

GOBERNADOR

31 AGO 2016 SE REMITÓ A LAS COMISIONES DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO DE LA CÁMARA DE SENADORES Y DE LA CÁMARA DE DIPUTADOS

Ref.: ACC/2016C-071


Ciudad de México, 31 de agosto de 2016

CC. SECRETARIOS DE LA COMISIÓN PERMANENTE  
DEL H. CONGRESO DE LA UNIÓN  
Presentes

En cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México, me complace enviar a la Comisión Permanente del Honorable Congreso de la Unión, el informe en el que se analiza la inflación, la evolución económica y el comportamiento de los indicadores económicos del país en el trimestre abril-junio de dos mil dieciséis, así como la ejecución de la política monetaria y, en general, las actividades del Banco de México durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional.

Ruego a ustedes dar el trámite que corresponda en los términos establecidos por los ordenamientos aplicables.

Atentamente

  
DR. AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

H. CÁMARA DE SENADORES

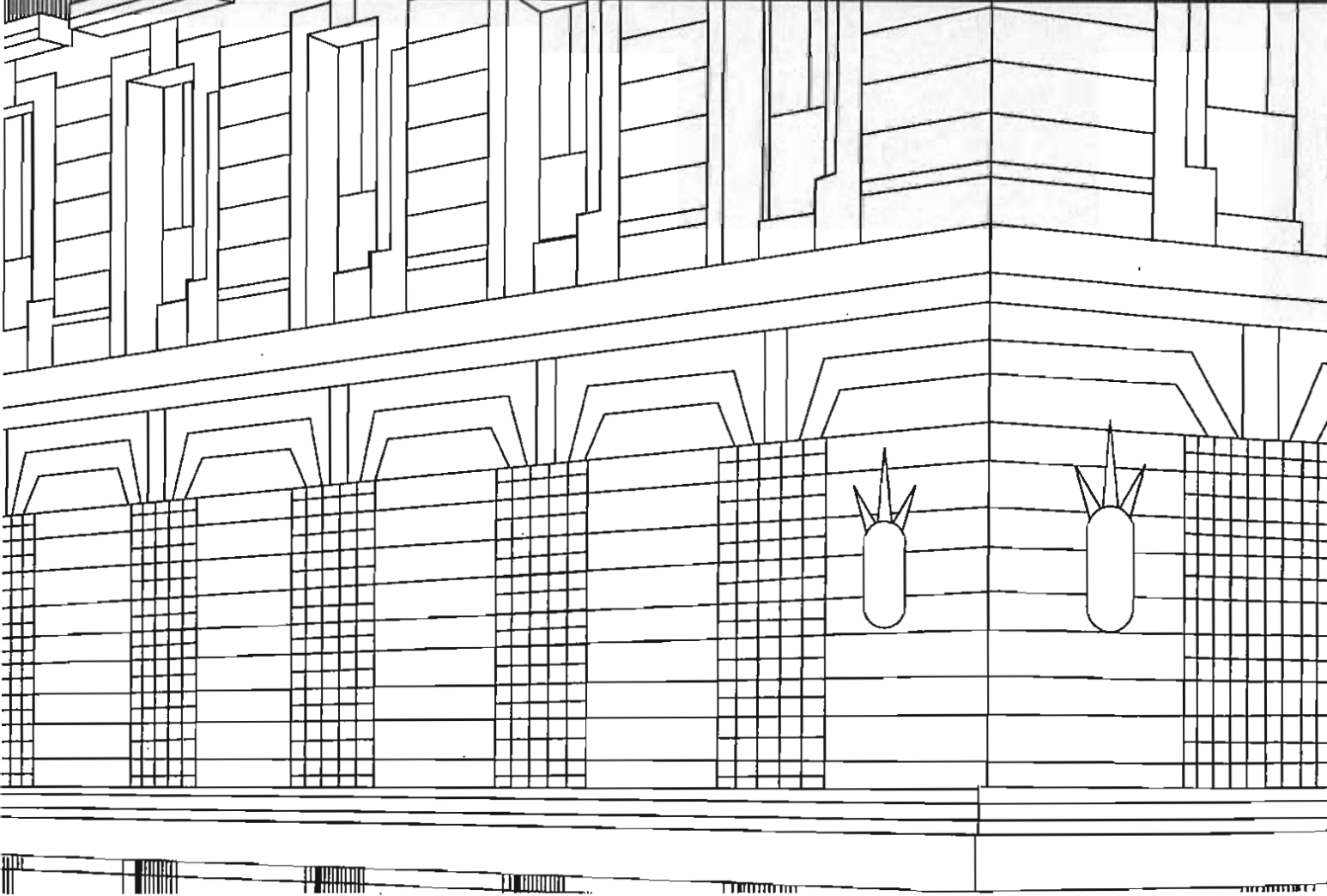
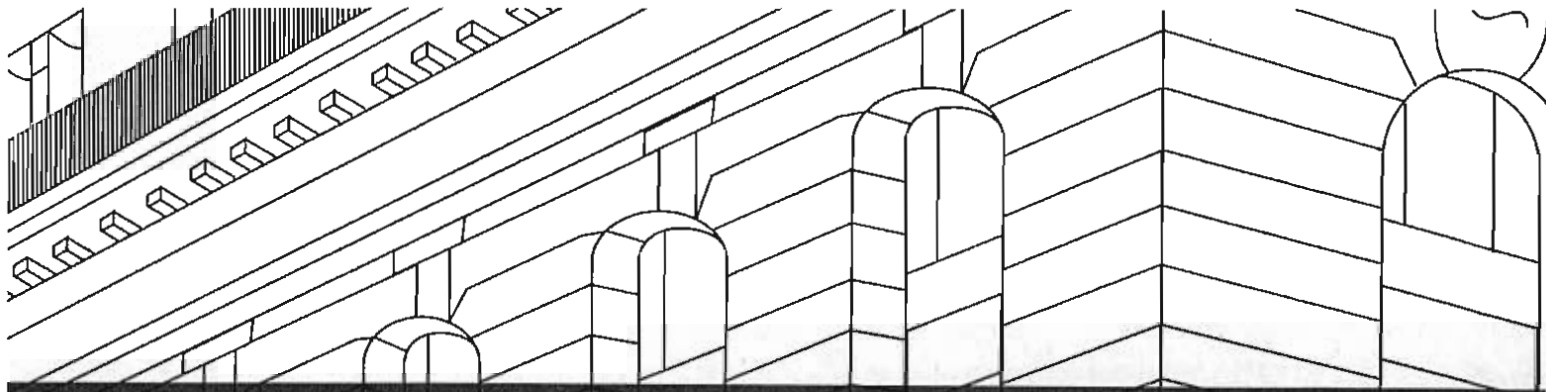
2016 AGO 31 PM 12:19  
Presidencia de la Mesa Directiva  
SECRETARÍA TÉCNICA

RECIBIDO  
2016 AGO 31 PM 12:47  
UNIDAD DE SERVICIOS  
SECRETARÍA GENERAL  
SERVICIOS PARLAMENTARIOS

  
005823

e  
des







*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ



## **INFORME TRIMESTRAL**

En este informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre abril – junio de 2016 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 agosto de 2016. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## CONTENIDO

1. Introducción .....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	4
2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2016.....	4
2.2. Índice Nacional de Precios al Productor .....	11
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2016..	17
3.1. Condiciones Externas.....	17
3.1.1. Actividad Económica Mundial .....	18
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	22
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior .....	23
3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales .....	24
3.2. Evolución de la Economía Mexicana .....	28
3.2.1. Actividad Económica.....	28
3.2.2. Mercado Laboral .....	44
3.2.3. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País .....	47
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación .....	54
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	62

