, esta institución reconoce que las presiones inflacionarias aún se mantienen bajas y sin dar señales claras al alza, por lo que se ha enfatizado la necesidad de mantener una postura monetaria acomodaticia. En este sentido, el BCE reiteró que permanece preparado para ajustar el tamaño y/o la duración de su programa de compra de activos en caso de ser necesario.

El Banco de Japón, en su reunión de abril, mantuvo sin cambio el monto de su programa de compra de activos y su guía para el manejo de la curva de rendimiento, con la tasa de depósito en -0.1 por ciento y la tasa gubernamental a 10 años en aproximadamente cero por ciento. Si bien en su comunicado se menciona que la economía podría iniciar un proceso de expansión moderada y que la inflación se encuentra en niveles bajos principalmente por factores transitorios, se destacó la necesidad de mantener una postura monetaria acomodaticia. En línea con esto, el Banco de Japón elevó sus proyecciones de crecimiento para 2017

y 2018 y, a pesar de que redujo moderadamente su pronóstico de inflación para 2017, estima que la inflación alcance su objetivo de 2 por ciento en 2019.

El Banco de Inglaterra también mantuvo sin cambio su postura monetaria en su reunión de mayo. Si bien dicha institución continúa percibiendo riesgos a la baja para el crecimiento, destacó que la actividad económica ha continuado mostrando dinamismo, a pesar de la incertidumbre respecto al proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, y señaló que su postura monetaria continuará dependiendo del balance entre una inflación superior a su objetivo y el nivel de holgura en la economía. En su Informe de Inflación de mayo, esta institución redujo su expectativa de crecimiento para 2017 y la elevó para los siguientes años. Además, aumentó su pronóstico de inflación para 2017 y revisó a la baja sus perspectivas para los años subsecuentes, si bien anticipa que la inflación permanecerá todavía por encima de su meta durante los próximos tres años, convergiendo lentamente hacia ella. Así, dicha institución destacó que, si la economía evoluciona conforme a sus proyecciones, la política monetaria deberá seguir una trayectoria de apretamiento ligeramente mayor a la reflejada en la curva de rendimientos del mercado.

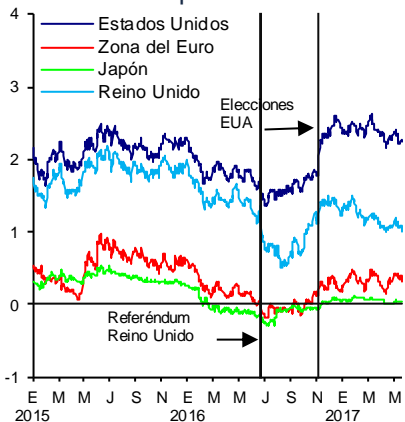
En las economías emergentes, las posturas monetarias en los primeros meses de 2017 siguieron difiriendo de acuerdo a la posición cíclica de los países, así como a diversos factores idiosincrásicos. En efecto, la moderación en las presiones inflacionarias contribuyó a que la postura monetaria permaneciera sin cambio en un gran número de economías, y que incluso se relajara en países como Brasil, Colombia y Rusia, en los que las presiones disminuyeron de manera importante y la brecha del producto continuó siendo significativa. Por otra parte, algunos otros bancos centrales, entre ellos el de Turquía, han optado por una restricción monetaria ante los mayores riesgos inflacionarios derivados de factores geopolíticos.

Los mercados financieros internacionales registraron una reducción en sus niveles de volatilidad y un aumento en los precios de los activos durante los primeros meses de 2017, respecto a lo experimentado en los últimos meses de 2016. Esto, a pesar de que continúa la incertidumbre en materia de política económica en las principales economías avanzadas y los crecientes riesgos geopolíticos en diversas regiones del mundo. El desempeño favorable de los mercados parece estar respondiendo más a las expectativas de un escenario de crecimiento sostenido, que a los elevados niveles de incertidumbre política y económica. Así, las tasas de interés en las economías avanzadas continuaron en niveles históricamente bajos, al mismo tiempo que sus mercados accionarios siguieron experimentando alzas (Gráfica 17). Por su parte, los mercados emergentes registraron significativas entradas de capital, revirtiendo las salidas que tuvieron lugar luego del resultado de la elección de los Estados Unidos. Ante esto, la mayoría de las divisas de economías emergentes experimentaron una apreciación significativa (Gráfica 18). Adicionalmente, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano para este grupo de países disminuyeron de manera generalizada. No obstante, si bien las medidas de volatilidad son bajas, los mercados no excluyen riesgos extremos o de cola, observándose un incremento en los costos de cobertura de dichos riesgos. En efecto, aún no se pueden descartar episodios de mayor inestabilidad en los mercados financieros dada la incertidumbre que aún existe tanto sobre la materialización del escenario que está sustentando las

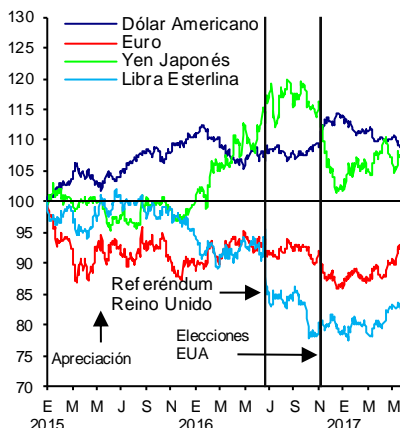
expectativas favorables, como la probabilidad de que ocurran los riesgos extremos que enfrenta la economía global anteriormente señalados.

**Gráfica 17**  
**Indicadores Financieros de Economías Avanzadas Seleccionadas**

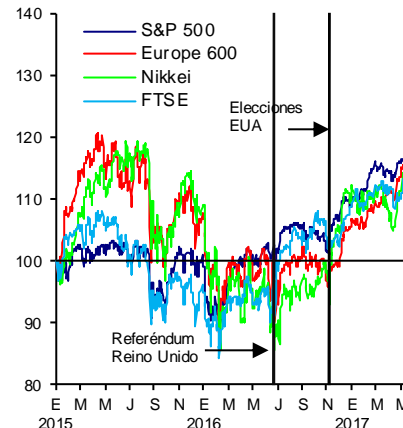
a) Rendimiento de los Bonos a 10 Años  
En por ciento



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



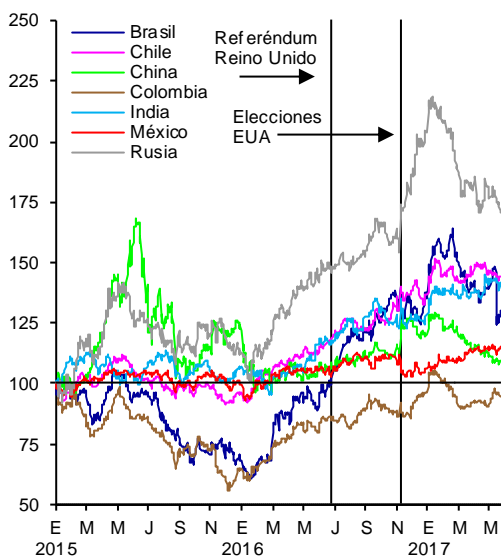
c) Mercados Accionarios  
Índice 01/01/2015=100



Fuente: Bloomberg.

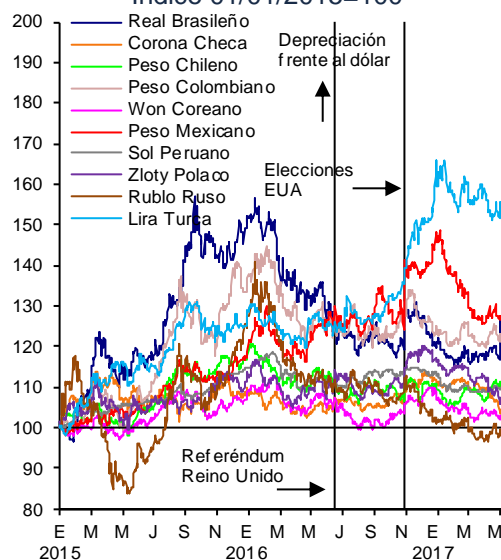
**Gráfica 18**  
**Indicadores Financieros de Economías Emergentes Seleccionadas**

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

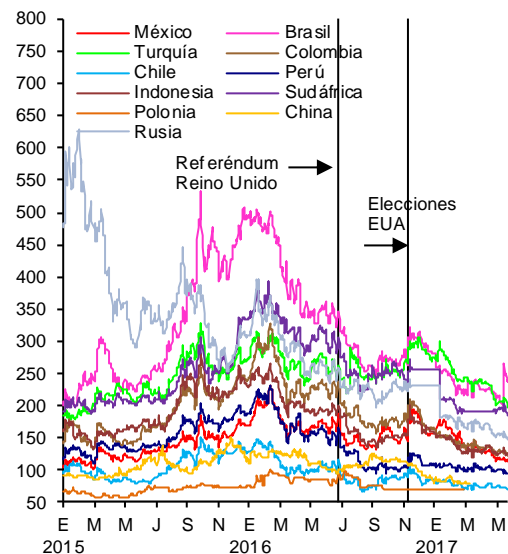


Fuente: Bloomberg.

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

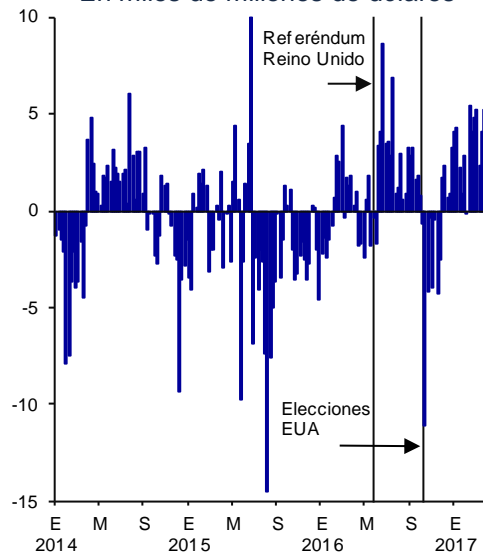


c) Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano (CDS) En puntos base



Fuente: Bloomberg.

d) Flujos Semanales de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y Acciones) <sup>1/</sup> En miles de millones de dólares



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

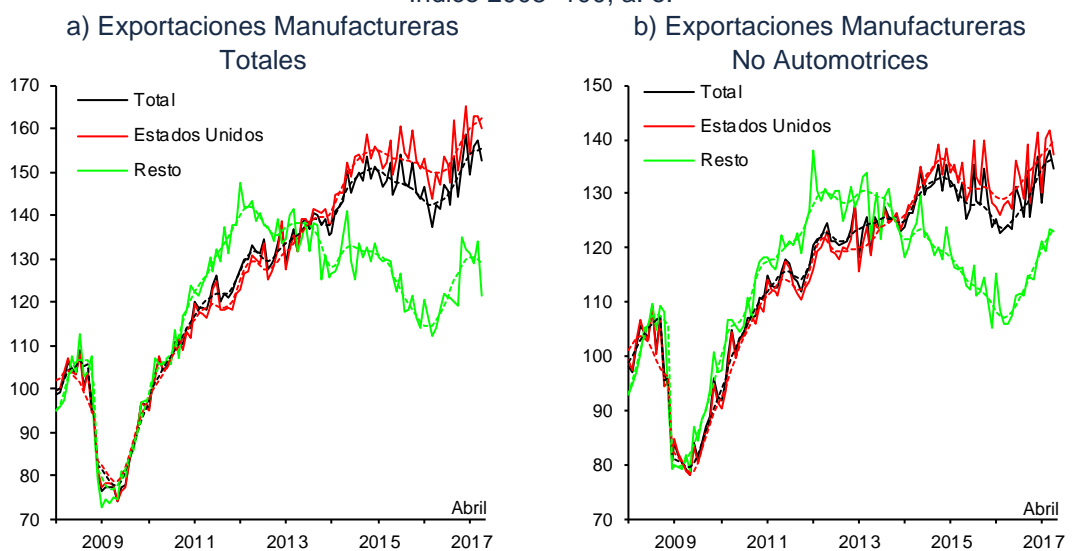
### 3.2. Evolución de la Economía Mexicana

#### 3.2.1. Actividad Económica

En el primer trimestre de 2017, la economía mexicana registró un ritmo de crecimiento similar al observado en el último trimestre del año anterior. Esto reflejó, principalmente, la expansión tanto del consumo privado, como de la demanda externa. En contraste, se acentuó la debilidad de la inversión.

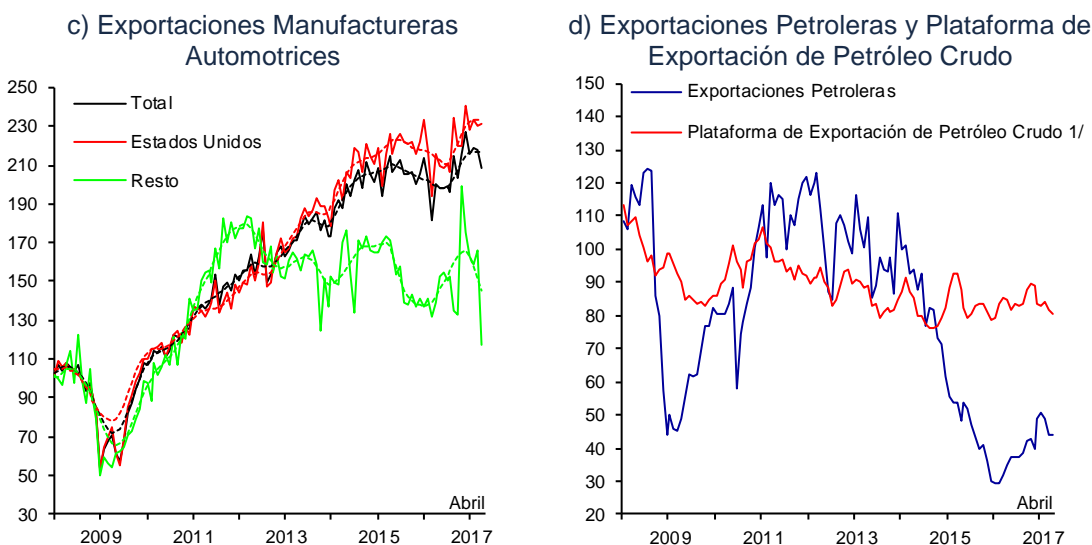
En efecto, en el periodo enero – marzo de 2017 las exportaciones manufactureras continuaron recuperándose, después de la tendencia negativa que mostraron durante 2015 y principios de 2016, a lo cual contribuyó la depreciación del tipo de cambio real y el gradual fortalecimiento de la actividad económica a nivel global en general y, en particular, de la producción industrial y del comercio exterior de Estados Unidos. La mejoría en las exportaciones mexicanas se observó tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las destinadas al resto del mundo (Gráfica 19a). Asimismo, tanto en las exportaciones automotrices, como en las no automotrices, se aprecia una reactivación (Gráfica 19b y Gráfica 19c). Por su parte, las exportaciones petroleras exhibieron una expansión en el primer trimestre del año, aunque siguieron ubicándose en niveles bajos. Dicho incremento se explica por un mayor precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, toda vez que la plataforma de crudo para exportación se redujo (Gráfica 19d).

**Gráfica 19**  
**Exportaciones de México**  
Índice 2008=100, a. e.



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

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



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

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

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

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

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

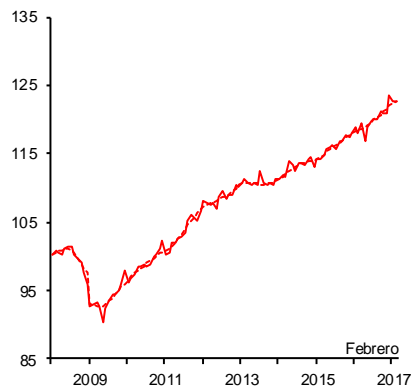
En cuanto a la demanda interna, a principios de 2017 el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior siguió exhibiendo una tendencia positiva. La trayectoria creciente de este indicador reflejó el comportamiento tanto del

componente de bienes y servicios de origen nacional, como el del consumo de bienes de origen importado (Gráfica 20a y Gráfica 20b).

- i. No obstante lo anterior, indicadores más oportunos, pero con menor cobertura, sugieren cierta desaceleración del consumo privado. En efecto, los ingresos en establecimientos comerciales al por menor y las ventas de vehículos ligeros registraron caídas en el trimestre (Gráfica 20c).
- ii. La fortaleza del mercado laboral parecería haber contribuido a mantener los niveles del consumo privado relativamente elevados, si bien en el trimestre se observó una reducción en los salarios reales ante el aumento en la inflación. Además, las remesas y la tasa de variación del crédito al consumo presentaron cierta desaceleración en el periodo que se reporta, aunque permanecieron en niveles altos (Gráfica 21a, Gráfica 21b y ver Sección 3.2.3). Asimismo, la confianza del consumidor continuó en niveles bajos, a pesar de que mostró una recuperación después de la fuerte caída reportada en enero pasado (Gráfica 21c).

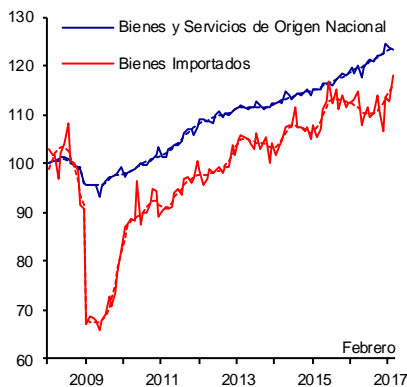
**Gráfica 20**  
**Indicadores de Consumo**  
Índice 2008=100, a. e.

a) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior



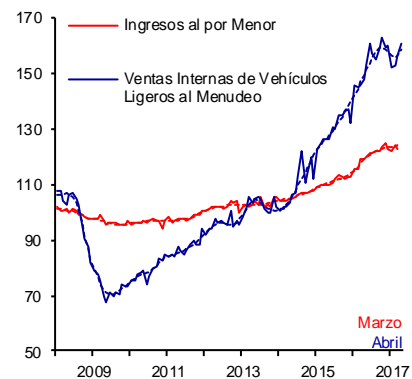
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales (SCNM), INEGI.

b) Componentes del Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior



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

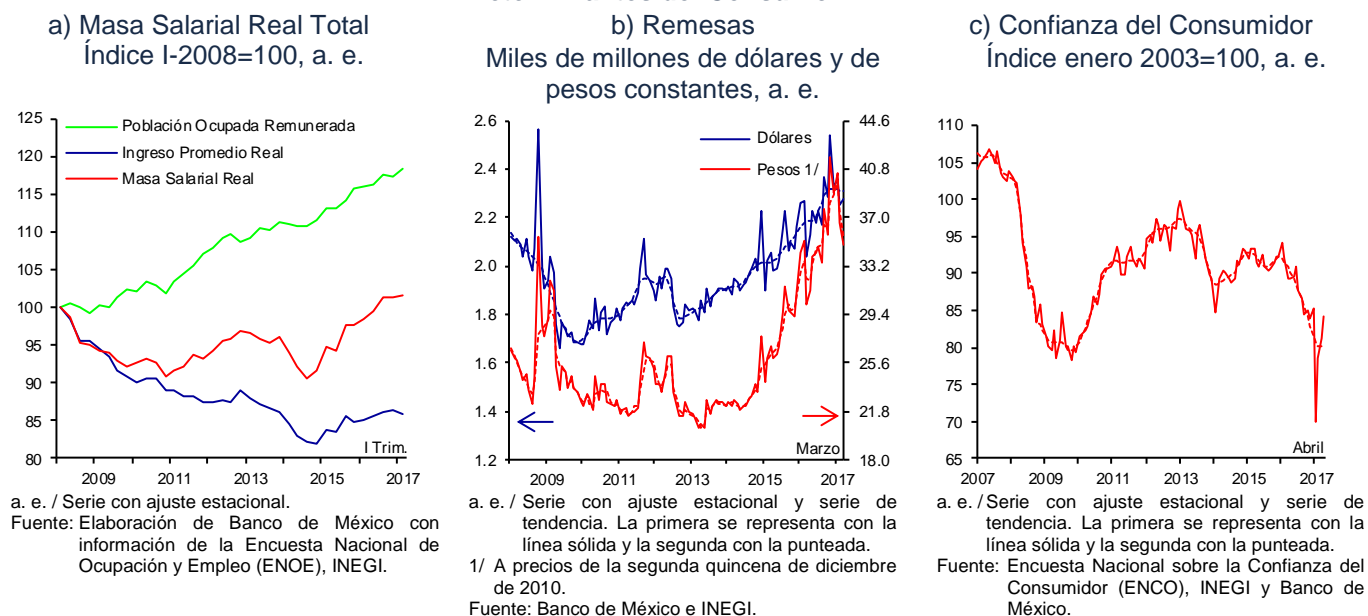
c) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo e Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA) y de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI.



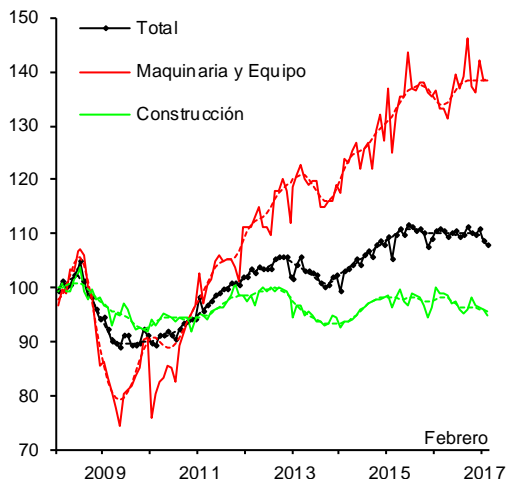
**Gráfica 21**  
**Determinantes del Consumo**



Por su parte, en el primer bimestre de 2017 se acentuó la debilidad que la inversión ha venido mostrando, apreciándose incluso una incipiente tendencia negativa (Gráfica 22a). En particular, al interior del rubro de maquinaria y equipo, el componente importado continuó disminuyendo, a la vez que el nacional registró cierta desaceleración (Gráfica 22b). En cuanto a la construcción, la tendencia positiva que ha exhibido el componente residencial se ha visto contrarrestada por la trayectoria negativa que ha presentado el no residencial (Gráfica 22c). A su vez, el comportamiento de este último se ha visto influido por la contracción en la construcción del sector público y una desaceleración en la del sector privado respecto al ritmo de expansión que mostró en la primera mitad de 2016 (Gráfica 22d). En específico, dentro de las obras contratadas por el sector privado, se presentó una reducción trimestral en la construcción de edificios industriales, comerciales y de servicios. Por el contrario, persistió la tendencia positiva en las obras relacionadas con instalaciones en edificaciones, como son las electromecánicas y de aire acondicionado (Gráfica 22e). Cabe notar que es posible que la inversión privada en México se haya ubicado hacia finales de 2016 y principios de 2017 en niveles por debajo de los que se habrían observado en ausencia de la incertidumbre asociada a la retórica proteccionista de la nueva administración en los Estados Unidos (ver Recuadro 2).

**Gráfica 22**  
**Indicadores de Inversión**

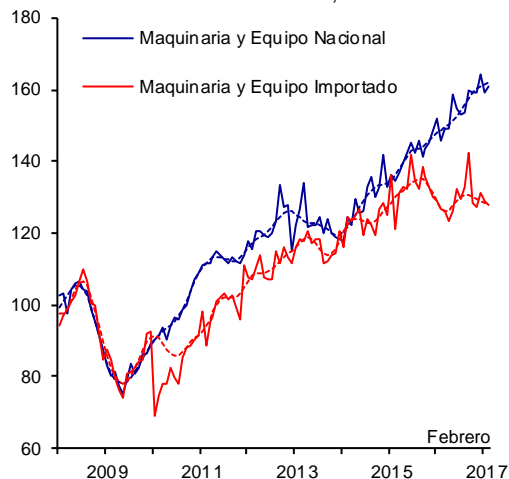
a) Inversión y sus Componentes  
Índice 2008=100, a. e.



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

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

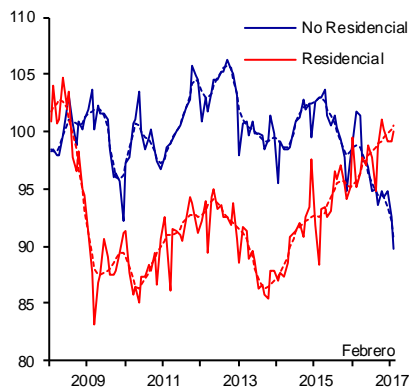
b) Inversión en Maquinaria y Equipo Nacional e Importado  
Índice 2008=100, a. e.



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

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

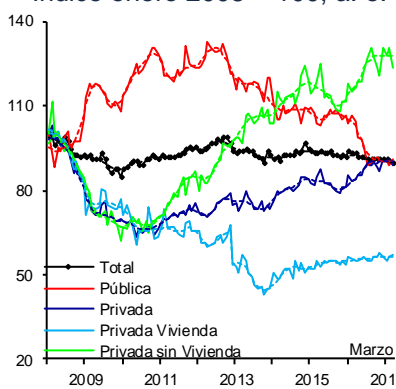
c) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial  
Índice 2008=100, a. e.



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

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

d) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante  
Índice enero 2008 = 100, a. e. <sup>1/</sup>



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

<sup>1/</sup> Desestacionalización de Banco de México, excepto el total.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENEC, INEGI.

e) Valor Real de la Producción en la Construcción del Sector Privado  
Índice enero 2008 = 100, a. e. <sup>1/</sup>



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

<sup>1/</sup> Desestacionalización de Banco de México.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENEC, INEGI.

## Recuadro 2 Análisis del Desempeño Reciente de la Inversión Privada

### 1. Introducción

En los últimos años, la economía mexicana ha enfrentado un entorno externo particularmente complejo, caracterizado por la debilidad de la actividad económica global y del comercio mundial, así como por volatilidad en los mercados financieros internacionales y menores precios del petróleo. Además, desde el inicio del proceso electoral en Estados Unidos y posteriormente con su desenlace, el riesgo latente de que en el futuro las autoridades estadounidenses implementen medidas de política que obstaculicen el comercio internacional ha provocado en México un ambiente de alta incertidumbre que ha contribuido a un deterioro en la confianza de los empresarios. Este, a su vez, parecería ya haberse traducido en un nivel de inversión privada menor al que se hubiera observado en ausencia de la retórica proteccionista de las autoridades estadounidenses. Así, la incertidumbre que ha prevalecido en los meses recientes parecería haber contribuido a la debilidad que la inversión privada ha mostrado desde una perspectiva de mediano plazo y, en particular, desde la segunda mitad de 2015.

En este contexto, este recuadro muestra evidencia de que la incertidumbre y deterioro en las perspectivas económicas han afectado negativamente la evolución reciente de la inversión privada en México. Para ello se estimó un modelo econométrico que controla por distintos factores que inciden sobre las decisiones de inversión.

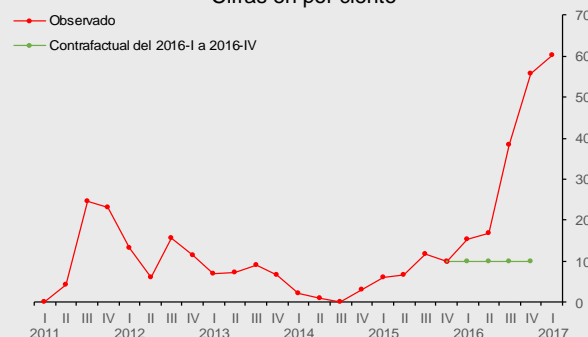
### 2. Modelo Econométrico

Para explicar el comportamiento reciente de la inversión privada en México se estimó un modelo de corrección de error con información de 1999-I a 2016-IV. Este modelo toma como variable independiente la inversión privada –medida mediante la formación bruta de capital fijo del sector privado– e incluye como variable explicativa el nivel de deterioro sobre el clima de negocios, al tiempo que se controla por otros factores que pueden incidir sobre la inversión.

Las expectativas por parte de empresarios e inversionistas sobre el futuro de la actividad económica son un determinante importante de las decisiones de inversión, ya que influyen directamente en la evaluación de la rentabilidad y de los riesgos asociados a cualquier proyecto productivo. Para el análisis econométrico se utilizó información de la pregunta concerniente a la expectativa del clima de negocios en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que el Banco de México recaba mensualmente. Específicamente, se

incluyó el promedio trimestral del porcentaje de analistas que consideran que el clima de negocios empeorará en los próximos seis meses. Este indicador ha mostrado un fuerte deterioro desde el segundo semestre de 2016 (Gráfica 1). Si bien dicho deterioro puede estar relacionado con diversos factores, el incremento abrupto que se observa parecería, dadas las fechas en que tuvo lugar, asociarse al proceso electoral en Estados Unidos y su resultado. En efecto, dichos eventos dieron pie a una gran incertidumbre sobre la relación económica que prevalecería entre Estados Unidos y México. Al respecto, cabe señalar que en esa misma encuesta, el porcentaje de analistas que mencionó a la incertidumbre política internacional como uno de los principales obstáculos para el crecimiento pasó de un promedio de 1 por ciento en el primer trimestre de 2016 a uno de 13 por ciento en el mismo periodo de 2017.

**Gráfica 1**  
**Indicador de Deterioro del Clima de Negocios<sup>1/</sup>**  
Cifras en por ciento



1/ Porcentaje de analistas que consideran que el clima de negocios en los próximos seis meses empeorará con base en la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado que recaba el Banco de México.

Fuente: Elaboración propia con información del Banco de México.

El costo del capital es otro de los factores que determinan las decisiones de inversión. El análisis econométrico controla por el comportamiento del costo del capital utilizando una medida de la tasa de interés real *ex-ante* con base en los rendimientos anualizados de los Cetes a 28 días y las expectativas de inflación a doce meses. Adicionalmente, el análisis econométrico controla por el crecimiento del Producto Interno Bruto y de la inversión pública. El primero captura, en cierta medida, los recursos disponibles para la inversión, al tiempo que da una señal sobre la rentabilidad de los proyectos productivos. Por su parte, la inversión pública también influye en las decisiones de inversión privada, si bien su efecto desde un punto de vista teórico es ambiguo. En la medida en que la inversión pública contribuya a una mayor y mejor infraestructura, su

efecto sobre la inversión privada será complementario. Sin embargo, también podría haber una menor inversión privada como consecuencia de un efecto de desplazamiento (*crowding out*) por parte de la inversión pública.

Las pruebas de cointegración muestran que en el largo plazo la inversión privada está relacionada de manera positiva con el PIB, pero negativamente con la inversión pública. De acuerdo con el modelo, la relación de largo plazo de la inversión privada con el PIB y la inversión pública está dada por la siguiente ecuación:<sup>1</sup>

$$IPr_t = 1.34 Y_t - 0.11 IPu_t$$

(0.08)                      (0.05)

Donde:

IPr = Formación bruta de capital fijo del sector privado a precios de 2008;

Y = PIB real de México a precios de 2008; y

IPu = Inversión pública en cuentas nacionales a precios de 2008.

Por su parte, la relación de corto plazo se describe mediante la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned} \Delta IPr_t = & -1.61 - 0.27 EC_{t-1} + 0.35 \Delta IPr_{t-4} + 1.29 \Delta Y_t \\ & - 0.06 \Delta IPu_{t-2} - 0.06 Conf_{t-1} + 0.07 Conf_{t-2} \\ & - 0.05 Conf_{t-5} - 1.16 \Delta R_{t-1} - 0.77 \Delta R_{t-3} \\ & - 0.54 \Delta R_{t-5} \end{aligned}$$

(0.49)    (0.06)                      (0.07)                      (0.14)  
(0.03)                      (0.03)                      (0.03)  
(0.02)                      (0.40)                      (0.31)  
(0.23)

Donde:

EC = Término de corrección de error;

Conf = Indicador de deterioro del clima de negocio;

R = Tasa de interés real; y

Δ = Operador de diferencia.

La dinámica de corto plazo estimada sugiere que un deterioro en el clima de negocios está relacionado con un menor crecimiento de la inversión privada. De esta forma, el análisis apunta a que la pérdida de confianza efectivamente pudiera estar incidiendo adversamente en la inversión privada. En este sentido, destaca que la incertidumbre asociada a la mera posibilidad de que Estados Unidos implemente políticas que obstaculicen

<sup>1</sup> El modelo se estimó con cifras trimestrales sin ajuste estacional en logaritmos, excepto en el caso de la tasa de interés y el indicador de deterioro del clima de negocios. Entre paréntesis se incluyen los errores estándar de los coeficientes. La prueba de la traza de Johansen sugiere que la relación de cointegración entre las variables son significativas a niveles convencionales de significancia. Las ecuaciones que describen la dinámica de corto plazo satisfacen las pruebas tradicionales de especificación y diagnóstico a niveles convencionales de significancia e incluyen variables indicadoras que controlan por observaciones atípicas.

su relación económica con México, incluso en ausencia de la aplicación de políticas concretas, parecería ya estar teniendo efectos reales negativos sobre la economía mexicana.

### 3. Ejercicio Contrafactual

Para analizar en qué medida la pérdida de confianza ha incidido sobre la inversión privada, en esta sección se evalúa un escenario contrafactual sobre el comportamiento de la percepción del clima de negocios en México. En particular, se supone que el indicador de deterioro del clima de negocios permanece sin cambio a partir del último trimestre de 2015 y hasta el cierre de 2016 (Gráfica 1). El resultado de este ejercicio sugiere que la tasa de crecimiento anual de la inversión privada en 2016 hubiera sido 0.56 puntos porcentuales mayor a la tasa observada de 2.21 por ciento en ausencia del deterioro en el clima de negocios que se observó a lo largo de ese año (Cuadro 1 y Gráfica 2).

**Cuadro 1**  
**Inversión Privada, a. e.**  
Resultados de la simulación dinámica

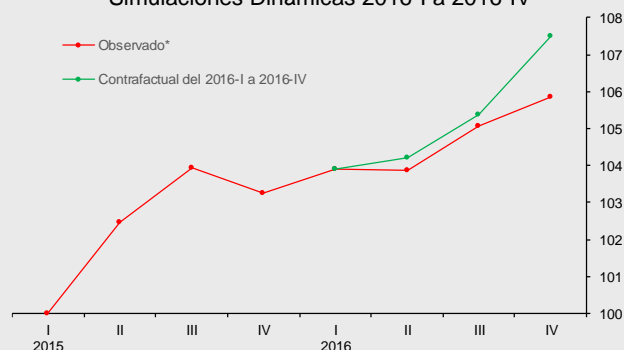
Variación anual observada	Efecto marginal del escenario contrafactual sobre la tasa de variación anual
Por ciento	Puntos Porcentuales
2016	2.21
	0.56

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Estimaciones de Banco de México.

**Gráfica 2**  
**Inversión Privada**

Índices en términos reales 2015-I = 100, a. e.  
Simulaciones Dinámicas 2016-I a 2016-IV



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales y estimaciones de Banco de México

Como se describe en la sección 3.2.1 del presente Informe, la inversión privada continuó desacelerándose a principios del primer trimestre de 2017. De acuerdo a las estimaciones elaboradas para este Recuadro, dicha debilidad podría explicarse por el deterioro adicional en el clima de negocios que se observó en ese periodo (Gráfica 1), el cual, a su vez, puede asociarse a la mayor incertidumbre que prevaleció en relación a la postura de las autoridades estadounidenses sobre el futuro del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

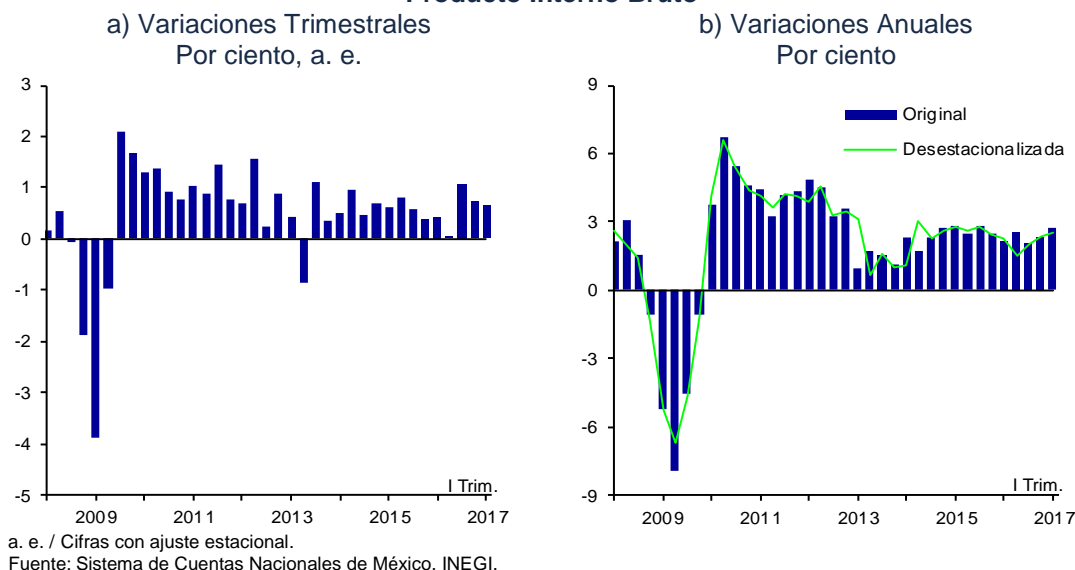
#### 4. Consideraciones Finales

Los resultados de este Recuadro sugieren que la inversión privada en México se ha visto afectada por la menor confianza de los empresarios ante la incertidumbre sobre las políticas económicas que podría instrumentar la nueva administración estadounidense. No obstante, desde una perspectiva de mediano plazo parecería preocupante la debilidad que la inversión privada en México ha mostrado desde la crisis financiera global de 2008. Además, esto se ha observado en un contexto en el que la inversión pública en ese mismo periodo ha mostrado una pronunciada tendencia decreciente. Así, el continuo crecimiento que la economía mexicana ha mostrado en los últimos años podría estar presentando ciertos desbalances, toda vez que el consumo privado se ha mostrado relativamente dinámico, al tiempo que la inversión privada ha

presentado una prolongada atonía. Esta composición podría no ser sostenible en el mediano plazo, en particular debido a que, de extenderse la debilidad de la inversión, el crecimiento potencial de México podría verse adversamente afectado. Por ello, es imperativo que el país redoble esfuerzos para propiciar las condiciones que permitan la recuperación de la confianza de los empresarios y que conduzcan a una mayor inversión. En ese sentido, deben continuar adoptándose acciones de política económica que robustezcan el marco macroeconómico de México y se debe avanzar en el esfuerzo de modernización del país con la adecuada implementación de las reformas estructurales. Asimismo, se torna indispensable seguir fortaleciendo el estado de derecho, de tal modo que la corrupción y la inseguridad no se erijan como obstáculos para una mayor inversión y, por lo tanto, como lastres para el desarrollo productivo del país.