## RECUADROS

1. ¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP? .....	12
2. Importancia del Desempeño del Sector Exportador Estadounidense como Determinante de las Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a Estados Unidos .....	30
3. Evolución Reciente de la Cuenta Corriente.....	40



## 1. Introducción

El objetivo prioritario de este Instituto Central es procurar la estabilidad del nivel general de precios, lo cual representa la mejor contribución que el Banco de México puede hacer al crecimiento económico. En los últimos años, la conducción de la política monetaria bajo un esquema de objetivos de inflación, junto con algunos resultados importantes de las reformas estructurales, han contribuido al logro de un entorno de inflación baja y estable, a un anclaje de las expectativas de inflación en niveles congruentes con la meta del Banco de México, a una disminución de las primas de riesgo, particularmente la de riesgo inflacionario, y a una reducción en el traspaso de las fluctuaciones cambiarias a los precios de los bienes y servicios, todo lo cual ha tenido efectos benéficos para la economía en su conjunto. No obstante lo anterior, estos avances no se pueden dar por sentados, especialmente ante el complejo entorno internacional que actualmente enfrenta el país y las perspectivas de que este prevalezca en el futuro. En efecto, no es posible descartar futuros eventos externos y/o internos adversos que pudieran afectar a la economía y la inflación, por lo cual es indispensable apuntalar la fortaleza del marco macroeconómico del país por medio de políticas monetaria y fiscal apropiadas.

Considerando lo anterior, en el periodo que cubre este Informe el Banco de México actuó con toda flexibilidad, en el momento en que las condiciones lo requirieron, con el propósito de consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento y, de ese modo, coadyuvar al mantenimiento de un marco macroeconómico adecuado. Así, si bien en la decisión de política monetaria de mayo la Junta de Gobierno mantuvo sin cambio el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en la decisión de junio la incrementó en 50 puntos base a 4.25 por ciento. Esto debido fundamentalmente a que las condiciones externas se fueron deteriorando, conduciendo a una depreciación considerable del tipo de cambio que podría poner en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación en nuestro país, y a la postre afectar adversamente el comportamiento de la inflación. En la decisión de agosto, dado que con el ajuste en la postura monetaria antes mencionado el balance de riesgos para la inflación se consideraba neutral, el Instituto Central mantuvo sin cambio la tasa de interés de referencia en 4.25 por ciento.

Durante el periodo que se reporta, la economía mexicana continuó enfrentando un entorno internacional adverso, caracterizado por una reducción adicional en las perspectivas de crecimiento mundial y por eventos de diversa índole que provocaron episodios de alta volatilidad financiera. A la revisión en las perspectivas mundiales contribuyó el efecto negativo esperado sobre el Reino Unido por su salida de la Unión Europea, así como un crecimiento menor al esperado de otras economías avanzadas. La economía global también enfrenta retos de carácter estructural, tales como: i) el bajo crecimiento de la productividad y de la fuerza laboral; ii) la contracción del comercio internacional, la cual pudiera llegar a profundizarse ante los riesgos de una mayor aplicación de medidas proteccionistas en diversos países, teniendo un impacto negativo adicional sobre las cadenas globales de producción, la inversión y la productividad; y iii) niveles de inversión insuficientes, en un contexto de mayor ahorro global, principalmente en países avanzados, en respuesta a factores demográficos, entre otros.

Por su parte, los mercados financieros internacionales registraron un significativo aumento en la volatilidad a finales de junio, como consecuencia inmediata del resultado del referéndum en el Reino Unido. No obstante, la estabilidad en los

mercados financieros se restauró ante la respuesta ágil del Banco de Inglaterra y de otros bancos centrales de países avanzados proveyendo liquidez, la percepción de que el impacto de la salida del Reino Unido de la Unión Europea afectaría principalmente a ese país, así como la expectativa de un proceso de normalización gradual de la política monetaria por parte de Estados Unidos y de la adopción de mayores estímulos monetarios en otras economías avanzadas. No obstante, hacia adelante no se pueden descartar nuevos episodios de volatilidad, ante los riesgos que persisten con relación a diversos factores económicos y geopolíticos. El impacto negativo del deterioro del entorno externo sobre los mercados financieros en México no sólo se reflejó en el comportamiento del tipo de cambio, sino también en el desempeño de las tasas de interés de los valores gubernamentales, mismas que registraron incrementos para la mayoría de sus plazos. Ante el ajuste de política monetaria llevado a cabo en la decisión de junio, se esperaba un aplanamiento de la curva de rendimientos, debido a que dicha acción induciría un aumento en el costo del dinero en el corto plazo, al tiempo que mantendría las expectativas de inflación bien ancladas. Esto es precisamente lo que sucedió.

En este entorno, después del crecimiento observado en el trimestre previo, la economía mexicana registró una contracción en el segundo trimestre del año. En efecto, diversos indicadores sugieren que se observó una desaceleración del consumo privado, a la vez que persistió la debilidad de la demanda externa y de la inversión. Este comportamiento contribuyó a que, al estancamiento que ya venía mostrando el sector industrial desde principios de 2015, se sumara un freno al dinamismo de los servicios. En este contexto, la brecha del producto parecería haberse mantenido negativa. No obstante, en lo que va de 2016 el déficit de la cuenta corriente en términos del PIB mostró un incremento respecto a lo observado en 2014 y 2015.

La caída en la actividad económica en el trimestre que se reporta, junto con un entorno externo más adverso, hacen necesaria una revisión de los intervalos de pronóstico de crecimiento publicados en el Informe previo. En particular, para 2016 se anticipa una variación del PIB de México de entre 1.7 y 2.5 por ciento, lo que se compara con un crecimiento esperado en el Informe anterior de entre 2.0 y 3.0 por ciento. Del mismo modo, el intervalo de crecimiento previsto para 2017 se modifica de uno de entre 2.3 y 3.3 por ciento, a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento.

En lo correspondiente a la inflación, en el periodo que se reporta esta se mantuvo en niveles inferiores a la meta permanente de 3 por ciento, acumulando a la primera quincena de agosto más de quince meses consecutivos por debajo de dicha cifra. A lo anterior contribuyó la conducción de la política monetaria, así como la ausencia de presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada. A la evolución favorable de la inflación ha contribuido el buen desempeño tanto de la inflación subyacente, como de la no subyacente. Si bien la primera, acorde con lo previsto, ha mostrado una gradual tendencia al alza, reflejando el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios relativos de las mercancías respecto de los servicios, a la primera quincena de agosto se continuó ubicando por debajo de 3 por ciento. Hasta el momento, no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. Por su parte, en la misma quincena la inflación no subyacente se ubicó en niveles cercanos a 2 por ciento, principalmente como consecuencia del moderado crecimiento que han exhibido los precios de bienes agropecuarios y de las disminuciones de precios en algunos energéticos que se registraron a principios de año, si bien en julio y en agosto se presentaron aumentos en los precios de las gasolinas.

Para los siguientes meses, se espera que la inflación general anual aumente de manera gradual, para cerrar el año muy cerca de 3 por ciento y que, para el año en su conjunto, registre un promedio por debajo de ese nivel. Este comportamiento obedece, en buena medida, a la fórmula empleada para la determinación de los precios máximos de las gasolinas por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, así como a la evolución de las referencias internacionales de estos energéticos. El efecto de lo anterior será parcialmente contrarrestado por el impacto favorable sobre la inflación que tendrá la disminución en los precios del gas L.P. anunciados por la misma Secretaría el 14 de agosto. Por su parte, se anticipa que la inflación subyacente anual aumente de manera paulatina a lo largo de 2016, finalizando dicho año en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se estima que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente de inflación.