Con relación al comportamiento de la actividad económica por el lado de la producción, en el primer trimestre del año en curso el PIB aumentó 0.67 por ciento respecto al periodo previo con cifras ajustadas por estacionalidad, luego de haber mostrado avances trimestrales de 1.08 y 0.73 por ciento en el tercer y cuarto trimestres de 2016, en ese orden. En la comparación anual con datos desestacionalizados, la actividad económica nacional presentó en el periodo enero – marzo de 2017 un crecimiento anual de 2.6 por ciento, después de alzas anuales de 2.0 y 2.3 por ciento exhibidas en el tercer y cuarto trimestres del año anterior, respectivamente. Con datos originales, en el trimestre que se reporta el PIB se expandió 2.8 por ciento a tasa anual, cifra que se compara con el incremento anual de 2.0 por ciento registrado en el tercer trimestre y de 2.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 (Gráfica 23).

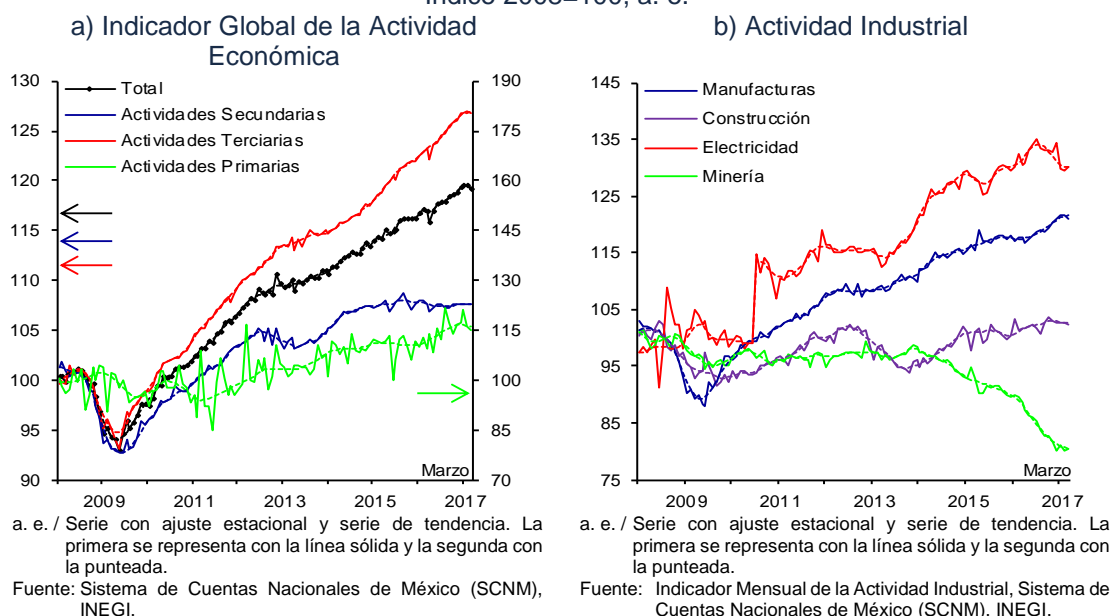
**Gráfica 23**  
**Producto Interno Bruto**



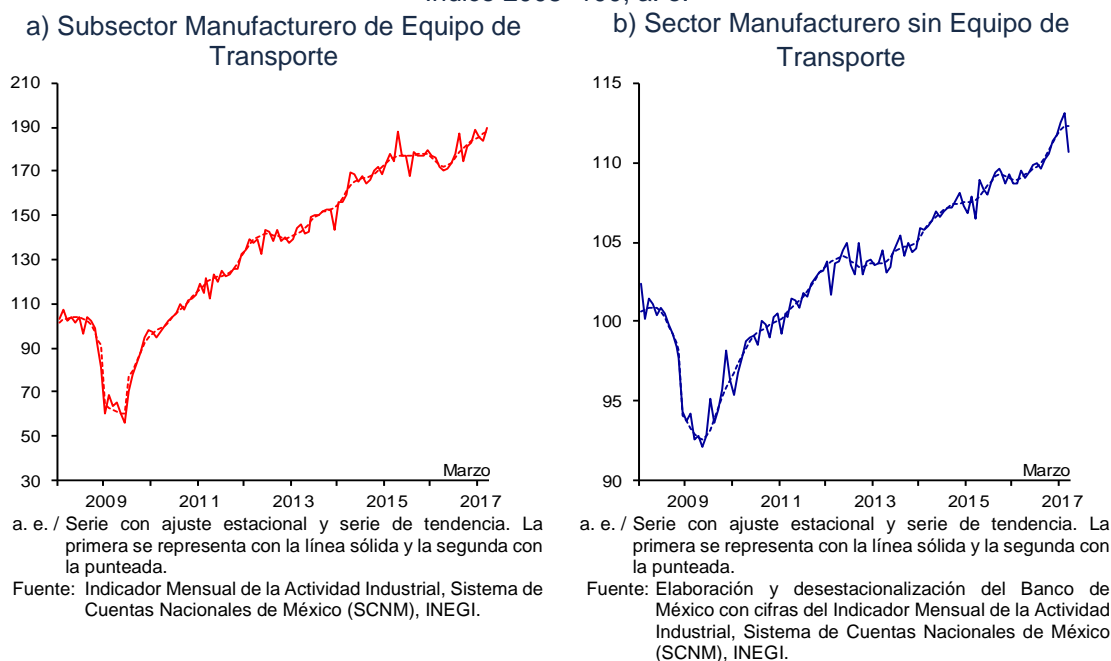
El incremento del PIB en el primer trimestre de 2017 siguió reflejando el dinamismo de los servicios, toda vez que las actividades secundarias en su conjunto continuaron exhibiendo el estancamiento que se ha registrado desde mediados de 2014 (Gráfica 24a). En particular, al interior de la actividad industrial, la producción manufacturera siguió presentando un desempeño positivo, lo cual fue contrarrestado por el estancamiento en la construcción, una evolución negativa en el sector de electricidad y una trayectoria decreciente en la minería.

- i. En efecto, en el periodo que se reporta la producción manufacturera mantuvo una tendencia positiva, mostrando una recuperación respecto a los niveles observados en 2015 y la primera mitad de 2016 (Gráfica 24b). Esta mejoría reflejó las tendencias positivas tanto del rubro de equipo de transporte, como del agregado del resto de las manufacturas, si bien este último registró una contracción en marzo como resultado, principalmente, de caídas en los subsectores de industria química; industria de las bebidas y del tabaco; fabricación de accesorios, aparatos eléctricos y equipo de generación de energía eléctrica; industria alimentaria; y fabricación de maquinaria y equipo (Gráfica 25).
- ii. En contraste, el indicador del gasto en construcción –que, a diferencia del reportado en la clasificación de la inversión en la demanda agregada, no incluye la perforación de pozos petroleros– presentó un estancamiento (Gráfica 24b). En efecto, la pronunciada tendencia positiva que ha exhibido el rubro de trabajos especializados se ha visto contrarrestada por una desaceleración de la edificación, además de que el gasto en obras de construcción civil se mantuvo en niveles bajos, como reflejo de una menor obra contratada por parte del sector público.
- iii. Asimismo, se observó una variación trimestral desestacionalizada negativa en el sector de electricidad, agua y suministro de gas por ductos, el cual ha reflejado menores ventas de electricidad tanto residencial, como industrial y comercial (Gráfica 24b).
- iv. Adicionalmente, la minería siguió contrayéndose, como resultado de una menor plataforma de producción de petróleo crudo y la contracción en la perforación de pozos petroleros (Gráfica 26a y Gráfica 26b).

**Gráfica 24**  
**Indicadores de Producción**  
 Índice 2008=100, a. e.



**Gráfica 25**  
**Sector Manufacturero**  
 Índice 2008=100, a. e.



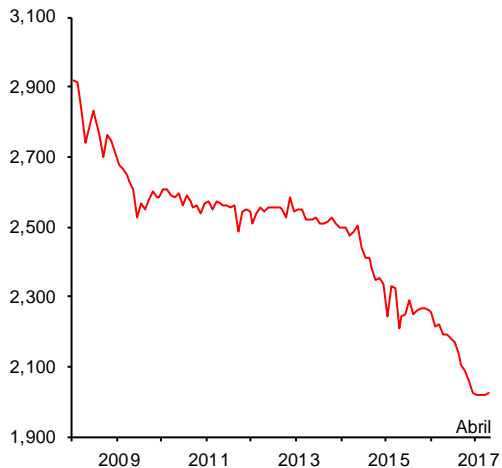
**Gráfica 26**

**Plataforma de Producción Petrolera y Sector Minero**

a) Plataforma de Producción de Petróleo  
Crudo

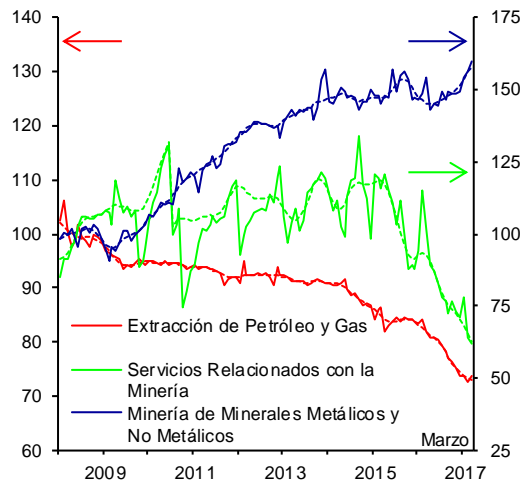
b) Sector de la Minería  
Índice 2008=100, a. e.

Miles de barriles diarios, a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional.

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



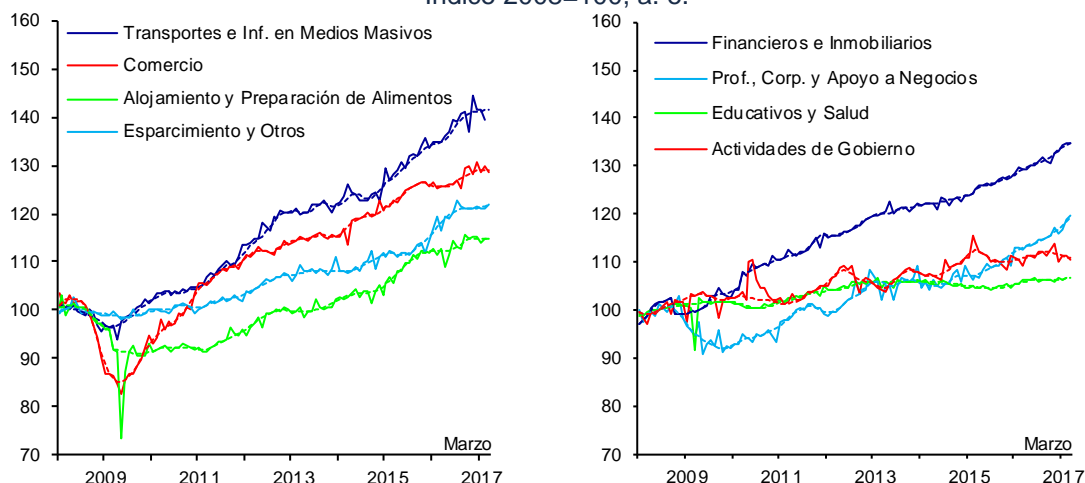
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

- v. En cuanto a la actividad de los servicios, en el periodo enero – marzo de 2017 estos siguieron registrando una tendencia positiva, si bien se presentó una desaceleración. En particular, a dicho crecimiento contribuyó, principalmente, el aumento en los servicios financieros e inmobiliarios y en los servicios profesionales, corporativos y de apoyo a negocios. No obstante, se observó cierta moderación en el ritmo de expansión del rubro de comercio; del de transporte e información en medios masivos; y del de alojamiento temporal y preparación de alimentos. Este último posiblemente se ha visto afectado, en parte, por cierta desaceleración en el gasto de los turistas internacionales (Gráfica 27).
- vi. La expansión trimestral desestacionalizada de las actividades primarias en el primer trimestre de 2017 se derivó, en buena medida, de un aumento en la superficie cosechada de los ciclos primavera – verano y otoño – invierno, así como de una mayor producción de algunos cultivos perennes, principalmente de caña de azúcar.



**Gráfica 27**  
**Indicador Global de la Actividad Económica: Servicios**  
 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.

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

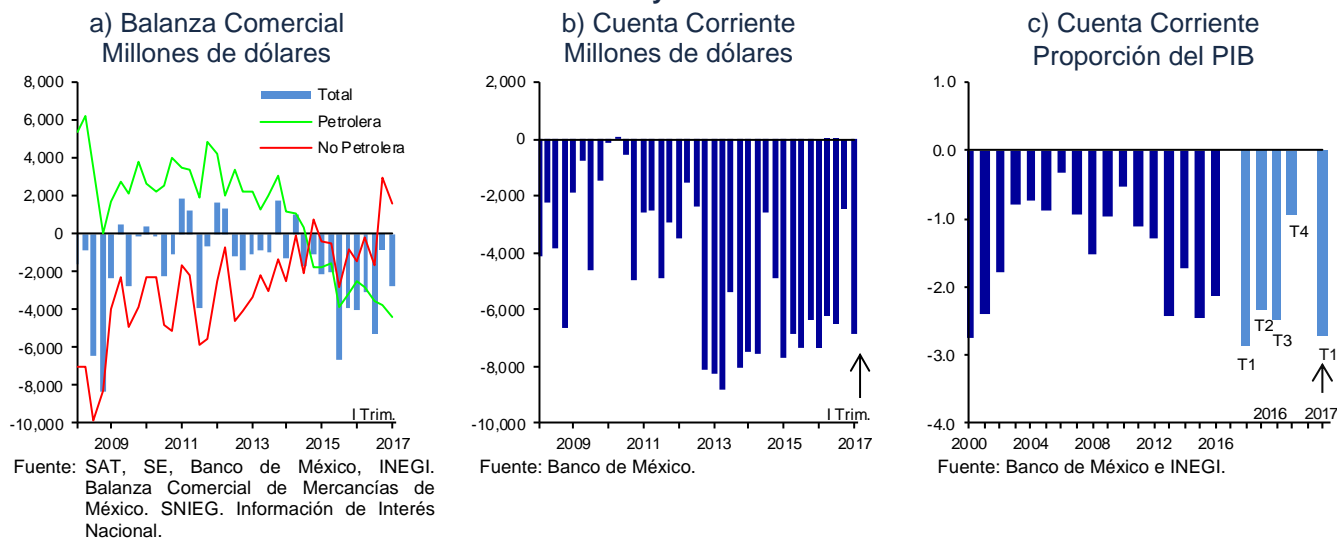
Respecto a las cuentas externas del país, en el primer trimestre de 2017 se observó un déficit de la cuenta corriente de 2.7 por ciento del PIB (6.9 miles de millones de dólares), cifra menor a la registrada en el primer trimestre de 2016 de 2.8 por ciento del PIB (Gráfica 28b y Gráfica 28c). Es importante tener en cuenta que varios de los componentes de la cuenta corriente presentan estacionalidad, por lo que cobra relevancia la comparación con relación a los resultados reportados en el mismo periodo del año previo.<sup>3</sup> En cuanto al comportamiento de los componentes de la cuenta corriente, destaca lo siguiente:

- i. En el periodo que se reporta, la balanza comercial no petrolera exhibió un superávit que contrasta con el déficit observado en el mismo periodo de 2016. Por el contrario, el déficit de la balanza comercial petrolera continuó incrementándose. Con estos resultados, en el primer trimestre de 2017 el déficit comercial total se ubicó en 2.8 miles de millones de dólares, monto inferior al registrado en el primer trimestre de 2016 (4.0 miles de millones de dólares; Gráfica 28a).
- ii. Por su parte, en el primer trimestre de 2017 el déficit de la balanza de servicios aumentó con relación al del primer trimestre de 2016. A su interior, sobresale que si bien el superávit de la cuenta de viajes siguió ampliándose, no fue suficiente para contrarrestar el incremento en el déficit del resto de los componentes que integran la balanza de servicios.
- iii. En lo relativo al déficit de la balanza de ingreso primario, en enero – marzo de 2017 este aumentó respecto al del mismo periodo de 2016, derivado principalmente de un mayor pago de intereses netos al exterior, toda vez que el saldo negativo por utilidades se mantuvo relativamente constante.

<sup>3</sup> Con la divulgación de la información de la balanza de pagos del primer trimestre de 2017, el Banco de México comenzó a publicar esta estadística conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional.

- iv. Finalmente, el superávit de la balanza de ingreso secundario se incrementó en la comparación anual, fundamentalmente por un mayor ingreso por remesas. No obstante, destaca que estas se desaceleraron en el primer trimestre del año respecto a los niveles alcanzados en los tres trimestres previos.

**Gráfica 28**  
**Balanza Comercial y Cuenta Corriente**



### 3.2.2. Mercado Laboral

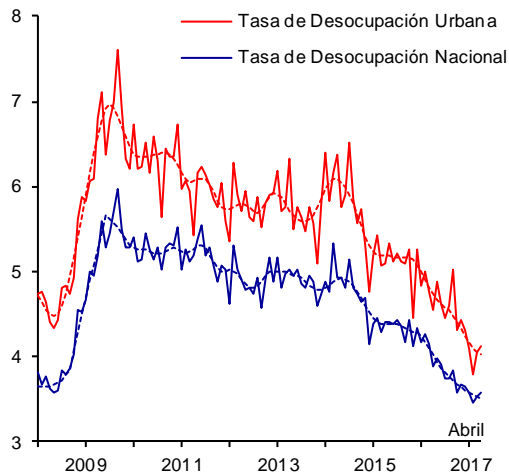
En el periodo enero – abril de 2017, las condiciones en el mercado laboral continuaron estrechándose, de tal modo que, de hecho, dicho mercado parecería ya no estar presentando condiciones de holgura. En efecto, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, mantuvieron una tendencia decreciente y se ubicaron en niveles inferiores a los reportados en 2008, antes del estallido de la crisis financiera global (Gráfica 29a). Lo anterior se observó en un contexto en el que la tasa de participación laboral exhibió un ligero incremento respecto al último trimestre de 2016 (Gráfica 29b). Así, se registró un aumento en la población ocupada. En particular, en el periodo enero – abril de 2017 el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS continuó creciendo (Gráfica 29c). Por su parte, la tasa de informalidad laboral siguió ubicándose en los niveles más bajos de los últimos doce años (Gráfica 29d).<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Actualmente, la tasa de informalidad laboral se mide con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), la cual comenzó a levantarse en 2005. En este contexto, en abril de 2017 este indicador se ubicó en el nivel más bajo desde que inició dicha encuesta.

**Gráfica 29**

**Indicadores del Mercado Laboral**

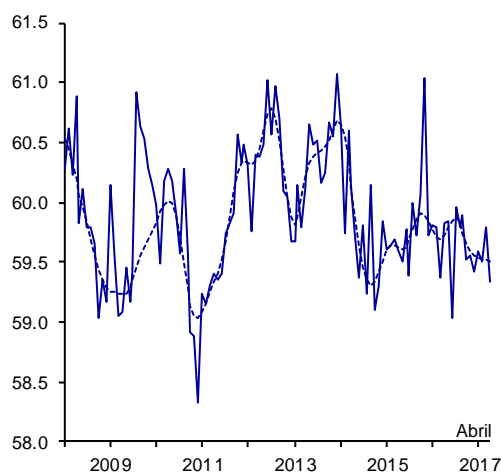
**a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana Por ciento, a. e.**



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

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

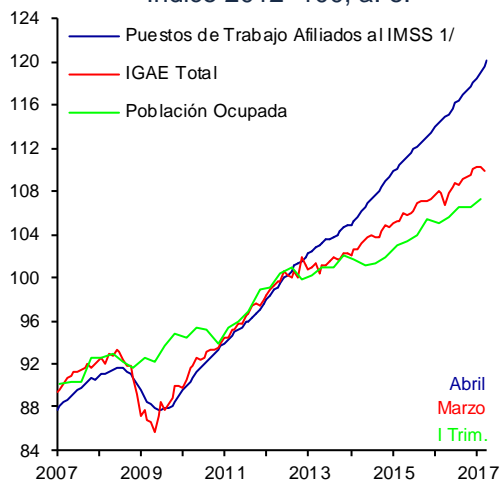
**b) Tasa de Participación Laboral Nacional Por ciento, a. e.**



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

1/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.  
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

**c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada Índice 2012=100, a. e.**

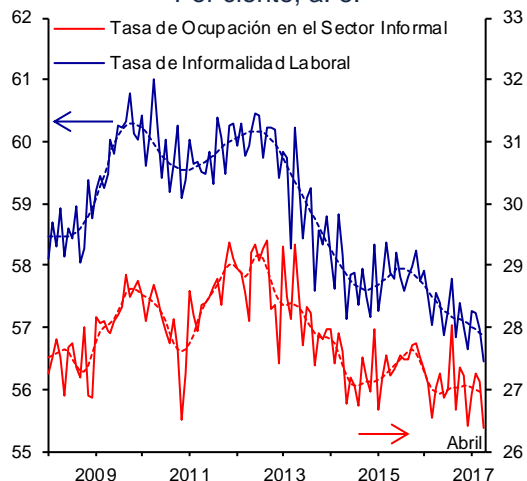


a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

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

**d) Ocupación en el Sector Informal e Informalidad Laboral Por ciento, a. e.**



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

1/ Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.  
2/ Incluye a los trabajadores que, además de los que se emplean en el sector informal, laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

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

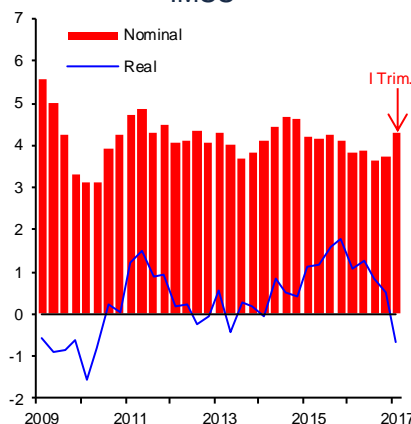
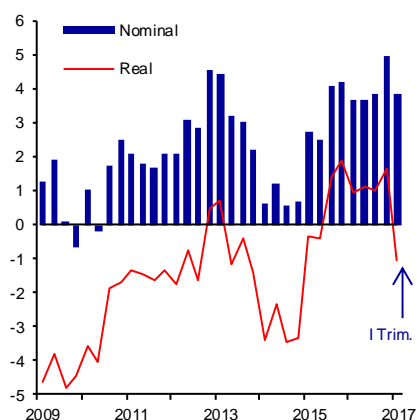
No obstante las condiciones actuales en el mercado laboral, no parecerían percibirse presiones sobre los salarios, toda vez que las remuneraciones medias reales se han reducido. En efecto, de acuerdo con distintos indicadores disponibles, en el primer trimestre de 2017 las remuneraciones medias reales registraron una contracción, derivada del comportamiento reciente de la inflación. En particular:

- i. La tasa de crecimiento anual del salario promedio de los trabajadores asalariados en la economía se ubicó en 3.9 por ciento en el periodo enero – marzo de 2017 (Gráfica 30a). No obstante, como se mencionó, dado el desempeño reciente de la inflación, se observó una disminución anual en términos reales de 1.0 por ciento.
- ii. De manera similar, en el periodo que se reporta, si bien el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS mostró un aumento anual de 4.3 por ciento, el mayor para un trimestre desde el último de 2014, este presentó una reducción anual en términos reales de 0.7 por ciento (Gráfica 30b). En abril de 2017, estos salarios exhibieron un incremento promedio incluso mayor, de 4.9 por ciento. No obstante, ello implicó una caída anual de 0.9 por ciento en términos reales.
- iii. En el primer trimestre de 2017, la tasa de crecimiento de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal fue mayor a la que se observó en el mismo trimestre de 2016 (Gráfica 30c). Este aumento se explica por un mayor incremento promedio en los salarios negociados en las empresas privadas con relación al año previo, toda vez que la tasa promedio de variación de los incrementos negociados en las empresas públicas fue menor a la registrada en el primer trimestre de 2016. No obstante, en abril de 2017 la tasa de revisión promedio de los salarios contractuales nominales de 3.9 por ciento fue menor a la reportada en el mismo mes de 2016, al tiempo que el comportamiento de la inflación en ese mes condujo a una variación anual negativa en términos reales.
- iv. El comportamiento de las remuneraciones medias reales es congruente con la percepción que tiene el conjunto de empresarios que contestaron la Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio en el Primer Trimestre de 2017. Por un lado, tan solo el 2.0 por ciento de las empresas señaló a la Disponibilidad de Mano de Obra como el problema más apremiante que enfrentaron durante el primer trimestre de 2017. Por otro lado, de forma prospectiva, tan solo un 2.2 por ciento de las empresas señaló al Aumento en los Costos Salariales como uno de los factores que limitarían el crecimiento de la actividad económica durante los próximos seis meses.

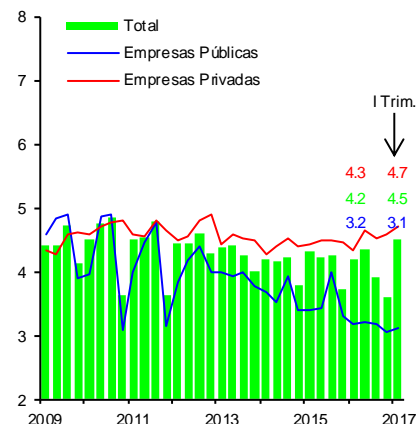
**Gráfica 30**  
**Indicadores Salariales**

Variación anual en por ciento  
b) Salario Diario Asociado a  
Trabajadores Asegurados en el  
IMSS <sup>2/</sup>

a) Salario Promedio de Asalariados  
según la ENOE <sup>1/</sup>



c) Salario Contractual Nominal <sup>3/</sup>



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

2/ Durante el primer trimestre de 2017 se registraron en promedio 18.8 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).

### 3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País <sup>5</sup>

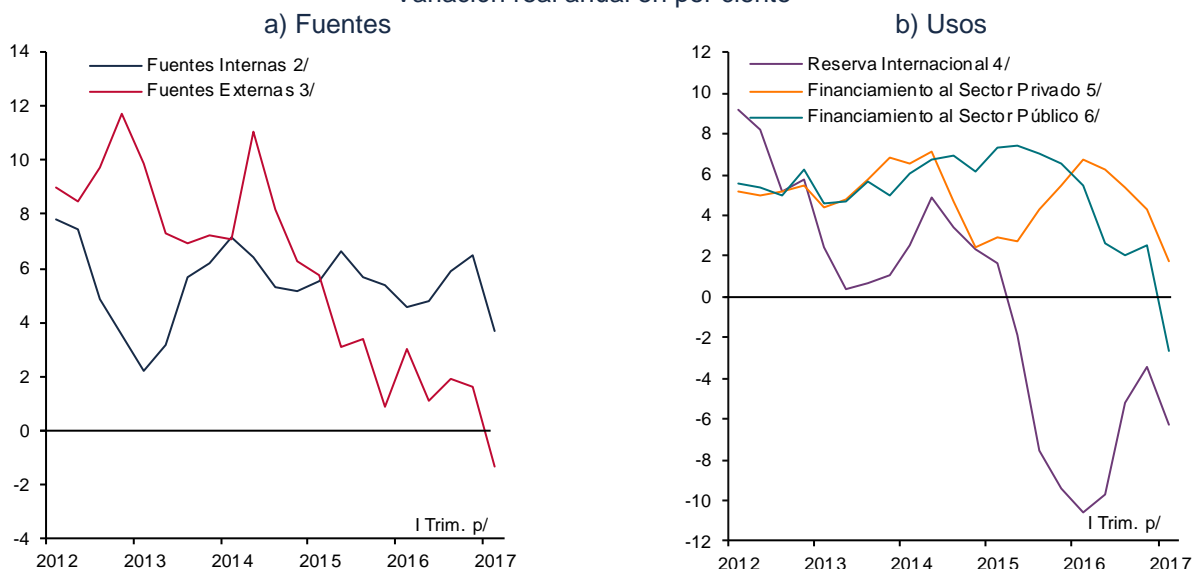
En el primer trimestre de 2017, las fuentes de recursos financieros de la economía se desaceleraron respecto del trimestre anterior. En efecto, en este periodo su variación real anual pasó de 4.5 a 1.7 por ciento, siendo esta última cifra la más baja desde el primer trimestre de 2010 (Gráfica 31a). Ello reflejó menores tasas de expansión tanto de las fuentes internas, como de las externas, en un contexto de elevada incertidumbre sobre el rumbo de la política económica en países avanzados, particularmente en Estados Unidos, y las implicaciones que ello podría tener sobre la economía mexicana. Así, a pesar de que continúa observándose una disminución en los requerimientos financieros del sector público como resultado de los esfuerzos de consolidación fiscal en marcha, y de que las reservas internacionales disminuyeron ligeramente en el trimestre de referencia, el menor crecimiento de las fuentes de recursos financieros se reflejó en una desaceleración del financiamiento al sector privado con relación al trimestre previo (Gráfica 31b).

Así, en lo que concierne a las fuentes de recursos financieros de la economía, las fuentes internas –medidas por el agregado monetario M4 en poder de residentes– redujeron su ritmo de expansión de 6.5 a 3.7 por ciento real anual entre el cuarto trimestre de 2016 y el primero de 2017 (Gráfica 32a). Ello obedeció a un menor crecimiento tanto del componente voluntario, como del obligatorio (Gráfica 32b). Por su parte, las fuentes externas registraron una variación real anual de -1.4 por ciento en el primer trimestre de 2017, cifra inferior al 1.6 por ciento observado en el trimestre anterior (Gráfica 31a). Ello fue resultado, en buena medida, de la sostenida disminución de recursos externos, tanto bancarios como de mercado,

<sup>5</sup> En esta sección, a menos de que se indique lo contrario, las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

canalizados a financiar a las empresas en México. En contraste, cabe destacar que el saldo del agregado monetario M4 en poder de no residentes mostró un repunte en su tasa de crecimiento, al pasar de -3.1 a 0.5 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primero de 2017. Esto, como reflejo principalmente de un aumento en la tenencia de bonos gubernamentales de mediano y largo plazo por parte de extranjeros (Gráfica 32c).

**Gráfica 31**  
**Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía**  
 Variación real anual en por ciento <sup>1/</sup>



p/ Cifras preliminares.

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

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

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

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

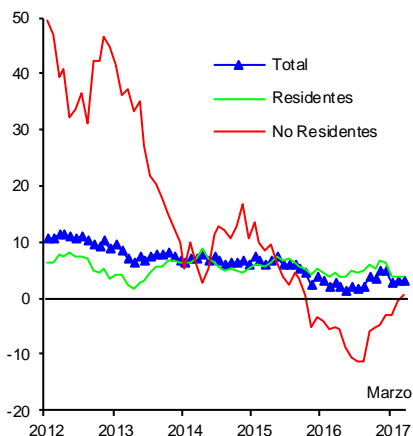
5/ Se refiere a la cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste), la emisión de deuda interna y el financiamiento externo. Incluye programas de reestructura.

6/ Incluye el financiamiento al sector público federal, así como el destinado a los estados y municipios.

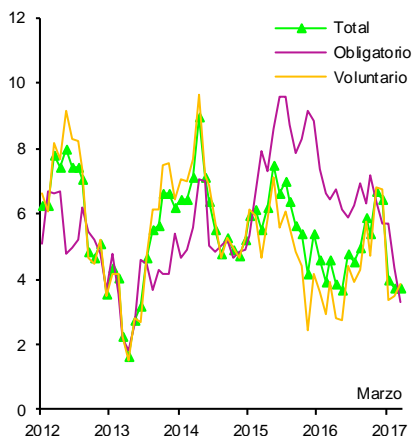
Fuente: Banco de México.

**Gráfica 32**  
**Agregado Monetario M4 <sup>1/</sup>**

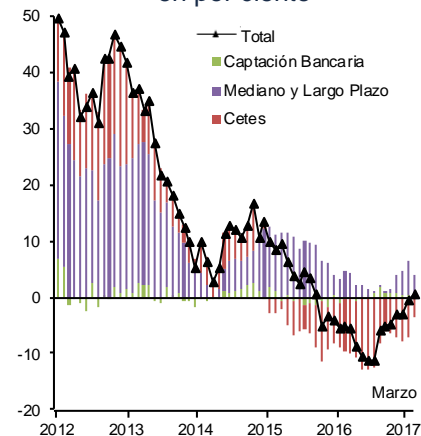
a) Total  
Variación real anual en por ciento



b) En poder de Residentes  
Variación real anual en por ciento



c) En poder de No Residentes  
Contribución a la variación real anual en por ciento



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

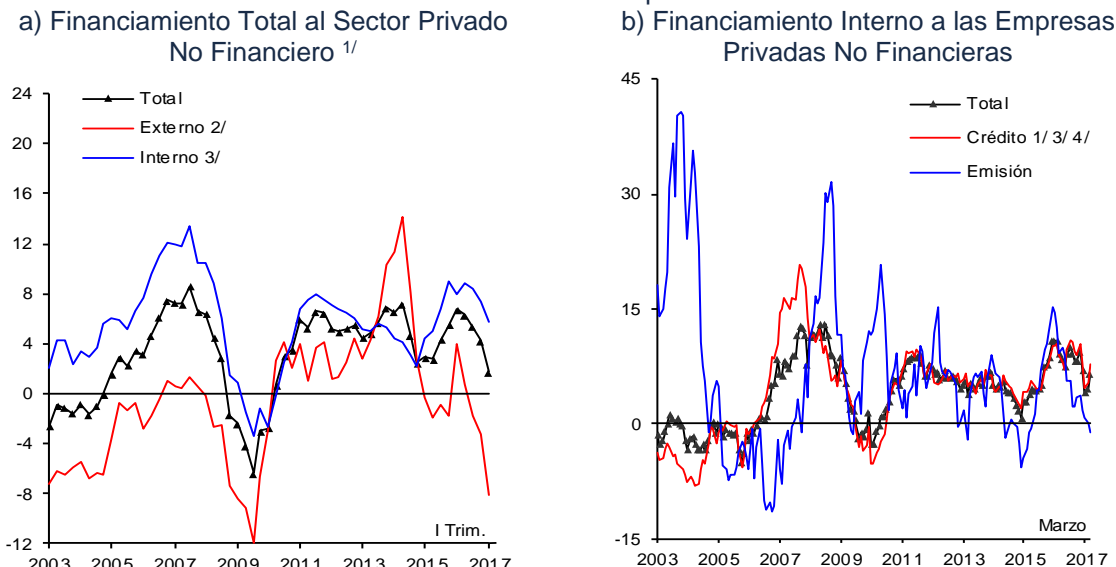
Fuente: Banco de México.

En lo que toca a la utilización de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público en el primer trimestre de 2017 disminuyó su ritmo de crecimiento. Como se mencionó, ello refleja el esfuerzo de consolidación fiscal que ha venido haciendo el Gobierno Federal, la presencia de ingresos excedentes, y un menor ejercicio del gasto público respecto al programa, además del entero durante el trimestre de referencia del remanente de operación del Banco de México correspondiente al ejercicio fiscal de 2016, el cual ascendió a 321.7 miles de millones de pesos. Así, la variación real anual del financiamiento al sector público en el primer trimestre de 2017 fue de -2.7 por ciento, cifra que se compara con la de 2.6 por ciento registrada el cuarto trimestre del año. Cabe destacar que aun al excluir el efecto del remanente de operación del Banco de México sobre el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público, el financiamiento al sector público federal se habría expandido a una menor tasa que la observada el trimestre previo (0.9 por ciento). Por su parte, en enero – marzo de 2017 el saldo de la reserva internacional se contrajo en 6.3 por ciento real anual, lo que se compara con la disminución de 3.5 por ciento del trimestre anterior.<sup>6</sup> A ello contribuyó, como se explicó en el Informe Trimestral Octubre – Diciembre 2016, la venta directa al mercado de 2 mil millones de dólares que tuvo lugar en la primera semana de enero de 2017, en apego a las instrucciones de la Comisión de Cambios y con el objetivo de propiciar un funcionamiento más ordenado del mercado cambiario.

<sup>6</sup> La variación real anual en pesos de la reserva internacional se obtiene a través del método de flujos efectivos revalorizados. Ello consiste en multiplicar la variación anual absoluta en dólares por el tipo de cambio promedio del periodo; sumar a esta cantidad el saldo inicial de la reserva internacional en pesos, para obtener el saldo final ajustado de la reserva internacional en pesos; deflactar ambos saldos en pesos con el INPC y, por último, calcular su variación anual. Así, en términos de dólares, entre el primer trimestre de 2016 y el mismo trimestre de 2017, la reserva internacional disminuyó en 2.8 miles de millones de dólares. Esta cifra expresada en pesos utilizando el tipo de cambio promedio en el periodo equivale a una reducción anual de 221 miles de millones de pesos, lo que sumado al saldo de 3,508 miles de millones de pesos de la reserva internacional al primer trimestre de 2016 implica una variación real anual de -6.3 por ciento. Para referencia, la variación nominal anual, en dólares, de la reserva internacional en el periodo fue de -1.6 por ciento.

En este contexto, el financiamiento total al sector privado no financiero moderó su ritmo de crecimiento en el primer trimestre de 2017. Este indicador se expandió a una tasa real anual de 1.7 por ciento en el trimestre de referencia, que se compara con una de 4.3 por ciento en el trimestre previo. Lo anterior resultó de la mencionada contracción del financiamiento externo, así como de un menor dinamismo del financiamiento interno –en especial del crédito a los hogares– (Gráfica 33a).

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



1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.  
 2/ Las cifras del financiamiento externo correspondientes al primer trimestre de 2017 son preliminares.  
 3/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.  
 4/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de otros intermediarios financieros no bancarios.  
 Fuente: Banco de México.