Para hacer frente a los riesgos provenientes del exterior, se han implementado diversas medidas de política económica. En particular, en lo que va del año se han venido ajustando las posturas fiscal y monetaria, con el objetivo de fortalecer el marco macroeconómico del país. En complemento a ello, el Directorio del FMI aprobó el 27 de mayo de 2016 la petición de la Comisión de Cambios de renovar de manera anticipada la Línea de Crédito Flexible (LCF) para México y aumentar el monto de la línea en esa fecha de 67 a 88 mil millones de dólares.<sup>1</sup> Esto contribuye, más allá de los recursos contingentes que aporta, a reforzar la estabilidad macroeconómica, pues genera importantes incentivos a mantener la solidez de los fundamentos de la economía, toda vez que ello es requisito para conservar el acceso a esta línea de crédito.

No obstante, en el futuro pudieran presentarse retos que requieran fortalecer aún más el marco macroeconómico del país. En particular, no se pueden descartar depreciaciones adicionales de la moneda nacional, a la luz de la Incertidumbre sobre el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos y sus implicaciones, la posibilidad de precios del petróleo débiles, un deterioro adicional del déficit de la cuenta corriente, y la previsible normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal. Dados estos riesgos y el desempeño que han presentado durante los últimos años los Requerimientos Financieros del Sector Público, acciones adicionales de consolidación en las finanzas públicas, tales como alcanzar un superávit primario a partir de 2017 conforme a lo planteado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, se han tornado indispensables. Este tipo de acciones permitirían absorber los choques del exterior de manera más eficiente y propiciar saldos más adecuados de la cuenta corriente. Por su parte, tal y como lo ha venido haciendo, 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 tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. En este contexto, se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto con el fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento, con toda flexibilidad en cuanto al monto y oportunidad de los ajustes, según las condiciones lo requieran.

---

<sup>1</sup> La Línea de Crédito Flexible se incrementó de 47.3 a 62.4 mil millones de derechos especiales de giro (DEG). Ver comunicado de la Comisión de Cambios del 27 de mayo de 2016.

## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2016

La evolución reciente de la inflación general anual ha continuado siendo favorable. En efecto, entre el primer y el segundo trimestre de 2016, la variación anual promedio del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) disminuyó de 2.69 a 2.56 por ciento. Posteriormente, para la primera quincena de agosto la variación anual de dicho indicador alcanzó 2.80 por ciento, con lo que este indicador ha acumulado más de quince meses consecutivos por debajo de la meta permanente de 3 por ciento. Este comportamiento se debe, por una parte, a la conducción de la política monetaria, la cual ha evitado que el deterioro que ha presentado el entorno externo, afectando el valor de la moneda nacional, tenga efectos adversos sobre el anclaje de las expectativas de inflación y, de esa manera, que condujera a revisiones de precios más elevadas y generalizadas. De igual forma, durante el periodo que se reporta no se observaron presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada. Adicionalmente, también ha contribuido el bajo nivel de los precios internacionales de gran parte de las materias primas, producto del débil dinamismo de su demanda a nivel global, el menor crecimiento que exhibieron en el segundo trimestre los precios de bienes agropecuarios, así como las reducciones de precios que se presentaron a principios de año en algunos energéticos, lo que continúa favoreciendo el nivel que muestra la variación anual del índice de precios no subyacente.

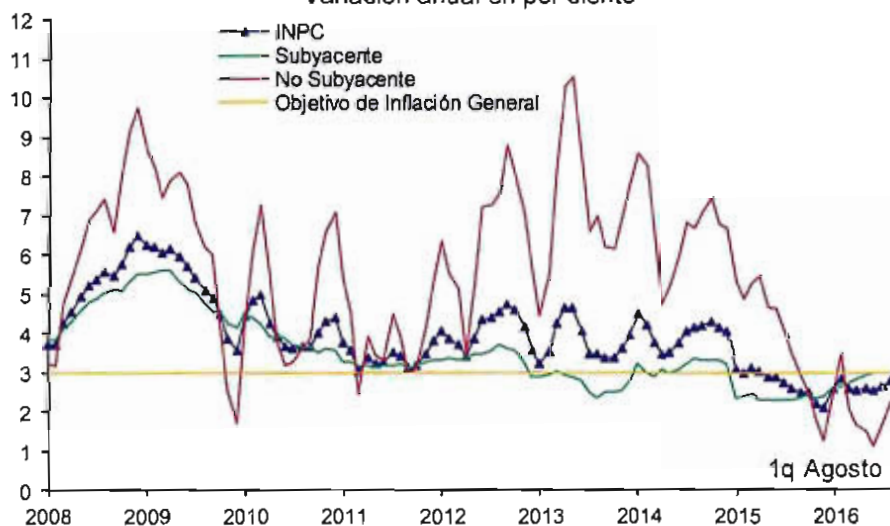
En particular, el bajo nivel que ha presentado la inflación general anual es resultado del buen comportamiento tanto de la inflación subyacente, como de la no subyacente. Si bien, como se anticipaba, la inflación subyacente anual ha exhibido una tendencia gradual al alza, esta sigue ubicándose por debajo de 3 por ciento. En efecto, pasó de una variación anual promedio de 2.69 por ciento en el primer trimestre, a 2.91 por ciento en el segundo, registrando 2.97 por ciento en la primera quincena de agosto. En este comportamiento ha influido el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios relativos de las mercancías respecto a los servicios. Si bien se observó una aceleración del crecimiento anual de los precios de las mercancías, las tasas de variación de los precios de los servicios han mantenido niveles bajos y estables. Cabe señalar que, hasta el momento, no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía. Por su parte, la inflación no subyacente anual pasó de una variación anual promedio de 2.71 a 1.46 por ciento en los trimestres señalados. Como ya se mencionó, este resultado se debió, principalmente, a las bajas tasas de crecimiento que se han registrado en los precios de los productos agropecuarios, en combinación con disminuciones de precios de algunos energéticos. Por su parte, en la primera quincena de agosto, la variación anual del componente no subyacente fue de 2.26 por ciento, lo cual refleja el efecto de los incrementos de los precios de las gasolinas en julio y en agosto (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**

	2016				2016		
	I	II	III	IV	I	II	1q Agosto
<b>INPC</b>	3.07	2.94	2.61	2.27	2.69	2.66	2.80
<b>Subyacente</b>	2.39	2.32	2.33	2.40	2.69	2.91	2.97
<b>Mercancías</b>	2.56	2.52	2.46	2.78	3.04	3.51	3.73
Alimentos, Bebidas y Tabaco	3.15	2.56	2.20	2.55	2.88	3.69	3.73
Mercancías No Alimenticias	2.07	2.49	2.67	2.98	3.17	3.36	3.73
<b>Servicios</b>	2.26	2.15	2.22	2.09	2.40	2.41	2.33
Vivienda	2.10	2.09	2.08	2.00	2.11	2.21	2.31
Educación (Colegiaturas)	4.36	4.35	4.37	4.28	4.21	4.13	4.04
Otros Servicios	1.80	1.57	1.75	1.52	2.15	2.09	1.82
<b>No Subyacente</b>	5.17	4.82	3.53	1.87	2.71	1.46	2.26
Agropecuarios	8.39	8.34	5.33	2.76	6.51	4.48	2.71
Frutas y Verduras	-1.39	7.43	7.91	6.33	22.45	13.30	6.54
Pecuarios	14.15	8.81	4.00	0.84	-1.60	-0.01	0.69
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	3.30	2.87	2.42	1.33	0.39	-0.45	1.97
Energéticos	3.62	3.21	2.43	0.52	-1.10	-1.49	1.47
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.32	2.26	2.39	2.86	3.23	1.41	2.85
<b>Indicador de Media Truncada <sup>1/</sup></b>							
INPC	3.08	2.84	2.61	2.45	2.45	2.60	2.83
Subyacente	2.79	2.71	2.68	2.76	2.84	3.04	3.18