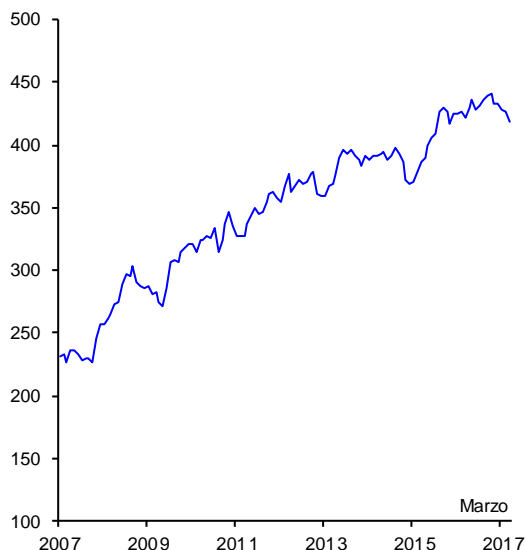
Profundizando en lo anterior, por el lado de las empresas, el financiamiento externo se ha venido contrayendo por varios trimestres, influido por condiciones más astringentes en los mercados externos y un entorno de volatilidad del tipo de cambio. Así, las empresas han recurrido en mayor medida al mercado interno para satisfacer sus necesidades de financiamiento, y en especial al crédito de la banca comercial, toda vez que la colocación de deuda y el crédito de la banca de desarrollo han mostrado poco dinamismo. Al cierre del primer trimestre de 2017, el financiamiento interno a las empresas registró una variación real anual de 6.6 por ciento, cifra similar al 6.8 por ciento observado en diciembre de 2016 (Gráfica 33b y Gráfica 34). En este contexto, los costos de financiamiento a las empresas –medidos por las tasas de interés de nuevos créditos bancarios y de los rendimientos de valores privados de corto y mediano plazo– han seguido aumentando, respondiendo a los incrementos en la tasa de referencia de la política monetaria (Gráfica 35a y Gráfica 35b). En cuanto a la calidad de la cartera, los índices de morosidad se han mantenido en niveles bajos (Gráfica 35c).



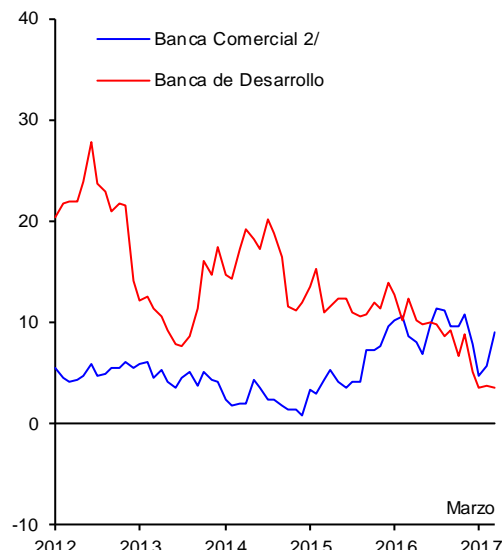
**Gráfica 34**

**Financiamiento Interno a Empresas Privadas No Financieras**

a) Valores en Circulación  
Saldos en miles de millones de pesos  
de marzo de 2016



b) Crédito Vigente <sup>1/</sup>  
Variación real anual en por ciento

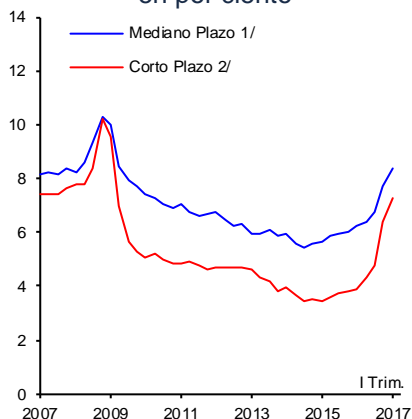


1/ Las variaciones reales anuales se calculan sobre el saldo ajustado por efecto de variaciones en el tipo de cambio.  
2/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Las cifras se ajustan para no verse afectadas por el traspaso de créditos puente.  
Fuente: Banco de México.

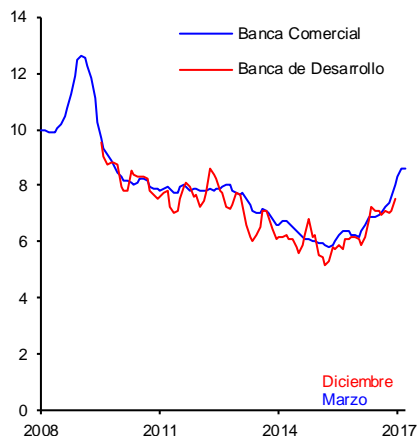
**Gráfica 35**

**Tasas de Interés Anual e Índices de Morosidad de las Empresas Privadas No Financieras**

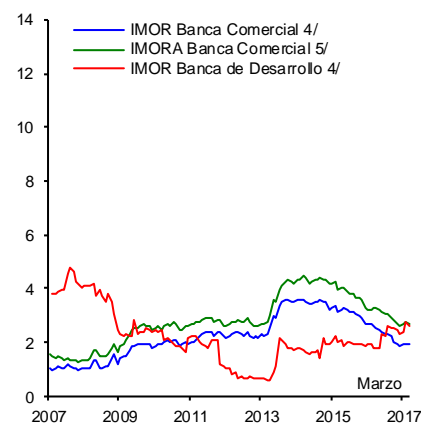
a) Tasas de Interés Anual  
de Valores Privados  
Promedio del trimestre  
en por ciento



b) Tasas de Interés Anual  
de Nuevos Créditos <sup>3/</sup>  
Por ciento anual



c) Índices de Morosidad  
Por ciento

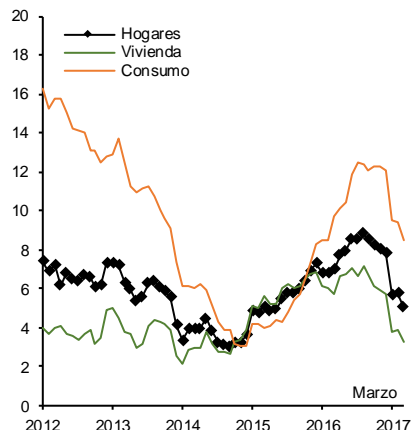


1/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de las emisiones en circulación, con un plazo mayor a un año, al cierre del mes.  
2/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada, a un plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.  
3/ Se refiere a la tasa de interés de nuevos créditos de la banca a las empresas privadas no financieras, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos solicitados. Se presenta el promedio móvil de 3 meses.  
4/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.  
5/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.  
Fuente: Banco de México.

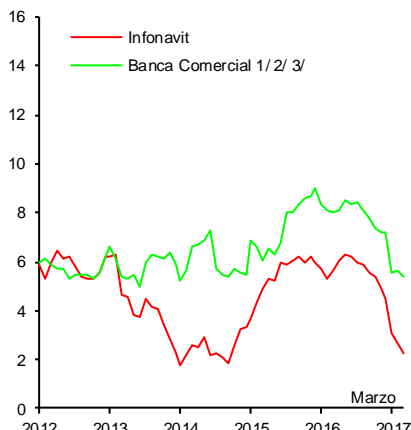
Por otro lado, el crédito a los hogares –tanto el destinado a la vivienda como el canalizado al consumo– siguió desacelerándose, al pasar su variación real anual de 8.0 a 5.0 por ciento entre el cuarto trimestre de 2016 y el primer trimestre de 2017 (Gráfica 36a). En lo que respecta al crédito a la vivienda, el menor dinamismo se observó tanto en la cartera de la banca comercial, como en la del Infonavit –que en conjunto representan más del 90 por ciento del crédito hipotecario en el país– (Gráfica 36b).<sup>7</sup> En términos de sus costos, en el trimestre que se reporta se registraron, por primera vez en los últimos cinco años, incrementos en las tasas de interés de los nuevos créditos hipotecarios otorgados por la banca comercial. Por su parte, los índices de morosidad correspondientes permanecieron en niveles bajos y estables (Gráfica 36c).

**Gráfica 36  
Crédito a los Hogares**

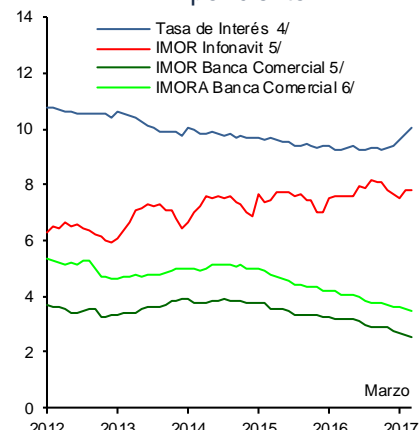
a) Crédito Total <sup>1/</sup>  
Variación real anual  
en por ciento



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



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



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

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

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

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

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

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

Fuente: Banco de México.

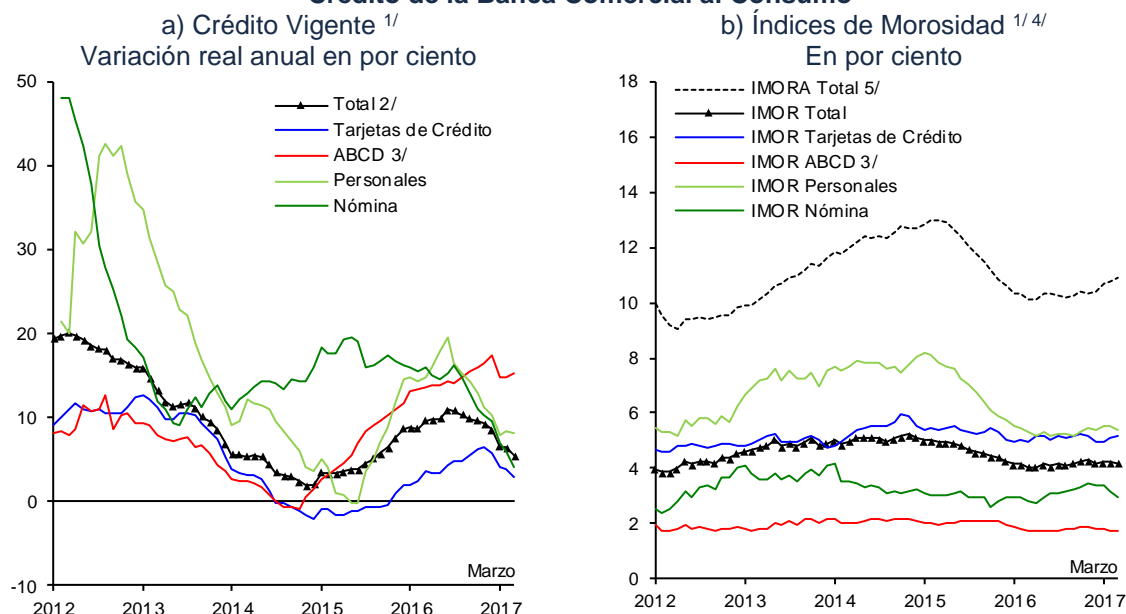
Por su parte, el crédito al consumo moderó sus tasas de crecimiento en relación con el trimestre previo, como reflejo de un menor ritmo de expansión de todos sus componentes (Gráfica 36a y Gráfica 37a). Las tasas de interés en este segmento se mantuvieron sin cambios en el trimestre de referencia, luego de que en el segundo trimestre de 2016 se observaran ciertos incrementos, particularmente en el crédito otorgado vía tarjetas. Por su parte, los índices de morosidad, en general, siguieron en niveles relativamente bajos, aunque el índice ajustado por castigos de

<sup>7</sup> El crédito de la banca comercial a la vivienda incluye aquel para la adquisición de vivienda nueva y usada, remodelaciones, pago de pasivos hipotecarios, crédito para liquidez, adquisición de terreno y construcción de vivienda propia.

cartera acumulados en los últimos doce meses se ha incrementado, reflejando el deterioro en el segmento de nómina (Gráfica 37b).

**Gráfica 37**

**Crédito de la Banca Comercial al Consumo**



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

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

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

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

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

Fuente: Banco de México.

En este contexto, y dada la reciente publicación del documento relativo al cumplimiento de las disposiciones contenidas en el artículo 42, fracción I, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (LFPRH; Pre-Criterios) y la perspectiva sobre los RFSP en 2017 que ahí se plasma, es relevante elaborar un ejercicio prospectivo de fuentes y usos de recursos financieros de la economía. Ello, con miras a analizar el posible impacto que podría tener la evolución del financiamiento al sector público en el entorno actual de condiciones restrictivas de financiamiento y fuentes de recursos financieros acotadas.

Por el lado de las fuentes de recursos financieros, se espera que en 2017 estas exhiban un bajo dinamismo (Cuadro 2). En particular, se estima que su flujo anual sea de 6.1 por ciento del PIB, cifra menor que la observada en 2016 (6.7 por ciento) y también inferior al flujo anual promedio registrado durante los cinco años previos (8.1 por ciento). En lo que toca a las fuentes externas, se prevé un flujo anual de 1.0 por ciento del producto. Este bajo dinamismo reflejaría una limitada disponibilidad de recursos ante la posibilidad de que persista la incertidumbre sobre el rumbo de las políticas económica y comercial en Estados Unidos, con su consecuente impacto sobre nuestra economía y mercados financieros. Con relación a las fuentes internas, se pronostica un flujo anual en 2017 de 5.0 por ciento, congruente con la evolución esperada de la actividad económica para el año.

En contraparte, con base en las previsiones para los RFSP contenidas en los Pre-Criterios 2017, se proyecta que el flujo anual de financiamiento al sector público se reduzca de 2.9 por ciento del PIB en 2016 a 1.5 por ciento del producto en 2017, reflejando el esfuerzo de consolidación fiscal por parte del Gobierno Federal.<sup>8</sup> Por su parte, se prevé que la reserva internacional presente una desacumulación en 2017 de 0.1 por ciento del PIB, cifra similar a la observada en 2016. Dado lo anterior, se estima que el financiamiento al sector privado exhiba un flujo anual de 2.8 por ciento del PIB en 2017, igual al flujo observado el año anterior.

De esta forma, en el contexto actual de condiciones de financiamiento más astringentes, y dada la posibilidad de que las fuentes de recursos financieros de la economía sigan presentando un bajo dinamismo, resulta fundamental el esfuerzo de consolidación fiscal por parte del sector público. Ello permitiría, además de fortalecer el marco macroeconómico del país, acotar las presiones sobre los mercados de fondos prestables, al generar el espacio necesario para que, aun en este entorno, pueda mantenerse el dinamismo del financiamiento al sector privado.

**Cuadro 2**  
**Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía**  
Porcentaje del PIB

	Flujos anuales					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017 e/
<b>Total de Recursos</b>	<b>10.0</b>	<b>8.6</b>	<b>10.2</b>	<b>5.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.1</b>
Fuentes Internas	4.4	4.7	5.8	3.9	5.6	5.0
Fuentes Externas	5.7	3.8	4.4	1.2	1.1	1.0
M4 no Residentes	4.5	1.3	2.3	-0.2	-0.6	0.0
Valores y Crédito del Exterior <sup>1/</sup>	1.2	2.5	2.2	1.4	1.7	1.0
<b>Total de Usos</b>	<b>10.0</b>	<b>8.6</b>	<b>10.2</b>	<b>5.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.1</b>
Reserva Internacional <sup>2/</sup>	1.8	1.0	1.3	-1.5	0.0	-0.1
Financiamiento al Sector Público	4.2	4.1	4.8	4.2	2.9	1.5
Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) <sup>3/</sup>	3.8	3.7	4.6	4.1	2.9	1.4
Estados y Municipios	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1
Financiamiento al Sector Privado	3.2	3.9	2.5	2.9	2.8	2.8
Hogares	1.4	1.1	1.1	1.3	1.6	1.4
Empresas	1.8	2.8	1.4	1.6	1.2	1.4
Otros conceptos <sup>4/</sup>	0.9	-0.5	1.7	-0.6	1.0	1.8

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

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

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

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

3/ De 2010 a 2016, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. El dato de 2017 corresponde al publicado en los CGPE 2017 y considera el impacto del uso del remanente de operación del Banco de México.

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

Fuente: Banco de México.

<sup>8</sup> Estas cifras incluyen los recursos extraordinarios del Gobierno Federal recibidos en 2016 por 1.2 por ciento del PIB y en 2017 por 1.5 por ciento del PIB, provenientes de los remanentes de operación del Banco de México de los ejercicios 2015 y 2016, respectivamente.

#### 4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

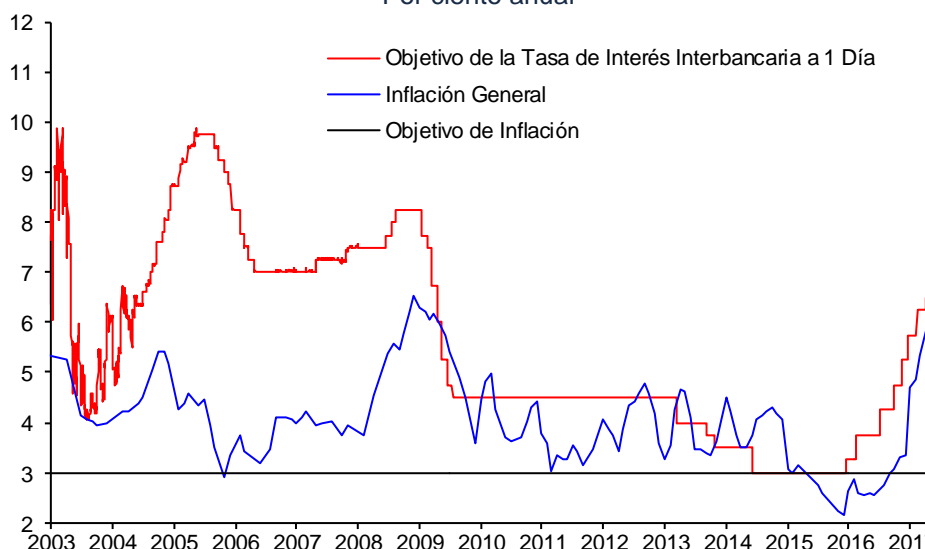
Desde mediados de 2014, la economía mexicana ha venido enfrentado diversos choques que podrían tener consecuencias importantes en el comportamiento de la inflación. Ante ello, la autoridad monetaria ha venido actuando de manera preventiva y oportuna, considerando tanto la naturaleza transitoria de los referidos choques, como el horizonte en el que operan cabalmente los canales de transmisión de la política monetaria, y teniendo como propósito mantener el anclaje de las expectativas de inflación en el mediano y largo plazo. En particular, en la segunda mitad de 2014 se presentaron episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, en un entorno de gran divergencia en las perspectivas de las políticas monetarias de las principales economías avanzadas, así como importantes caídas en los precios del petróleo, aunado a perspectivas de que estos se mantendrían bajos, ante el reducido crecimiento global observado y esperado y las condiciones de oferta que caracterizaban al mercado de este energético. Esto generó una depreciación considerable de la moneda nacional y un aumento en su volatilidad. Lo anterior, a su vez, provocó que durante 2015 se diera el inicio de un importante ajuste en precios relativos. Su efecto en la inflación general anual en 2015, no obstante, fue compensado tanto por el desvanecimiento de los efectos sobre precios de las modificaciones fiscales del 2014, como por las bajas en los precios de los servicios de telecomunicaciones y de algunos energéticos. Así, si bien al cierre de 2015 la inflación alcanzó su mínimo histórico de 2.13 por ciento, la depreciación del tipo de cambio mencionada presentaba una presión para la inflación y un riesgo para el anclaje de sus expectativas. Ante ello, después de mantener el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 3 por ciento desde junio de 2014, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió aumentarla en 25 puntos base, a un nivel de 3.25 por ciento, a finales de 2015. Esta acción también consideró el incremento del rango objetivo para la tasa de referencia en 25 puntos base llevado a cabo por la Reserva Federal.

Durante 2016 el entorno externo que enfrentó la economía nacional siguió deteriorándose. Así, el tipo de cambió continuó mostrando una elevada volatilidad y episodios de depreciación, en particular ante los avances en el proceso electoral en Estados Unidos y en noviembre, ante el resultado del mismo. Si bien no se detectaban presiones sobre los precios por el lado de la demanda, la inflación subyacente mostró una trayectoria gradual ascendente, aunque desde niveles bajos, como consecuencia del efecto de la depreciación del tipo de cambio real sobre los precios relativos de las mercancías respecto de los de los servicios. Por otra parte, en 2016 no se contó con el efecto aritmético favorable del desvanecimiento de un choque del año previo, como en 2015, y las disminuciones en los precios de telecomunicaciones fueron menores. Así, la inflación cerró 2016 en 3.36 por ciento, luego de haberse mantenido por debajo de la meta de 3 por ciento durante la mayor parte de dicho año. Adicionalmente, a finales de 2016 y principios de 2017 se presentaron choques de oferta de magnitud considerable que afectaron a la inflación significativamente, alcanzando esta un nivel de 6.17 por ciento en la primera quincena de mayo. Destaca la depreciación adicional que el peso mexicano experimentó en los últimos meses de 2016, así como el incremento en los precios de los energéticos, sobre todo de las gasolinas y el gas L.P., derivado del proceso de su liberalización, a inicios del presente año. Esto último provocó un deterioro importante en la inflación.

Ahora bien, prácticamente todos los fenómenos descritos que han provocado un aumento en la inflación medida son cambios en precios relativos, lo cual no debería implicar un aumento sostenido y generalizado de los precios, que es, dicho sea de paso, la definición de inflación. Para lograr precisamente que no se generalicen los incrementos en precios relativos, es vital que el Banco Central actúe oportunamente para que no se contamine el proceso de formación de precios en la economía, es decir, que los citados incrementos en precios relativos no tengan efectos de segundo orden. También, como es sabido, la política monetaria tiene un efecto rezagado sobre la inflación, razón por la cual el Banco Central tiene que actuar con oportunidad. Al momento en el que sucede un choque, este impacta de inmediato a la inflación medida y con frecuencia a las expectativas de inflación de corto plazo. Ahora bien, en virtud de las acciones de política monetaria, dicho choque tendría un impacto transitorio sobre la inflación, y las expectativas sobre el comportamiento futuro de la misma en el mediano y largo plazo no se deberían ver afectadas en lo fundamental. De hecho, esto es lo que debe procurar un banco central que opera bajo un esquema de objetivos de inflación.

El Banco de México ha venido ajustando su postura monetaria siguiendo estos principios, de ahí que desde diciembre de 2015 hasta mayo de 2017 haya incrementado el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 375 puntos base de 3.00 a 6.75 por ciento, tomando en cuenta la simultaneidad, magnitud y persistencia de los choques en precios relativos que han impactado las cifras de inflación (Gráfica 38). Los resultados que se han obtenido hasta la fecha van en línea con lo anteriormente descrito. Si bien las mediciones de la inflación contemporánea en diferentes puntos del tiempo y las expectativas de inflación de corto plazo se han elevado considerablemente, este no ha sido el caso de las expectativas de mediano y largo plazo. De hecho, estas últimas se han mantenido estables en 3.5 por ciento. Esto refleja que, ante el entorno antes descrito, los agentes económicos anticipan que el incremento observado en la inflación –incluso por arriba de la cota superior del intervalo de variabilidad definido por la Junta de Gobierno– será temporal, esperándose que en la segunda parte de este año, la inflación general comience a descender, se sitúe por debajo de la citada cota superior al inicio de 2018 y se encamine hacia el objetivo de 3 por ciento en los meses subsecuentes.

**Gráfica 38**  
**Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General <sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



<sup>1/</sup> Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a la primera quincena de mayo.

Fuente: Banco de México.

En lo que se refiere al periodo que cubre este Informe, en sus reuniones del 9 de febrero, 30 de marzo y 18 de mayo de 2017, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió aumentar el Objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un total de 100 puntos base. Estas acciones tuvieron por objeto, como se señaló, evitar contagios al proceso de formación de precios en la economía derivados de los choques antes mencionados, anclar las expectativas de inflación y reforzar la contribución de la política monetaria al proceso de convergencia de la inflación a su meta. Además, se tomó en consideración el incremento de 25 puntos base en el rango objetivo para la tasa de referencia de la Reserva Federal de Estados Unidos llevado a cabo en marzo pasado. Respecto a las decisiones del 30 de marzo y del 18 de mayo, la Junta de Gobierno coincidió en que, dadas las condiciones que prevalecían en ese momento, la previsión de que no se anticipaban presiones de inflación provenientes de la demanda agregada y los incrementos en la tasa de política monetaria llevados a cabo desde 2015, el ajuste requerido fuera de 25 puntos base.

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

- i. Durante el primer trimestre de este año, la inflación general siguió incrementándose. En particular, la inflación subyacente continuó elevándose en respuesta a la depreciación acumulada de la moneda nacional, de los efectos indirectos derivados de los ajustes en los precios de los energéticos desde principios de año, así como del incremento del salario mínimo. Todo esto ha tenido un impacto significativo en los precios de las mercancías y de algunos servicios. Adicionalmente, la inflación no subyacente siguió creciendo como reflejo del efecto de los incrementos registrados en los precios de los energéticos desde inicios de 2017, lo cual fue exacerbado por el repunte de los precios de algunos

productos agropecuarios y de las tarifas autorizadas por diferentes instancias de gobierno en abril de este año, en particular los de autotransporte.

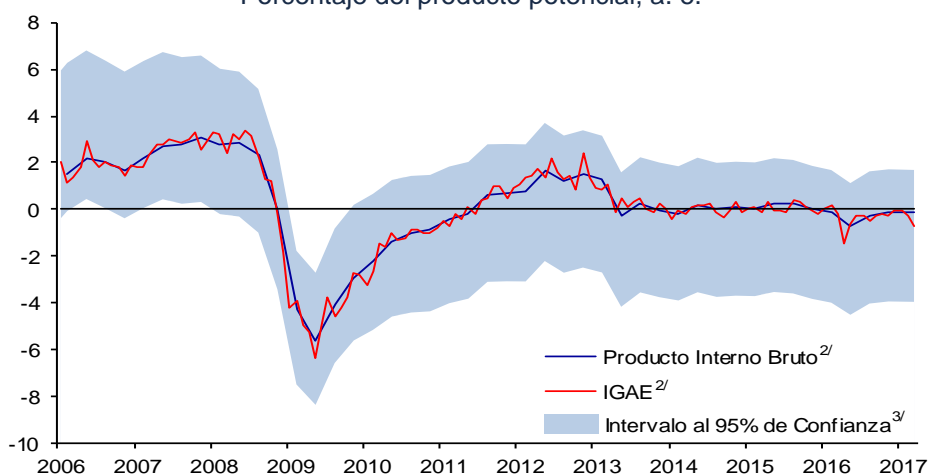
- ii. Ante los choques descritos y las sorpresas desfavorables en los datos de inflación respecto a lo esperado por los especialistas del sector privado durante el periodo que se reporta, la mediana de las expectativas de inflación para el cierre de 2017 provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre los mismos aumentó de manera notoria. Por su parte, las expectativas de inflación para 2018 registraron un incremento de mucho menor magnitud, mismo que después se revirtió parcialmente, mientras que las de más largo plazo se mantuvieron estables. Así, el comportamiento de las expectativas refleja fundamentalmente la expectativa de un incremento temporal en la inflación.
- iii. Derivado de la evolución reciente de la actividad económica, seguían sin presentarse presiones significativas provenientes de la demanda agregada sobre el nivel general de precios y, de hecho, se preveía cierta ampliación de la brecha del producto a terreno negativo en los siguientes trimestres (Gráfica 39). No obstante lo anterior, en el mercado laboral parecería ya no haber holgura. En efecto, la brecha entre la tasa de desocupación observada y aquella congruente con un entorno de inflación baja y estable es negativa y significativamente distinta de cero, si bien una medida ampliada de dicho indicador que incluye a asalariados informales, no es significativamente distinta de cero (Gráfica 40a y Gráfica 40b).<sup>9</sup> El comportamiento de los salarios y la productividad laboral durante el periodo de referencia se reflejó en una tendencia al alza en los costos laborales unitarios de la mano de obra, tanto para la economía en su conjunto, como para el sector manufacturero en particular, aunque a partir de niveles bajos. Cabe señalar que todo lo anterior no se ha traducido en presiones salariales, como se manifestó en la Sección 3.2 (Gráfica 41).
- iv. El proceso de normalización de la política monetaria en Estados Unidos, el cual, de acuerdo con la Reserva Federal, seguirá un ritmo gradual.

---

<sup>9</sup> Para una descripción de las estimaciones de la holgura en el mercado laboral, ver el Recuadro "Consideraciones sobre la Evolución Reciente de la NAIRU y de la Holgura del Mercado Laboral en México" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2016.



**Gráfica 39**  
**Estimación de la Brecha del Producto <sup>1/</sup>**  
 Porcentaje del producto potencial, a. e.



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

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

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2017; cifras del IGAE a marzo de 2017.

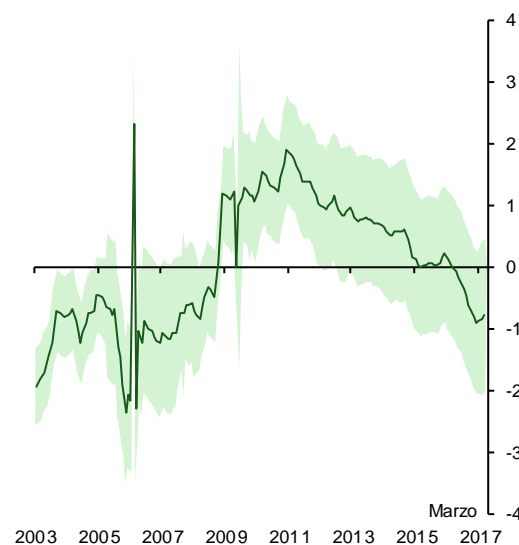
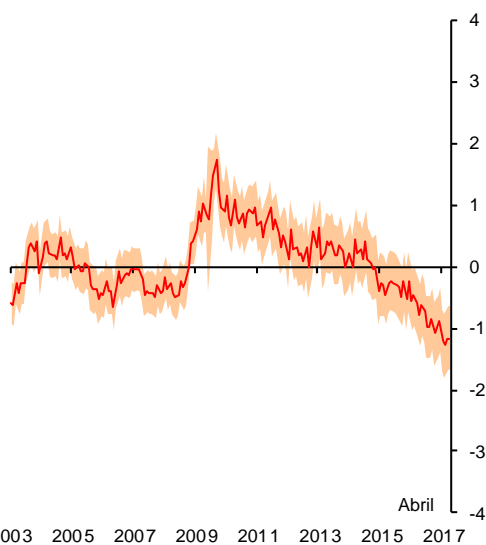
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

**Gráfica 40**  
**Estimación de la Brecha de Desempleo**  
 Por ciento, a. e.

a) Tasa de Desempleo <sup>1/</sup>

b) Tasa de Desempleo e Informales Asalariados <sup>1/</sup>



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

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

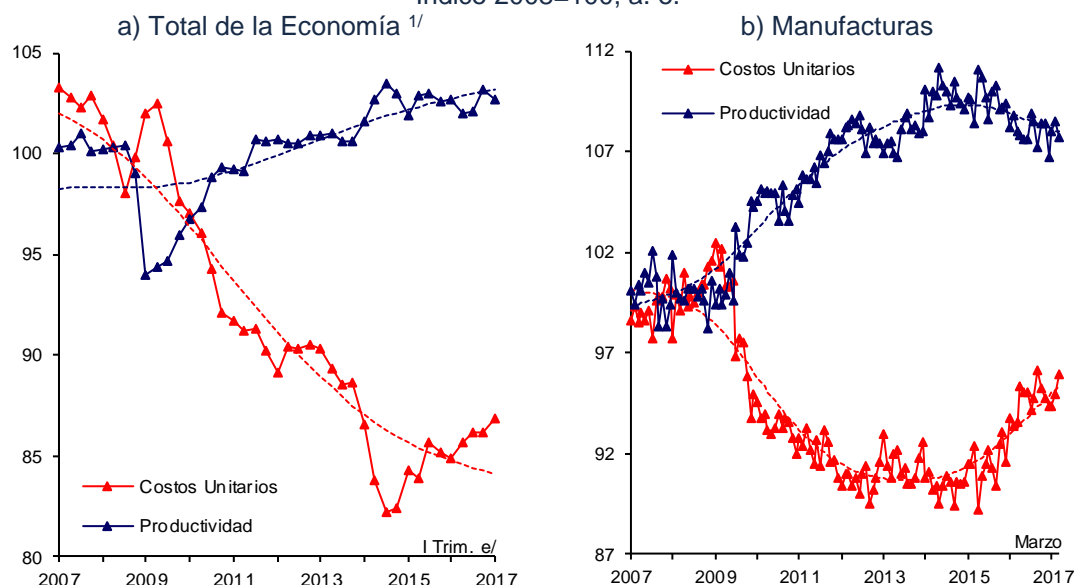
Fuente: Banco de México.

a. e./ Cifras con ajuste estacional.

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

Fuente: Banco de México.

**Gráfica 41**  
**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra**  
 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. Tendencias estimadas por Banco de México.

e/ Primer trimestre de 2017 es estimación de Banco de México.  
 1/ Productividad laboral con base en las horas trabajadas.

Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. Índice Global de la Productividad Laboral en la Economía (IGPLE) publicado por INEGI. Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

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

Fuente: 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, INEGI.

Profundizando en el comportamiento de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que sus medianas para distintos plazos mostraron un comportamiento diferenciado que es compatible con un incremento temporal de la inflación. En particular destaca que, entre diciembre de 2016 y abril de 2017:

- i. La mediana de las expectativas de la inflación general al cierre de 2017 subió significativamente, de 4.1 a 5.7 por ciento, como reflejo de los choques a la inflación antes referidos (Gráfica 42a).<sup>10</sup> Respecto a esta evolución, destaca que la mediana para el componente subyacente pasó de 3.9 a 4.8 por ciento, mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente se ajustó de 5.0 a 8.7 por ciento.
- ii. La mediana de las expectativas al cierre de 2018 se mantuvo por debajo de 4 por ciento aunque presentó cierta variabilidad, ya que se incrementó de 3.6 a 3.7 por ciento entre las referidas encuestas, luego de alcanzar niveles de 3.8 por ciento en los primeros meses del 2017.<sup>11</sup> Al interior de esta, la mediana para el componente subyacente se ajustó de 3.5 a 3.6 por ciento, en tanto que la expectativa implícita para el componente no

<sup>10</sup> La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2017 de la Encuesta Citibanamex aumentó de 4.0 a 5.7 por ciento entre las encuestas del 20 de diciembre de 2016 y 22 de mayo de 2017.

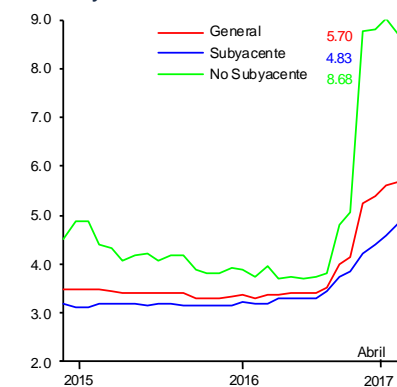
<sup>11</sup> La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2018 de la Encuesta de Citibanamex incrementó de 3.6 a 3.7 por ciento entre las encuestas del 20 de enero y del 22 de mayo de 2017.

subyacente subió de 3.9 a 4.0 por ciento, si bien registró un nivel de hasta 4.7 por ciento en enero de este año (Gráfica 42b).

- iii. En relación con los comportamientos antes descritos, cabe señalar que al considerar la trayectoria de las medianas de las expectativas de inflación mensual para cada uno de los próximos doce meses, se observa que a pesar de que los especialistas que contestan esta encuesta fueron sorprendidos al registrarse lecturas más altas que las que esperaban durante los meses que cubre este Informe, la dinámica esperada para las inflaciones mensuales para el periodo mayo 2017 a abril 2018 continúa sin cambiar de manera importante en relación a encuestas pasadas (Gráfica 43a). Así, la evolución de la inflación anual implícita en estas expectativas sigue registrando una disminución en los últimos meses de 2017, un ajuste significativo a la baja en enero de 2018, como reflejo de la desaparición del efecto de base de comparación que influirá en la inflación anual medida durante este año, y una tendencia en el mismo sentido durante los meses subsecuentes (Gráfica 43b).
- iv. Las expectativas para horizontes de más largo plazo permanecieron ancladas alrededor de 3.5 por ciento (Gráfica 42c).<sup>12</sup>

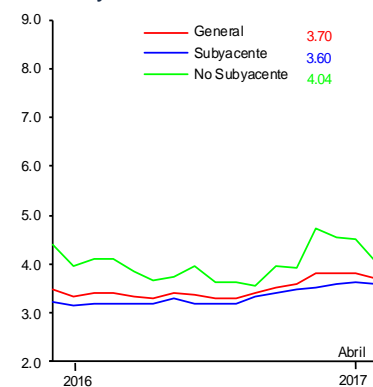
**Gráfica 42**  
**Expectativas de Inflación**  
Por ciento

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



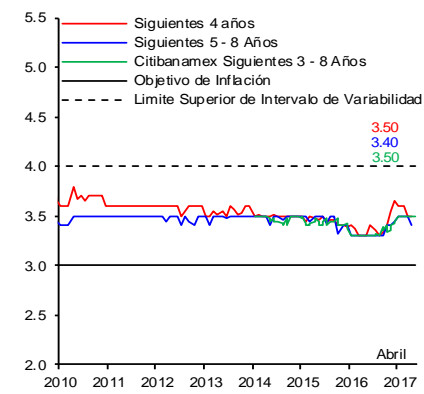
Fuente: Encuesta de Banco de México.

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



Fuente: Encuesta de Banco de México.