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

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

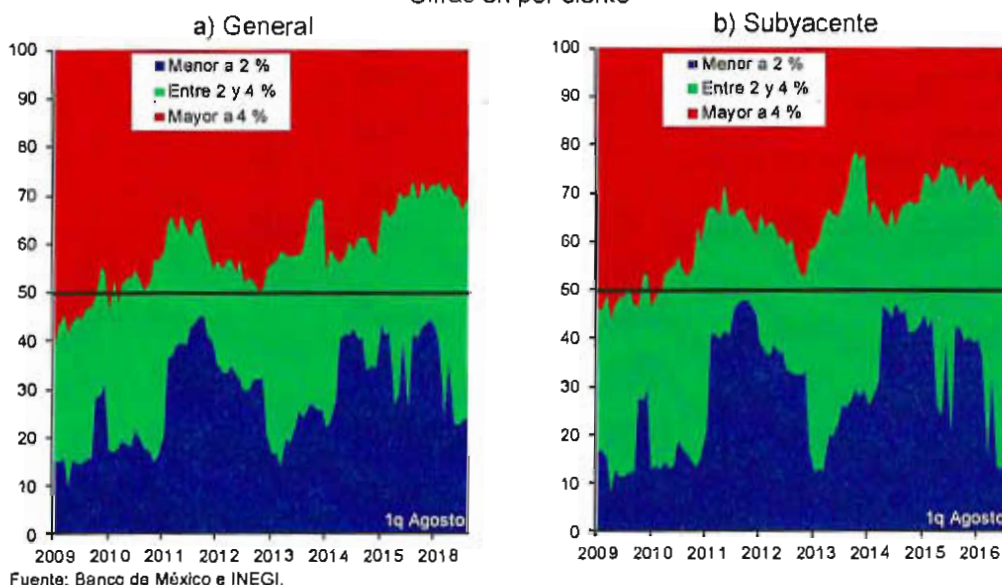


Fuente: Banco de México e INEGI.

Para analizar tanto el comportamiento en el margen como la tendencia reciente del proceso inflacionario, en primer lugar se calcula la proporción de la canasta del INPC que presenta variaciones anuales de precios dentro de ciertos intervalos. Para ello, para cada mes 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. Este análisis ilustra que un elevado porcentaje de ambas canastas tiene aumentos de precio menores a 4 por ciento, si bien en el margen este porcentaje ha mostrado cierta reducción (áreas azul y verde, Gráfica 2). Específicamente, en el segundo trimestre de 2016, la proporción de la canasta de bienes y servicios del INPC con incrementos de precios menores a 4 por ciento fue en promedio 71 por ciento para el Índice general, mientras que en el primer trimestre la proporción fue 72 por ciento. En cuanto al índice subyacente, las proporciones fueron 70 por ciento en el segundo trimestre de 2016 y 73 por ciento en el primero.

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



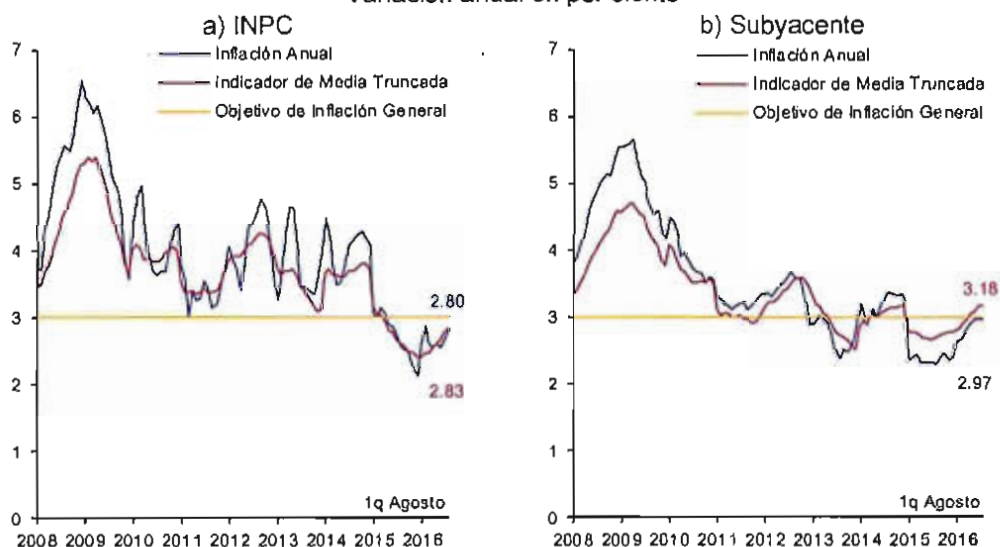
En segundo lugar, se ilustra el Indicador de Media Truncada, el cual se ubica tanto para la inflación general, como para la subyacente, en niveles alrededor de 3 por ciento. En efecto, el Indicador de Media Truncada para la inflación general pasó de 2.45 a 2.60 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2016, ubicándose en 2.83 por ciento en la primera quincena de agosto. El hecho de que el Indicador de Media Truncada para la inflación general se haya ubicado cerca del nivel del crecimiento observado del INPC sugiere que, en general, el comportamiento favorable de la inflación ha sido resultado de la evolución de la gran mayoría de los genéricos.

Por su parte, el Indicador de la Media Truncada para la inflación subyacente pasó de 2.84 a 3.04 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2016, registrando 3.18 por ciento en la primera quincena de agosto (Gráfica 3 y Cuadro 1). Esta cifra es ligeramente mayor que la de la inflación subyacente observada, la cual refleja el efecto favorable que han tenido sobre esta última, en lo fundamental, las disminuciones de los precios de algunos servicios, destacando los de la telefonía móvil.



En tercer lugar, se analiza la evolución de la inflación mensual ajustada por estacionalidad y anualizada (Gráfica 4). Como puede apreciarse, en el margen, al descontar los efectos de base de comparación, la tendencia de la inflación general y de la subyacente, así como los niveles de esta última, se mantienen en cifras congruentes con el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento. Cabe destacar que el repunte que se observa en la inflación mensual ajustada por estacionalidad y anualizada del indicador general refleja, en buena medida, los ajustes al alza en los precios de las gasolinas que ocurrieron en julio y en agosto, cuyos efectos sobre este indicador se disiparán en los siguientes meses, dada la trayectoria prevista para los precios de las gasolinas.