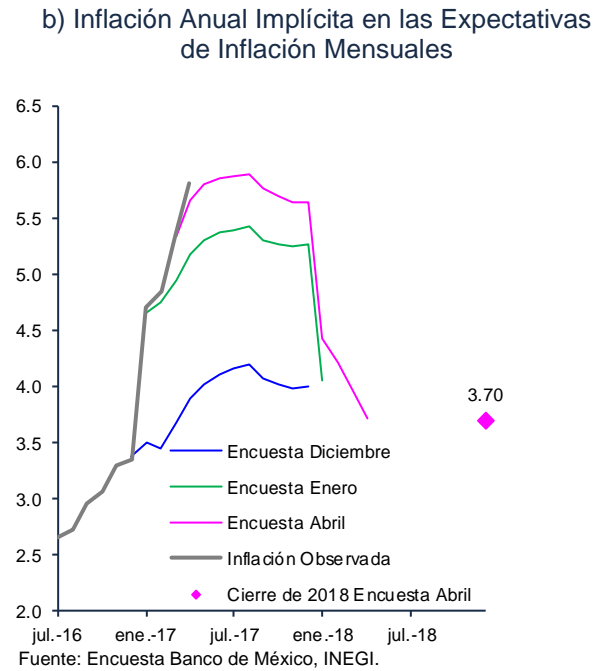
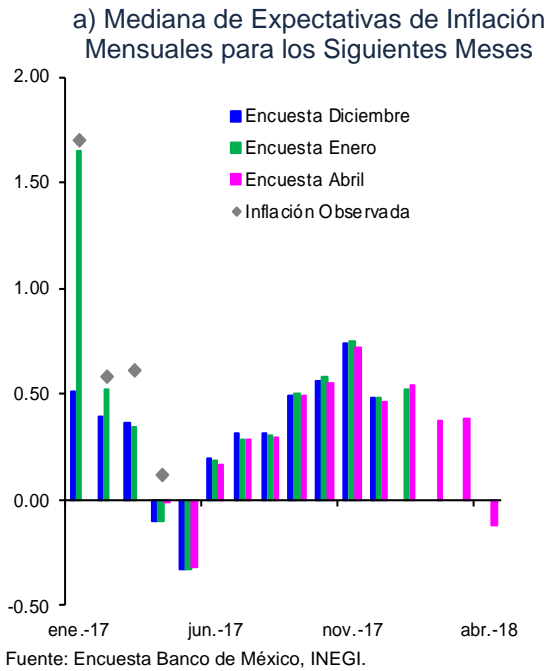
c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



Fuente: Encuesta Banco de México y Encuesta Citibanamex.

<sup>12</sup> 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), esta subió de 3.4 a 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de diciembre de 2016 y la del 22 de mayo de 2017.

**Gráfica 43**  
**Expectativas de Inflación**  
Por ciento

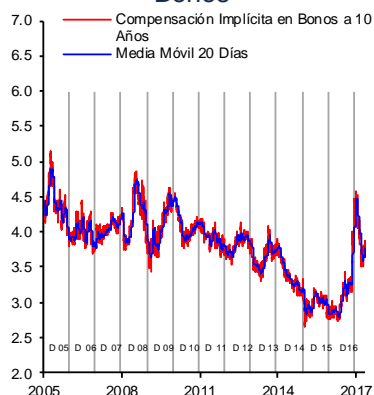


Por lo que respecta a la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo), esta se moderó en el periodo de referencia, después de haber aumentado significativamente a principios del mismo (Gráfica 44a). En relación a los componentes de la misma destaca, por un lado, que las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado para horizontes de largo plazo (extraídas de instrumentos gubernamentales con vencimiento a 10 años) presentaron cierto incremento y continúan ubicándose por arriba de 3 por ciento. Ello, debido principalmente al ajuste al alza que han registrado las expectativas de inflación de menor plazo, como lo muestra el promedio de los primeros 1-5 años que se ubica en 3.6 por ciento, en contraste con el promedio de los siguientes 6-10 años que se mantiene muy cercano a 3 por ciento, en 3.1 por ciento (Gráfica 44b). Por otro lado, la estimación de la prima por riesgo inflacionario parecería haber mostrado una disminución, de 87 a 25 puntos base, entre diciembre de 2016 y abril de 2017, luego de que en enero de este año esta registrara un incremento importante (Gráfica 44c).<sup>13</sup> Cabe señalar que al considerar los diferenciales de liquidez entre los Bonos M y los Udibonos, la información que es posible extraer de los instrumentos antes referidos mediante esta estimación se ha tornado más incierta.

<sup>13</sup> Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

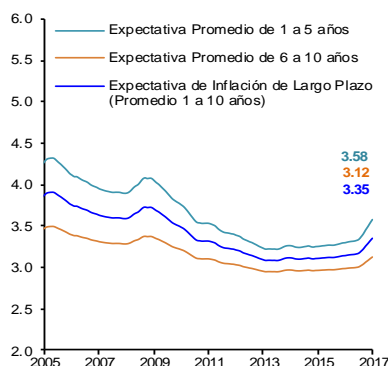
**Gráfica 44**  
**Expectativas de Inflación**  
Por ciento

a) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



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

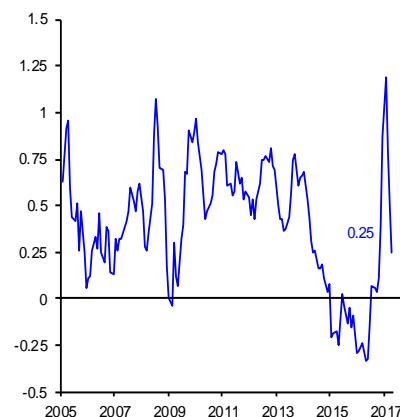
b) Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado <sup>1/</sup>



<sup>1/</sup> 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.

c) Prima por Riesgo Inflacionario a 10 años <sup>1/</sup>



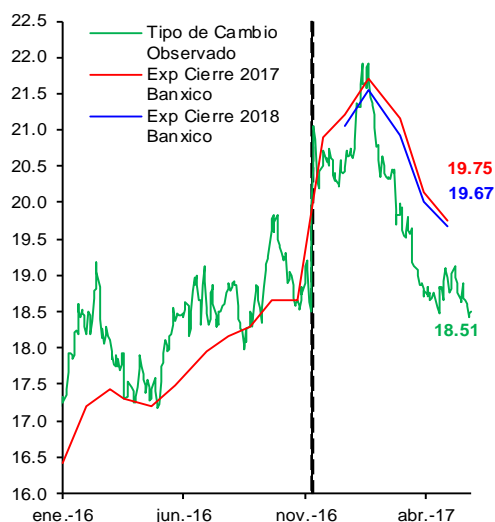
<sup>1/</sup> La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

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

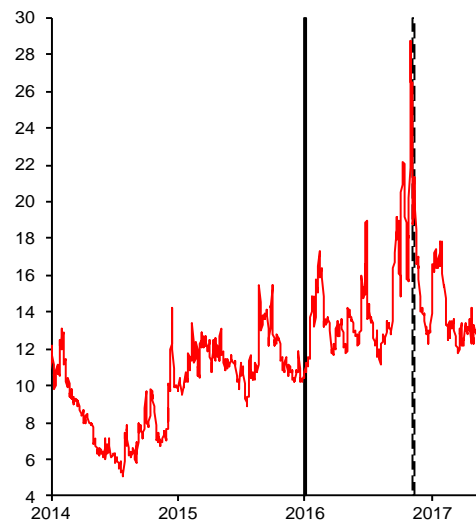
A pesar de que la volatilidad en los mercados internacionales registró una disminución a principios del primer trimestre de este año, los mercados financieros nacionales se vieron presionados por la incertidumbre en torno al impacto que tendrán sobre la economía mexicana las políticas comerciales y migratorias de la nueva administración estadounidense. Con ello, la cotización de la moneda nacional, que inició el año alrededor de 21.10 pesos por dólar, alcanzó un nuevo nivel máximo histórico de 21.91 pesos por dólar el 11 de enero, llegando incluso a cotizar en un nivel máximo intradía de 22.03 pesos por dólar. Posteriormente, a partir de la segunda mitad de enero, y en concordancia con la menor volatilidad en los mercados internacionales, los precios de los activos nacionales registraron un comportamiento más favorable. En efecto, la volatilidad en estos disminuyó, si bien continúa en niveles elevados. En este contexto, reflejando las acciones de política monetaria implementadas y las medidas anunciadas por la Comisión de Cambios, la moneda nacional registró una apreciación considerable, lo que la llevó a ubicarse alrededor de 18.50 pesos por dólar, alcanzando su menor nivel desde el día de la elección presidencial en Estados Unidos, y las condiciones de operación del mercado cambiario mejoraron (Gráfica 45a y Gráfica 45b). Al comportamiento antes descrito contribuyeron también algunos comentarios constructivos de miembros del gobierno de Estados Unidos sobre el futuro de la relación bilateral de ese país con México. Cabe señalar que, si bien más recientemente hubo algunos episodios en los que se percibió un mayor riesgo respecto al futuro de la relación bilateral entre México y Estados Unidos que indujeron cierta volatilidad del tipo de cambio, los efectos en la cotización del peso mexicano frente al dólar estadounidense ante cambios en la retórica ya referida por parte de las autoridades de dicho país parecerían haber mostrado una disminución. En esta coyuntura, las expectativas para la cotización de la moneda nacional al cierre de 2017 y 2018 extraídas de encuestas disminuyeron de manera importante. El tipo de cambio

esperado al cierre de 2017 permanece en niveles mayores a los observados actualmente, en 19.75 pesos por dólar (Gráfica 45a).

**Gráfica 45**  
**Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio**  
 a) Tipo de Cambio Nominal <sup>1/</sup> Pesos por dólar      b) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio <sup>1/</sup> Por ciento



<sup>1/</sup>El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX la expectativas corresponden al promedio de la encuesta de Banco de México de abril.  
 Fuente: Banco de México.



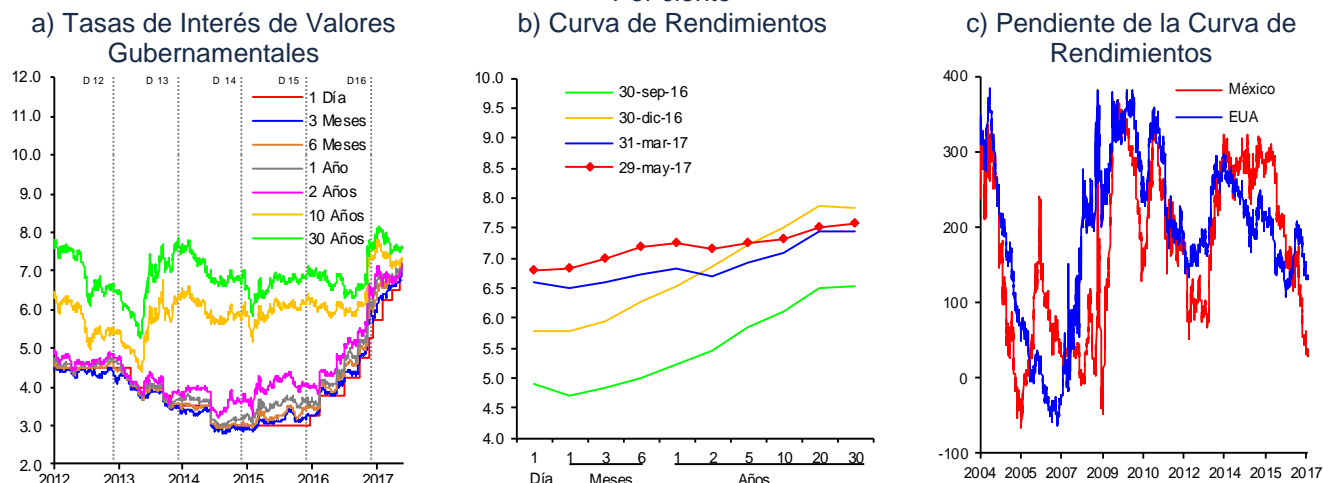
<sup>1/</sup>La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes. La línea negra vertical indica el 1 de enero de 2016 y la línea punteada indica el 8 de noviembre de 2016.  
 Fuente: Bloomberg.

Con respecto a las medidas anunciadas por la Comisión de Cambios con la finalidad de proveer liquidez al mercado cambiario y atenuar los episodios de volatilidad que el tipo de cambio registró a principios de 2017 mencionados anteriormente, es relevante destacar que en la primera semana de enero, esta instruyó la venta directa al mercado de 2,000 millones de dólares. Posteriormente, el 21 de febrero anunció la implementación de un programa de coberturas cambiarias liquidables en moneda nacional, por un monto de hasta 20,000 millones de dólares. De acuerdo a lo anterior, el 6 de marzo el Banco de México llevó a cabo subastas para la venta de coberturas cambiarias a plazos de 30, 60, 101, 178, 283 y 360 días, por un monto total de 1,000 millones de dólares, en tanto que el 5 de abril y el 5 y 8 de mayo renovó la totalidad de los vencimientos de las operaciones previamente pactadas, por un monto de 200 millones de dólares, en cada caso. Asimismo, dicha Comisión señaló que no descarta la posibilidad de llevar a cabo acciones adicionales en caso de ser necesario, ya sea mediante el uso de coberturas cambiarias o de los instrumentos que ha utilizado en el pasado, al tiempo que reiteró que el anclaje del valor de la moneda nacional se procurará en todo momento mediante la preservación de fundamentos económicos sólidos.

Por su parte, las tasas de interés presentaron comportamientos diferenciados durante el periodo que cubre este Informe. En particular, las correspondientes a corto plazo aumentaron, reflejando los incrementos de la tasa de referencia, mientras que las de mayores plazos registraron disminuciones, luego de haberse incrementado durante la primera mitad de enero. No obstante, cabe señalar que las tasas para todos los plazos permanecen en niveles superiores a los registrados

antes de las elecciones en Estados Unidos, a principios de noviembre. Así, entre finales de diciembre de 2016 y mediados de mayo de 2017, las tasas para horizontes de 3 meses y 10 años pasaron de 5.9 a 7.0 por ciento y de 7.5 a 7.3 por ciento, respectivamente (Gráfica 46a y Gráfica 46b). La evolución de las tasas de interés antes descritas condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos (calculada con la diferencia entre la tasa a 10 años menos la tasa a 3 meses) disminuyera de manera importante, de 160 a 30 puntos base, en este lapso, posiblemente reflejando una postura de política monetaria esperada más restrictiva (Gráfica 46c).

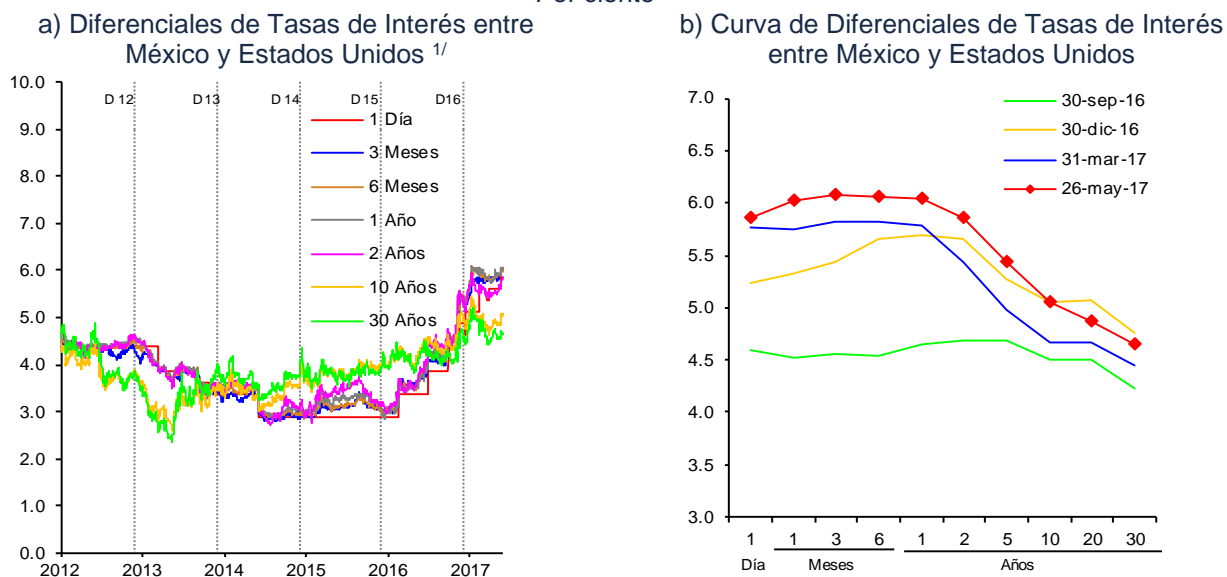
**Gráfica 46**  
**Tasas de Interés en México**  
Por ciento



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

De acuerdo con el comportamiento anterior, y dado que las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos aumentaron en menor medida y las de largo plazo disminuyeron en la misma magnitud que las de México, los diferenciales de tasas de interés entre ambos países (México – Estados Unidos) mostraron incrementos en sus horizontes de corto plazo y permanecieron estables en los de largo plazo. En particular, de finales de diciembre de 2016 a mediados de mayo de 2017, el diferencial de las tasas de corto plazo (3 meses) aumentó de 540 a 600 puntos base, mientras que el diferencial de 10 años se mantuvo alrededor de 500 puntos base. Cabe señalar que el nivel de estos diferenciales (más elevados para el corto plazo que para el largo plazo) sugiere una diferenciación entre las posturas de política monetaria de ambos países, dado que el incremento en la tasa de interés de referencia en México ha sido 375 puntos base, mientras que la de Estados Unidos ha sido de 75 puntos base (Gráfica 47). La diferencia en las posturas monetarias relativas responde, en parte, a los diferenciales de inflación actuales y esperados en el corto plazo entre ambos países. En efecto, en México el dato más reciente de inflación es de 6.17 por ciento, en tanto que en Estados Unidos se ubica en 2.20 por ciento, una diferencia de 397 puntos base. De forma similar, las expectativas de inflación para el cierre de 2017 se ubican en 5.7 y 2.4 por ciento en México y Estados Unidos, respectivamente (diferencia de 330 puntos base).

**Gráfica 47**  
**Diferenciales de Tasas de Interés de México y Estados Unidos**  
 Por ciento



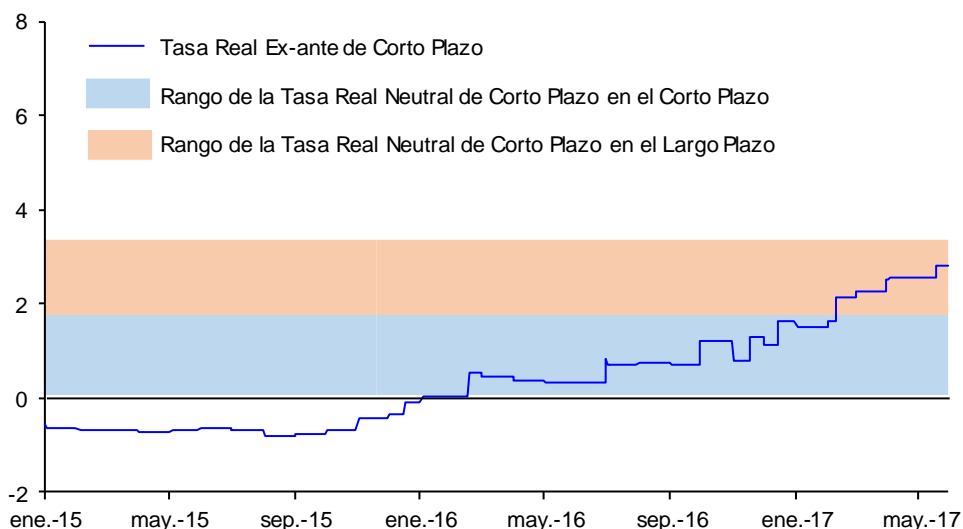
1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.  
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

Es relevante destacar que, si bien los niveles en los que actualmente se ubican, tanto la pendiente de la curva de rendimientos, como el diferencial de las tasas de interés de corto plazo entre México y Estados Unidos, reflejan una postura de política monetaria más restrictiva en nuestro país, los ajustes en la tasa de referencia implementados por este Instituto Central desde finales de 2015 se realizaron a partir de un nivel mínimo histórico de 3 por ciento. La tasa de referencia alcanzó este nivel mínimo en junio de 2014 y se mantuvo ahí durante 18 meses, hasta noviembre de 2015. En este sentido, el incremento de 375 puntos base registrado en la tasa de referencia de diciembre de 2015 a la fecha, constituye fundamentalmente un retiro del estímulo monetario que prevaleció en el periodo precedente, toda vez que la tasa real ex-ante de corto plazo actual parecería encontrarse cerca del nivel neutral que esta se espera observaría en el largo plazo (Gráfica 48).<sup>14</sup>

<sup>14</sup> 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.