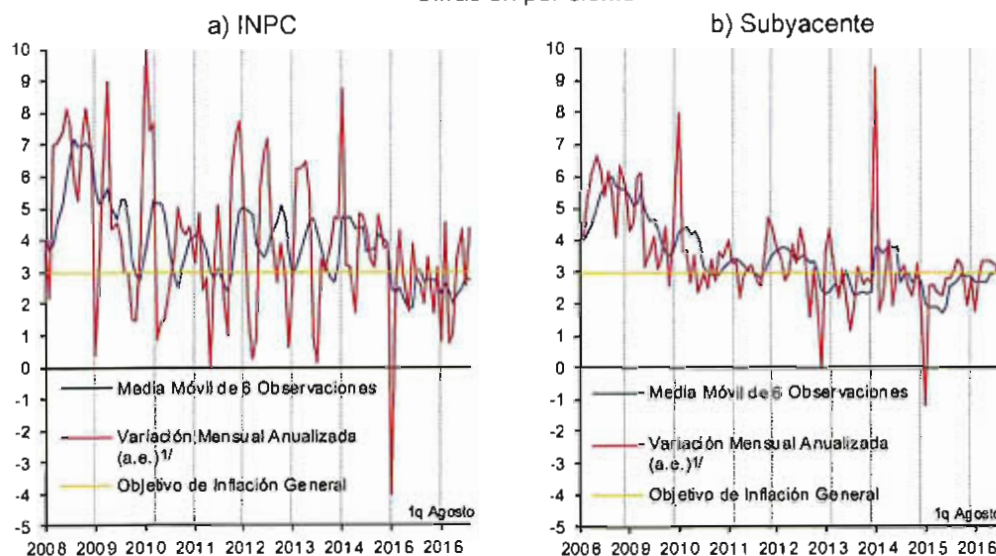
**Gráfica 3**  
**Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada <sup>1/</sup>**  
**Variación anual en por ciento**



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 del Banco de México e INEGI.

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



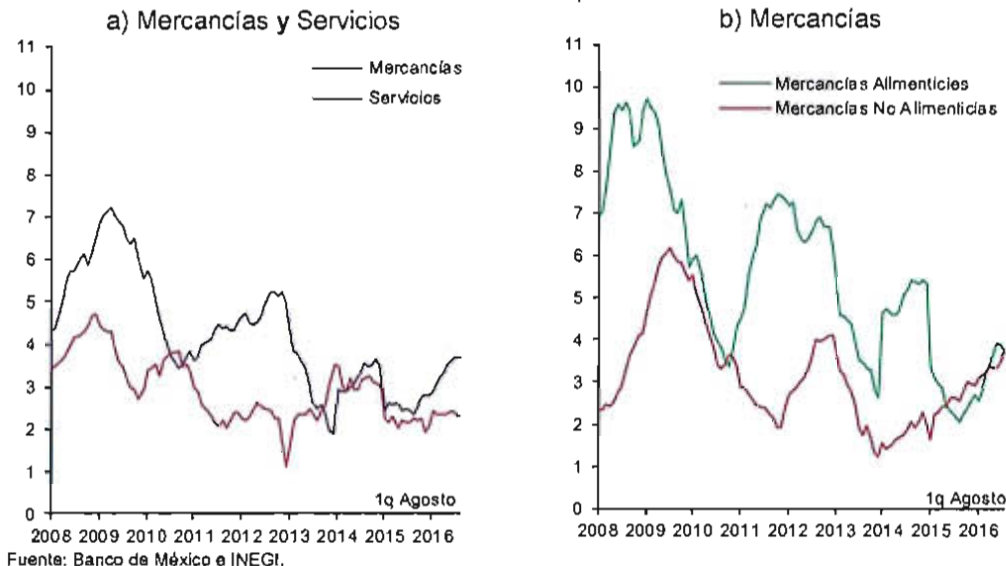
a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.  
 1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.  
 Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Profundizando en el comportamiento de la inflación subyacente, este ha obedecido en buena medida a un ajuste en los precios relativos de las mercancías respecto a los servicios. En particular:

- i. Entre el primer y el segundo trimestre de 2016, el subíndice de precios de las mercancías pasó de una variación anual promedio de 3.04 a 3.51 por ciento, ubicándose en 3.73 por ciento en la primera quincena de agosto (Gráfica 5a). Ambos componentes de este subíndice mostraron incrementos en las tasas de variación anual de sus precios. En efecto, el rubro de las mercancías no alimenticias pasó de un crecimiento anual promedio de 3.17 a 3.36 por ciento en los trimestres señalados, registrando 3.73 por ciento en la primera quincena de agosto. Por su parte, el ritmo de crecimiento del rubro de las mercancías alimenticias aumentó de una variación anual promedio de 2.88 a 3.69 por ciento en los mismos trimestres, alcanzando 3.73 por ciento en la primera quincena de agosto (Gráfica 5b).
- ii. En contraste, la variación anual promedio del rubro de los servicios se mantuvo en niveles bajos, de 2.40 por ciento en el primer trimestre de 2016 y de 2.41 por ciento en el segundo trimestre, disminuyendo a 2.33 por ciento en la primera quincena de agosto. En particular, el subíndice de precios de los servicios distintos a la vivienda y a la educación ha venido disminuyendo su tasa de variación anual, al pasar de 2.15 a 2.09 por ciento en los trimestres referidos, ubicándose en 1.82 por ciento en la primera quincena de agosto. La evolución de este indicador ha estado influida por las disminuciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones derivados de la reforma estructural en este sector, por lo que se espera que su impacto sobre la inflación sea de carácter

duradero. La variación anual del subíndice del resto de los servicios distintos a la vivienda y a la educación excluyendo telecomunicaciones pasó de 4.11 a 4.34 por ciento entre el primer y segundo trimestres de 2016, alcanzando una cifra de 4.32 por ciento en la primera quincena de agosto (Gráfica 5a).

**Gráfica 5**  
**Índice de Precios Subyacente**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, el comportamiento del componente no subyacente refleja una disminución en el ritmo de crecimiento de los precios de los productos agropecuarios en el segundo trimestre de 2016, al tiempo que el rubro de los energéticos acentuó las tasas de variación anual negativas que se registraban desde el trimestre previo, producto, en su mayoría, de las disminuciones que se presentaron en los precios de las gasolinas y en las tarifas de electricidad de bajo consumo a principios del año (Cuadro 1). No obstante, en julio y en agosto, derivado de la fórmula empleada para la determinación de precios máximos de las gasolinas por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y de la evolución de las referencias internacionales de estos energéticos, se registraron aumentos en los precios internos de dicho combustible, tal como se había anticipado. Por su parte, el encarecimiento de algunos insumos necesarios para la generación de electricidad motivó ajustes al alza en las tarifas de alto consumo. De esta forma, dentro del índice no subyacente destaca:

- i. En el segundo trimestre de 2016, la variación anual promedio del subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó a 4.48 por ciento, respecto al 6.51 por ciento observado el trimestre anterior, y se ubicó en 2.71 por ciento en la primera quincena de agosto. Al respecto, destacaron las reducciones de precio en el jitomate, así como menores tasas de crecimiento en los precios de la cebolla, al recuperarse sus condiciones de oferta luego de haber enfrentado condiciones climáticas adversas a inicios del año. Igualmente, sobresalieron las disminuciones de precio del pollo y del huevo.

ii. A lo largo del segundo trimestre de 2016, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno exhibió tasas de crecimiento anual negativas. En particular, en el segundo trimestre de 2016 la variación anual promedio del subíndice mencionado fue -0.45 por ciento, mientras que en el primer trimestre dicha variación había sido de 0.39 por ciento. En la primera quincena de agosto, este subíndice registró un crecimiento anual de 1.97 por ciento lo cual refleja, principalmente, los aumentos de precio en las gasolinas, así como la terminación de la gratuidad en algunos medios de transporte público de la Ciudad de México, misma que había entrado en vigor desde abril. En específico, la variación anual promedio de los precios de los energéticos fue -1.49 por ciento en el segundo trimestre, mientras que en el primero se ubicó en -1.10 por ciento. Al respecto, las tarifas de electricidad ordinarias disminuyeron 2 por ciento a principios de año y se han mantenido sin cambio desde entonces, mientras que las tarifas domésticas de alto consumo han presentado ciertas fluctuaciones. En julio, al ajustarse al alza los precios de las gasolinas y de las tarifas de electricidad de alto consumo, el subíndice de precios de energéticos registró una variación anual de -0.55 por ciento, mientras que en la primera quincena de agosto fue 1.47 por ciento, como resultado, principalmente, del incremento adicional en los precios de las gasolinas observado en ese periodo. En particular:

- La variación anual promedio del precio de la gasolina de bajo octanaje pasó de -1.78 por ciento en el primer trimestre de 2016 a -3.16 por ciento en el segundo trimestre, mientras que aquella del precio de la gasolina de alto octanaje lo hizo de -1.36 a -2.44 por ciento. Como se mencionó, este comportamiento refleja las disminuciones de precio que presentó este combustible a inicios de año, así como su relativa estabilidad a lo largo del primer semestre asociada a la fórmula empleada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para la determinación de los precios máximos de las gasolinas, basada en las referencias internacionales de ese energético. Derivado de dicha fórmula, en julio los precios internos de la gasolina aumentaron. En ese mes, la gasolina de bajo octanaje incrementó su precio en 24 centavos, siendo este el primer aumento que registró en el año, mientras que la de alto octanaje tuvo un incremento de 34 centavos. En agosto, las gasolinas de bajo y alto octanaje aumentaron 56 y 44 centavos, respectivamente. Con ello, la variación anual de estos combustibles en la primera quincena de agosto fue 1.47 y 2.30 por ciento, respectivamente. Cabe señalar que, de acuerdo a la metodología usada para la fijación de precios internos de la gasolina, la de alto octanaje ya no podrá aumentar en lo que resta del año, mientras que la de bajo octanaje lo hará en 2 centavos más en septiembre, como ya fue anunciado.
- La variación anual promedio de las tarifas de electricidad pasó de -2.61 a -1.58 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2016, registrando -1.27 por ciento en julio y -0.79 por ciento en la primera quincena de agosto. Este comportamiento obedece, en su mayoría, a la dinámica de las tarifas de electricidad de alto



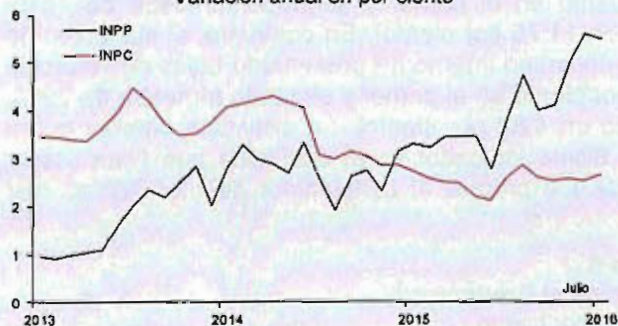
## Recuadro 1

## ¿Se Pueden Identificar Presiones Inflacionarias Medidas a través del INPC por medio del Comportamiento de los Subíndices de Mercancías del INPP?

## 1. Introducción

Desde 2015, la tasa de variación anual del Índice Nacional de Precios al Productor de producción total excluyendo petróleo (INPP) ha mostrado una aceleración, alcanzando niveles superiores a 5 por ciento en los últimos meses.<sup>1</sup> En contraste, la tasa de variación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) se ha mantenido en niveles bajos, acumulando 15 meses consecutivos por debajo de 3 por ciento (Gráfica 1). Dado este comportamiento, es relevante evaluar si los precios al productor tienen cierto poder predictivo sobre los precios al consumidor, siendo que los primeros se determinan en una etapa previa de la cadena productiva, así como identificar si el comportamiento reciente del INPP implica presiones inflacionarias futuras que podrían verse reflejadas en el INPC.

Gráfica 1  
INPC e INPP  
Variación anual en por ciento



En este Recuadro se investiga la capacidad predictiva que los precios de las mercancías del INPP tienen sobre los precios correspondientes del INPC subyacente, así como la relación de equilibrio de largo plazo entre estas variables. Lo anterior se realiza con el objetivo de identificar si la información contenida en los precios al productor puede ser de utilidad para anticipar presiones inflacionarias que eventualmente pudieran manifestarse en los precios al consumidor.

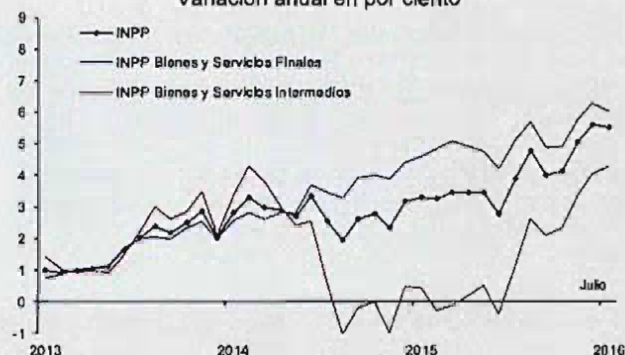
<sup>1</sup> Se refiere al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) que considera bienes y servicios, tanto finales como intermedios, excluyendo petróleo.

Los resultados sugieren que existe evidencia de causalidad de Granger de algunos subíndices de mercancías del INPP al subíndice subyacente de mercancías del INPC, por lo que en principio un choque al INPP puede llegar a inducir una respuesta del INPC. No obstante, se muestra que el subíndice de precios al productor que tiene un mayor poder predictivo sobre el comportamiento de los precios subyacentes de las mercancías al consumidor es el de las mercancías finales para consumo interno, el cual ha presentado tasas de variación anual moderadas y más similares a aquellas de los precios de las mercancías del índice subyacente del INPC. En contraste, son los subíndices de precios de mercancías de inversión y de exportaciones los que han exhibido tasas de crecimiento más elevadas, y se muestra que estos tienen un menor poder predictivo sobre la inflación de las mercancías del índice subyacente. Más aún, los resultados indican que actualmente los precios subyacentes de las mercancías al consumidor no se encuentran muy alejados de su relación de largo plazo con los precios al productor, y que el bajo crecimiento que han presentado en términos relativos al INPP, es congruente con una convergencia de los precios al consumidor a su relación de equilibrio de largo plazo. En este sentido, la evidencia empírica sugiere que actualmente no parecerían existir presiones inflacionarias sobre los precios al consumidor del índice subyacente de las mercancías provenientes de la evolución que han presentado los precios al productor.

## 2. Evolución Reciente del INPP

El INPP de producción total se integra por los índices de precios de bienes y servicios finales, así como por los de bienes y servicios intermedios producidos en el país. En este contexto, es relevante distinguir el índice de precios de bienes y servicios finales del de bienes y servicios intermedios, toda vez que el INPC incluye sólo bienes y servicios finales. Además, como puede apreciarse en la Gráfica 2, si bien en los últimos meses ha presentado una aceleración, la tasa de variación anual del INPP de bienes y servicios intermedios se ha mantenido por debajo de la de los bienes y servicios finales. Por otra parte, también cabe destacar que las cotizaciones de los servicios del INPP de bienes y servicios finales son equivalentes a las del INPC en la mayoría de los casos. Debido a estos dos factores, en el análisis que se lleva a cabo a continuación se estudia sólo el INPP de bienes finales. Es decir, se eliminan del análisis tanto los índices de precios de los bienes y servicios intermedios, como los de los servicios finales.