**Gráfica 48**  
**Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rangos Estimados para**  
**la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Corto y Largo Plazos <sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



<sup>1/</sup> 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 mediana de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta de Banco de México.

Fuente: Banco de México.

Adicionalmente, como se mencionó en la Sección 3.1, destaca que los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano disminuyeron de manera generalizada en el complejo de economías emergentes. En particular, en el caso de México, la prima del Credit Default Swap a 5 años disminuyó aproximadamente 50 puntos base, para ubicarse en sus niveles mínimos en los últimos doce meses, después de haber tenido un incremento importante durante el cuarto trimestre de 2016. Cabe señalar que esta reducción es mayor a la registrada por el promedio de un conjunto de economías emergentes.

A pesar del mejor desempeño que se ha observado recientemente en los mercados financieros nacionales, la economía mexicana sigue enfrentando un entorno complejo, lo cual hace particularmente relevante que, por un lado, se continúe impulsando la implementación adecuada de las reformas estructurales y, por el otro, que las autoridades perseveren en el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos del país, ajustando la postura de política monetaria al ritmo que sea oportuno y consolidando las finanzas públicas. En este sentido, la ratificación de la disponibilidad de la LCF para México aprobada por el Directorio del Fondo Monetario Internacional el pasado 22 de mayo reconoce la resiliencia que la economía mexicana ha mostrado ante los episodios de volatilidad en los mercados financieros y genera importantes incentivos para preservar un marco macroeconómico sano.

## 5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

**Crecimiento de la Economía Nacional:** A pesar del relativamente favorable desempeño de la economía mexicana en el primer trimestre de 2017, esta continúa enfrentando un entorno internacional complejo derivado, entre otros factores, de la persistencia en la incertidumbre asociada al futuro de la relación comercial entre los miembros de la región de América del Norte, en particular entre México y Estados Unidos. Dicha incertidumbre ha dado lugar a un deterioro de la confianza de los empresarios, lo cual parecería estar incidiendo negativamente sobre las decisiones de inversión en nuestro país. Una situación como la descrita estaba incorporada en los pronósticos de crecimiento económico del Informe anterior, que consideraba ciertos efectos adversos en los flujos comerciales y menores incentivos para la inversión en México, si bien estos se han atenuado ligeramente. Por otro lado, el crecimiento económico del primer trimestre del año ligeramente superior al previsto en el Informe anterior implica una mayor expansión de la actividad productiva para 2017 en su conjunto (Gráfica 49a). En consecuencia, el intervalo de pronóstico de crecimiento del PIB de 2017 se ajusta al alza de uno de entre 1.3 y 2.3 por ciento en el Informe anterior, a uno de entre 1.5 y 2.5 por ciento en el presente Informe. Estas previsiones incorporan una desaceleración en lo que resta de 2017 respecto a lo observado en la segunda mitad de 2016 y a principios del presente año, lo cual es congruente con las cifras más recientes que apuntan a una pérdida de dinamismo de la actividad productiva en los próximos trimestres. Esta, a su vez, como se mencionó, pareciera estar parcialmente asociada a los efectos de la incertidumbre relativa al futuro de la relación económica entre México y Estados Unidos sobre las decisiones de inversión y consumo. Sin embargo, hacia 2018 se continúa previendo cierta recuperación, acorde con el mayor dinamismo esperado de la producción industrial en Estados Unidos en el horizonte de pronóstico.<sup>15</sup> Adicionalmente, se anticipa que el fortalecimiento del marco macroeconómico que han venido llevando a cabo las autoridades monetaria y fiscal, así como la implementación de las reformas estructurales, alienten condiciones más favorables para la inversión y el consumo, de forma que el mercado interno continúe contribuyendo a la actividad económica. Así, para 2018 se sigue previendo un mayor ritmo de expansión de la economía respecto a 2017 y, por ende, no se modifica el intervalo de pronóstico de un crecimiento del PIB de entre 1.7 y 2.7 por ciento. Cabe señalar que estas previsiones suponen que no se observa una disrupción profunda en la relación económica de México con el vecino país del norte y que los ajustes en los mercados financieros seguirán siendo ordenados. De anticiparse lo contrario, sería necesario realizar ajustes a las expectativas descritas.

Las previsiones de crecimiento no indican la presencia de presiones provenientes de la demanda agregada sobre los precios en el horizonte de pronóstico. En particular, la desaceleración prevista conduciría a que la brecha del producto se amplíe en terreno negativo en los siguientes trimestres (Gráfica 49b).

**Empleo:** En los primeros cuatro meses del año, el número de puestos de trabajo registrados en el IMSS continuó mostrando un dinamismo mayor al anticipado, por

<sup>15</sup> De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en mayo de 2017, se prevé que la producción industrial en Estados Unidos aumente en 1.7 por ciento en 2017 y en 2.4 por ciento en 2018.

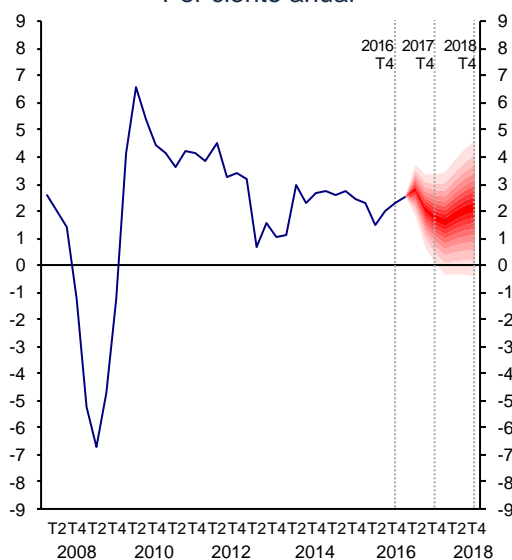
lo que las previsiones para este indicador se ajustan al alza respecto al Informe anterior. En particular, para 2017 se anticipa que el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS aumente entre 650 y 750 mil puestos de trabajo, incremento superior al previsto en el Informe previo de entre 580 y 680 mil puestos de trabajo. Por su parte, se prevé que en 2018 se observe un aumento de entre 640 y 740 mil puestos de trabajo, el cual se compara con uno de entre 620 y 720 mil plazas laborales en el Informe previo.

**Cuenta Corriente:** Respecto a las previsiones sobre las cuentas externas, para 2017 se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.8 y de 24.7 miles de millones de dólares, respectivamente (1.2 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2018, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.1 y 25.8 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 y 2.3 por ciento del PIB, en el mismo orden). Cabe señalar que estas previsiones se elaboraron considerando las nuevas cifras de balanza de pagos que siguen la metodología de la sexta edición del Manual del Fondo Monetario Internacional.<sup>16</sup>

Gráfica 49

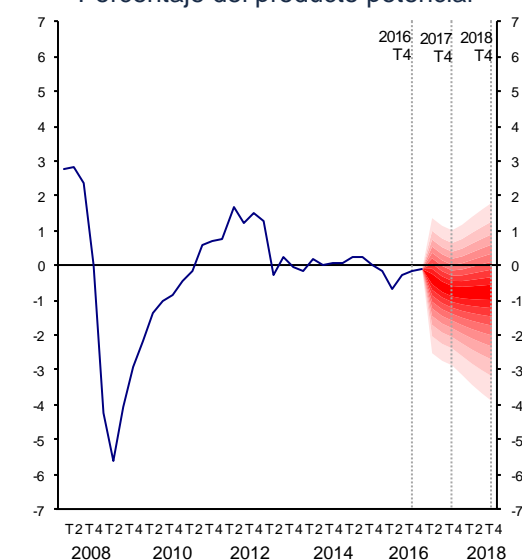
## Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

a) Crecimiento del Producto, a. e.  
Por ciento anual



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

b) Estimación de la Brecha del Producto, a. e.  
Porcentaje del producto potencial



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

<sup>16</sup> Con la divulgación de la información de la balanza de pagos del primer trimestre de 2017 se comenzó a publicar esta estadística conforme a los criterios de clasificación de la sexta edición del Manual de Balanza de Pagos del Fondo Monetario Internacional. Asimismo, se implementaron mejoras en la medición, las cuales implicaron la revisión de las cifras históricas. En particular, el déficit de la cuenta corriente en 2016 se revisó de 2.7 a 2.1 por ciento como proporción del PIB. Una nota que describe las principales modificaciones a la estadística de balanza de pagos puede ser consultada en el sitio web del Banco de México: <http://www.banxico.org.mx/documentos/%7b8FA1D7F6-FCEE-7CAD-8DB1-979B1102CD47%7d.pdf>. Por su parte, el Comunicado de Prensa de la información de la balanza de pagos y los cuadros estadísticos están disponibles en las siguientes ligas, respectivamente: <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-externo/balanza-de-pagos/index.html> y <http://www.banxico.org.mx/SielInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=1&accion=consultarDirectorioCuadros>

En el horizonte de pronóstico el balance de riesgos permanece sesgado a la baja. Entre los riesgos en esa dirección destacan:

- i. Que diversas empresas posterguen sus planes de inversión en México ante la incertidumbre respecto a las políticas que pudiera adoptar el gobierno de Estados Unidos relacionadas al TLCAN.
- ii. Que efectivamente se implementen políticas proteccionistas en Estados Unidos que ocasionen que las exportaciones mexicanas hacia ese país sean menores a las anticipadas.
- iii. Que los flujos de remesas hacia México se ubiquen por debajo de lo previsto, como consecuencia de políticas que obstaculicen su envío o que incrementen las deportaciones de connacionales, así como de un menor empleo de mexicanos en Estados Unidos.
- iv. La posibilidad de que se observen nuevos episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales que pudieran reducir las fuentes de financiamiento hacia México.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento destacan:

- i. Que la próxima renegociación del TLCAN sea exitosa y permita explotar áreas de oportunidad para los países de la región.
- ii. Que la implementación en marcha de las reformas estructurales dé resultados superiores a los esperados.
- iii. Que el consumo muestre un dinamismo mayor al anticipado.
- iv. Que los flujos de remesas hacia México resulten superiores a los previstos, como consecuencia de un mejor desempeño de la actividad económica y del mercado laboral de Estados Unidos.

**Inflación:** Se espera que en los próximos meses la inflación general anual siga siendo afectada de manera temporal por el incremento en las tarifas de autotransporte y de algunos productos agropecuarios, lo que se suma a los ajustes que resulten de los cambios en precios relativos de las mercancías respecto de los correspondientes a los servicios, derivados de la depreciación acumulada del tipo de cambio real, y el impacto transitorio del incremento en los precios de los energéticos y del salario mínimo en enero de 2017. De esta forma, se prevé que en 2017 la inflación se ubique considerablemente por arriba de la cota superior del intervalo de variación del Banco de México, si bien se anticipa que durante los últimos meses de 2017 y durante 2018 retome una tendencia convergente hacia el objetivo de 3 por ciento y alcance dicho nivel al final del horizonte de pronóstico. Esta estimación prevé que en 2017 la inflación subyacente anual permanecerá también por encima del referido intervalo, pero significativamente por debajo de la trayectoria de la inflación general anual y que a finales de ese año y principios de 2018 reinicie una trayectoria convergente al objetivo de inflación de este Instituto Central. Estas trayectorias serían resultado de diversos factores, entre los que destacan el desvanecimiento de los choques mencionados, la reversión que ha tenido el tipo de cambio durante los últimos meses, la ampliación prevista de la brecha del producto a terreno negativo, y los importantes ajustes de política monetaria que se han aplicado desde diciembre de 2015, así como los que se

requieran hacia adelante, que seguirán incidiendo sobre el comportamiento de la inflación durante los siguientes trimestres (Gráfica 50 y Gráfica 51).

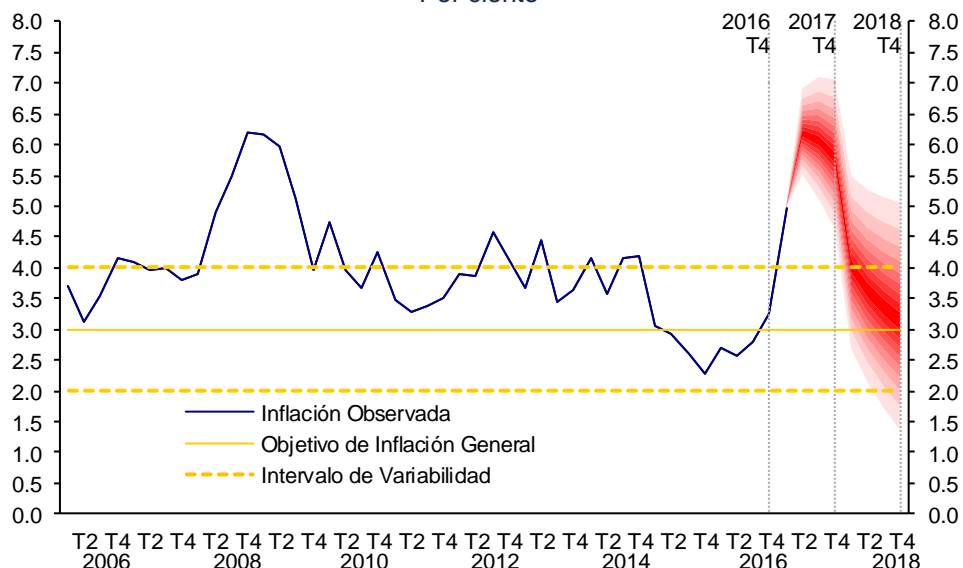
Las previsiones anteriores están sujetas a riesgos, entre los que sobresalen al alza:

- i. Que el número y la magnitud de choques que se han observado recientemente aumente la probabilidad de efectos de segundo orden sobre la inflación.
- ii. Que puedan elevarse aún más las expectativas de inflación como consecuencia del comportamiento de la misma, o si la moneda nacional experimenta depreciaciones abruptas, a partir de los niveles actuales.
- iii. Incrementos en los precios de los bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio.
- iv. Finalmente, considerando que las condiciones en el mercado laboral han venido estrechándose, la tendencia al alza de los costos laborales unitarios de la mano de obra podría empezar a reflejarse en la inflación.

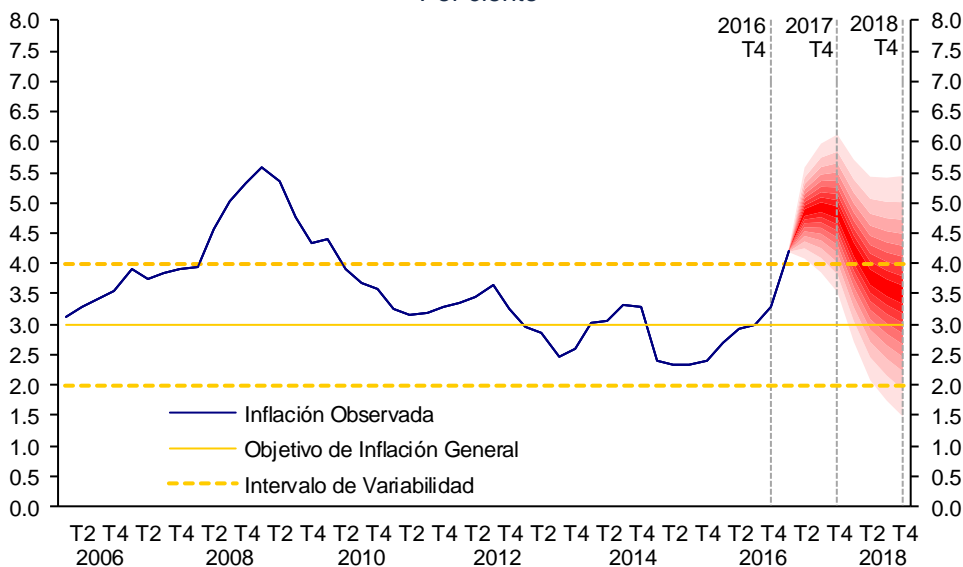
Por su parte, como riesgos a la baja destacan:

- i. Que se consolide la apreciación observada de la moneda nacional en meses recientes, y esta se profundice.
- ii. Que los precios de los energéticos disminuyan en la medida en que se presenten descensos en sus referencias internacionales.
- iii. Que las reformas estructurales den lugar a reducciones en diversos precios de la economía.
- iv. Que la actividad económica nacional evolucione a un ritmo menos dinámico a lo previsto, lo que reduciría aún más la posibilidad de que surjan presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada y el mercado laboral.

**Gráfica 50**  
**Gráfica de Abanico: Inflación General Anual <sup>1/</sup>**  
 Por ciento



**Gráfica 51**  
**Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual <sup>1/</sup>**  
 Por ciento



En este contexto, hacia adelante, la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio y de los incrementos en los precios de los energéticos al resto de los precios. También se mantendrá atenta a la evolución de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos y a la evolución de la brecha del producto. Esto, con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas

necesarias para lograr la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3.0 por ciento.

En un entorno internacional en que las secuelas de la crisis financiera global de 2008 han dado lugar a una recuperación frágil y lenta de la economía global y del comercio mundial, así como a diversos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, la economía mexicana ha mostrado resiliencia y crecido de manera continua, si bien a un ritmo moderado. Desde una perspectiva de más largo plazo, a este desempeño ha contribuido el compromiso de las autoridades por mantener un marco macroeconómico sólido, el cual se ha visto complementado de manera importante por la aprobación del paquete de reformas estructurales que buscan continuar con el proceso de modernización del país. Lo anterior ha dado lugar a que se observe un mayor dinamismo del mercado interno y que se siga aprovechando la alta integración del sector exportador mexicano en las cadenas globales de valor. No obstante, hacia adelante es necesario que el país refuerce los fundamentos que le han permitido crecer a pesar de las condiciones externas adversas y que continúe avanzando en la aprobación e implementación de políticas que le permitan corregir deficiencias que aquejan a la economía para poder alcanzar un crecimiento más acelerado y sostenido. En particular, esto permitirá contrarrestar la debilidad que ha venido presentando la inversión desde la crisis financiera global y lograr un crecimiento más balanceado, menos dependiente del dinamismo del consumo. En efecto, el lograr un mayor impulso a la inversión no únicamente favorece la expansión cíclica de la economía, sino que, más importante, permite alcanzar un mayor crecimiento potencial, una mayor competitividad y un aumento del empleo y de las remuneraciones laborales más acelerado de forma sostenible. Por ello, debe prevalecer el compromiso de mantener la solidez macroeconómica del país. En específico, se debe continuar con el oportuno accionar de la política monetaria y con la introducción de medidas que contribuyan al buen funcionamiento de los mercados financieros, potenciando con ello la efectividad de dicha política. Asimismo, debe garantizarse el cumplimiento del proceso de consolidación fiscal, al tiempo que se debe seguir fomentando la adecuada ejecución de las reformas estructurales. Además, con el fin de evitar que la inseguridad y la corrupción se establezcan como un lastre para el crecimiento económico, como se ha mencionado en Informes anteriores, resulta indispensable fortalecer el estado de derecho y garantizar la seguridad jurídica de todos los actores económicos.







BANCO DE MÉXICO

Mayo 2017

[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)