**Gráfica 2**  
Dinámica de Precios: INPP <sup>1/</sup>  
Variación anual en por ciento



1/ Excluye petróleo.  
Fuente: INEGI.

En lo que se refiere al índice de precios de mercancías finales del INPP, este está compuesto por los subíndices de precios de mercancías para consumo, para inversión y para exportaciones (Gráfica 3). El rubro de este índice que ha presentado mayores tasas de crecimiento en sus precios es el de las mercancías de exportación, debido a que incluye bienes que se cotizan en dólares.<sup>2</sup> El subíndice de precios de bienes de inversión también ha presentado tasas elevadas en sus precios, aunque en menor medida. Por su parte, los incrementos en los precios del rubro de consumo han sido más moderados, si bien han sido mayores a los del INPC de mercancías subyacente. Así, al acotar el análisis a precios de bienes comparables se obtiene una dinámica más similar entre el INPP y el INPC.

**Gráfica 3**  
Dinámica de Precios: INPP e INPC Mercancías  
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.

<sup>2</sup> Dada la posible existencia de elementos de "pricing to market", los incrementos en los precios de los bienes de exportación no necesariamente se traducen en aumentos de la misma proporción en los precios de bienes equivalentes vendidos en el mercado doméstico.

### 3. Relación de Largo Plazo entre el INPP e INPC

En esta sección se analiza la dinámica conjunta y las posibles relaciones de equilibrio de largo plazo entre los precios de las mercancías al consumidor del índice subyacente del INPC y distintos subíndices del INPP, mediante la estimación de modelos de vectores autorregresivos con mecanismos de corrección de error (VEC). Los subíndices de mercancías finales del INPP que se incluyen en las estimaciones son; i) el INPP de mercancías finales, ii) el INPP de consumo interno y, iii) un promedio ponderado de los subíndices de inversión y exportaciones.<sup>3,4</sup> La dinámica reciente de los subíndices de precios mencionados se ilustra en la Gráfica 4.

**Gráfica 4**  
Dinámica de Precios: INPP e INPC Mercancías  
Variación anual en por ciento



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

Las ecuaciones correspondientes al VEC en cada una de las estimaciones son:

$$(1) \pi_t^{INPC} = \mu_0 + \gamma_1(z_{t-1}) + \sum_{j=1}^p \alpha_j \pi_{t-j}^{INPC} + \sum_{j=1}^q \beta_j \pi_{t-j}^{INPP} + \eta_t$$

$$(2) \pi_t^{INPP} = \sigma_0 + \gamma_2(z_{t-1}) + \sum_{j=1}^r \lambda_j \pi_{t-j}^{INPC} + \sum_{j=1}^s \delta_j \pi_{t-j}^{INPP} + \zeta_t$$

$$(3) z_{t-1} = p_{t-1}^{INPC} - \varphi_0 - \varphi_1 p_{t-1}^{INPP}$$

donde  $\eta_t$  y  $\zeta_t$  son ruido blanco,  $z_{t-1}$  es el término de corrección de error y  $\varphi_1$  es el coeficiente de cointegración. En los modelos también se incluyen variables dicotómicas estacionales, así como para los meses de enero de 2010 y enero de 2014 para capturar el impacto de las modificaciones fiscales. El número óptimo de rezagos se determinó con base al criterio de información Bayesiano de Schwarz.

<sup>3</sup> Para la construcción de la segunda serie, se incluyen los precios de los bienes para consumo interno del INPP que también tienen cotizaciones en el INPC subyacente de mercancías, pero que se encuentran en una etapa previa de la cadena de distribución.

<sup>4</sup> Las ponderaciones se obtienen a partir de la importancia relativa que cada subíndice tiene en el índice de precios al productor de mercancías finales.

Los principales resultados de la estimación del VEC para el periodo de enero de 2004 a julio de 2016 se presentan en el Cuadro 1. Se encuentra que los coeficientes de cointegración ( $\phi_1$ ) en cada uno de los modelos son estadísticamente significativos y ligeramente menores a 1, lo que implica que en el largo plazo el traspaso de las fluctuaciones en los precios al productor a los precios al consumidor es cercano, pero inferior, a uno.

El término de corrección de error de la ecuación de mercancías del INPC ( $\gamma_1$ ) es estadísticamente significativo en todos los modelos. No obstante, el término de corrección de error de la correspondiente ecuación de mercancías del INPP ( $\gamma_2$ ) no es estadísticamente distinto de cero en el VEC para ninguno de los subíndices, sugiriendo que la variable que se ajusta ante distintos choques es el subíndice de mercancías del INPC para restablecer la relación de largo plazo.<sup>5</sup>

**Cuadro 1**  
Coeficientes Seleccionados del VEC

Coeficientes	$\phi_1$	$\gamma_1$	$\gamma_2$
<b>Mercancías Bienes Finales</b>	0.9351 ** (0.0167)	-0.0342 ** (0.0052)	0.0124 (0.0222)
<b>Mercancías Consumo Interno</b>	0.8990 ** (0.0126)	-0.0469 ** (0.0098)	-0.0342 (0.0192)
<b>Mercancías Inversión + Exportación</b>	0.9490 ** (0.0231)	-0.0251 ** (0.0037)	0.0353 (0.0250)

\*\*/ Estadísticamente significativo al 5%.

Finalmente, en la Gráfica 5 se presentan los términos de corrección de error de cada modelo; es decir, la desviación del índice de precios al consumidor de mercancías subyacente respecto de su relación de largo plazo con cada uno de los subíndices de precios al productor de las mercancías analizadas. En el caso de los subíndices de precios al productor de mercancías finales y del de inversión y exportaciones, el subíndice de precios de mercancías del INPC se ha ubicado en los últimos meses ligeramente por debajo de su relación de equilibrio de largo plazo. Por su parte, cuando se considera el modelo con el subíndice de precios al productor de mercancías para consumo interno, se aprecia que el Índice de precios al consumidor de mercancías se ha situado durante varios periodos ligeramente por arriba de su relación de equilibrio de largo plazo, lo que implica que este tendería a presentar en los siguientes meses una menor variación que el INPP de mercancías de consumo para converger a su relación de largo plazo.

Así, los resultados sugieren que los precios de las mercancías del índice subyacente del INPC tenderán a ajustarse gradualmente a través del tiempo para restablecer su relación de largo plazo con los precios de las mercancías del INPP. Este proceso de convergencia dependerá tanto de la desviación actual, como del parámetro de velocidad de ajuste estimado. En la siguiente sección se presenta cierta evidencia sobre la posible dirección de ajuste de los precios al consumidor del índice subyacente de las mercancías con base al poder predictivo relativo de los distintos subíndices del INPP.

**Gráfica 5**  
Desviación del INPC respecto de su Relación de Largo Plazo con el INPP  
Cifras en por ciento



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

#### 4. Poder Predictivo de los Subíndices de Mercancías del INPP

En esta sección, primero se analiza cuál de los subíndices de precios de mercancías finales del INPP es mejor predictor del comportamiento futuro de las mercancías del INPC subyacente. Con el propósito de analizar el poder predictivo de cada uno de los índices de precios al productor de mercancías finales sobre el índice de precios de mercancías subyacente del INPC, se pronostica la variación mensual de los precios de las mercancías del INPC para distintos horizontes de tiempo. Específicamente, se estima un modelo autorregresivo aumentado con información de cada subíndice del INPP por separado, en el cual se incluyen los niveles actuales tanto del subíndice de precios de las mercancías al consumidor, como del respectivo subíndice del INPP, así como las variaciones mensuales rezagadas de las mismas. En particular, se estima la siguiente ecuación para cada horizonte de pronóstico:

$$(4) \pi_{t+h}^{INPC,h} = \mu + \sum_{j=0}^p \phi_j \pi_{t-j}^{INPC} + \sum_{j=0}^p \gamma_j \pi_{t-j}^{INPP} + \lambda_1 p_t^{INPC} + \lambda_2 p_t^{INPP} + \xi_{t+h}$$

Los modelos se estiman mediante mínimos cuadrados ordinarios, utilizando ventanas móviles de 6 años. Los pronósticos se generan para el periodo de enero de 2012 a julio de 2016. Posteriormente, para horizontes de 1

<sup>5</sup> En adición al análisis anterior se realizaron pruebas de causalidad de Granger de corto plazo para las series analizadas, obteniendo resultados que también indican que la causalidad va del INPP al INPC y no vice-versa. Evidencia previa en este mismo sentido se presentó en Sidaoui, J., C. Capistrán, D. Chiquar y M. Ramos-Francia (2009).



hasta 24 meses se calcula la Raíz Cuadrada del Error de Pronóstico Cuadrático Medio (RCECM) para cada modelo y horizonte de pronóstico. Los resultados se presentan en los Cuadros 2a y 2b en términos del RCECM para los distintos modelos estimados. Con el objetivo de comparar el poder predictivo del modelo que incluye a los precios al productor de mercancías para consumo interno en relación a los modelos que incluyen otros subíndices del INPP, en los Cuadros 2a y 2b también se muestra el cociente del RCECM con el valor numérico que corresponde al modelo de mercancías para consumo interno en el numerador, por lo que un número menor a uno sugiere que este modelo sería mejor para pronosticar los precios de las mercancías del INPC. Adicionalmente, se incluyen los valores-p del estadístico Diebold-Mariano con el objetivo de probar la significancia estadística de la diferencia en pronósticos. En particular, la hipótesis nula corresponde a que no existe diferencia en la capacidad predictiva entre los modelos.

**Cuadro 2a**  
Evaluación de Pronóstico Fuera de la Muestra  
Mercancías bienes finales

Horizonte de Pronóstico (meses)	1	6	12	18	24
RCECM Mercancías Consumo Interno (A)	0.2112	0.0852	0.0614	0.0508	0.0441
RCECM Mercancías Bienes Finales (B)	0.2114	0.0872	0.0628	0.0531	0.0454
Cociente RCECM (A/B)	0.9987	0.6769	0.9778	0.9534	0.9697
Diebold-Mariano valor-p	0.2556	0.2716	0.3828	0.0057*	0.0033*

\*/ Estadísticamente significativo.

**Cuadro 2b**  
Evaluación de Pronóstico Fuera de la Muestra  
Mercancías inversión + exportación

Horizonte de Pronóstico (meses)	1	6	12	18	24
RCECM Mercancías Consumo Interno (A)	0.2112	0.0852	0.0614	0.0508	0.0441
RCECM Mercancías Inversión+Exportación (B)	0.2121	0.0872	0.0621	0.0520	0.0443
Cociente RCECM (A/B)	0.9950	0.6771	0.9895	0.9741	0.9941
Diebold-Mariano valor-p	0.1892	0.7863	0.0085*	0.0043*	0.0031*

\*/ Estadísticamente significativo.

Los resultados muestran que el subíndice de precios al productor con mayor poder predictivo sobre los precios de las mercancías al consumidor del índice subyacente es el de mercancías finales para consumo interno, en el sentido de que genera pronósticos con el RCECM más pequeño.

Esta diferencia es estadísticamente significativa a partir de horizontes de pronóstico de un año, cuando se compara con el subíndice de precios de inversión y exportaciones, y a partir de 18 meses cuando se compara con el de mercancías finales. Lo anterior sugiere que los precios al productor de mercancías finales para consumo interno son los que proveen una mejor señal entre los

distintos subíndices del INPP acerca de la trayectoria esperada de las variaciones de precios de las mercancías al consumidor. Por lo tanto, este subíndice del INPP parece ser el más útil para anticipar posibles presiones inflacionarias sobre los precios de las mercancías del índice subyacente del INPC.<sup>6</sup>

Dado lo anterior, pareciera que de los modelos estudiados, la desviación de equilibrio de largo plazo que es relevante es la del subíndice subyacente de mercancías del INPC respecto del subíndice de mercancías para consumo interno del INPP. En este contexto, el hecho de que el término de corrección de error de dicho modelo continúe siendo positivo es lo que de hecho puede explicar las menores tasas de variación de los precios de las mercancías subyacentes del INPC respecto a las del INPP de consumo interno, a medida que el primero converge a su relación de largo plazo respecto al segundo. Así, la evolución reciente del subíndice de mercancías para consumo interno del INPP no parecería estar indicando presiones inflacionarias hacia adelante sobre los precios al consumidor.<sup>7</sup>

## 5. Consideraciones Finales

En este Recuadro se analizó el poder predictivo de los distintos subíndices de mercancías del INPP respecto al subíndice subyacente de mercancías del INPC, con el propósito de evaluar la hipótesis de que los precios al productor son de utilidad para identificar posibles presiones inflacionarias, sobre los precios de las mercancías al consumidor.

Los resultados de las estimaciones muestran que existe una relación de equilibrio de largo plazo entre los precios de las mercancías al productor y los correspondientes precios al consumidor, siendo estos últimos los que se ajustan ante distintos choques que inducen desviaciones en esta relación. Adicionalmente, se ilustra que el subíndice de precios al productor que tiene un mayor poder predictivo sobre las variaciones de los precios al consumidor de mercancías subyacente es el de mercancías finales para consumo interno.

Finalmente, se mostró que el índice de precios subyacente de las mercancías al consumidor se ha ubicado ligeramente por arriba de su relación de equilibrio de largo plazo con el subíndice de consumo interno del INPP en los últimos meses. Ello es congruente con la

<sup>6</sup> Si bien los precios de los bienes intermedios del INPP se excluyeron del presente análisis, se encontró que estos también tienen un menor poder predictivo sobre los precios de las mercancías al consumidor del subíndice subyacente que el subíndice de mercancías para consumo interno del INPP.

<sup>7</sup> Cabe señalar que aun si se supusiera que los otros subíndices del INPP proveen una señal adecuada sobre la trayectoria futura de las variaciones de precios de las mercancías del INPC, su impacto sobre este sería ilimitada, partiendo de la reducida desviación actual respecto de su relación de largo plazo. En particular, se estima que esta corrección tendría un impacto aproximado de sólo 5 puntos base sobre la inflación anual de mercancías del INPC subyacente a 12 meses.

dinámica que han venido mostrando ambos indicadores, en particular, con el hecho de que los precios al consumidor han presentado menores tasas de crecimiento que los precios al productor al ir convergiendo a su relación de largo plazo. Esta evidencia parecería sugerir que actualmente no existen presiones inflacionarias sobre los precios al consumidor provenientes de los precios de las mercancías al productor.

#### Referencias

Sidaoui, J., C. Capistrán, D. Chiquiar y M. Ramos-Francia, (2009). "Una Nota Acerca del Contenido Predictivo del INPP Respecto a la Inflación del INPC: El Caso de México". Banco de México, Documento de Investigación, No. 2009-14, pp. 1-19.

### 3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2016

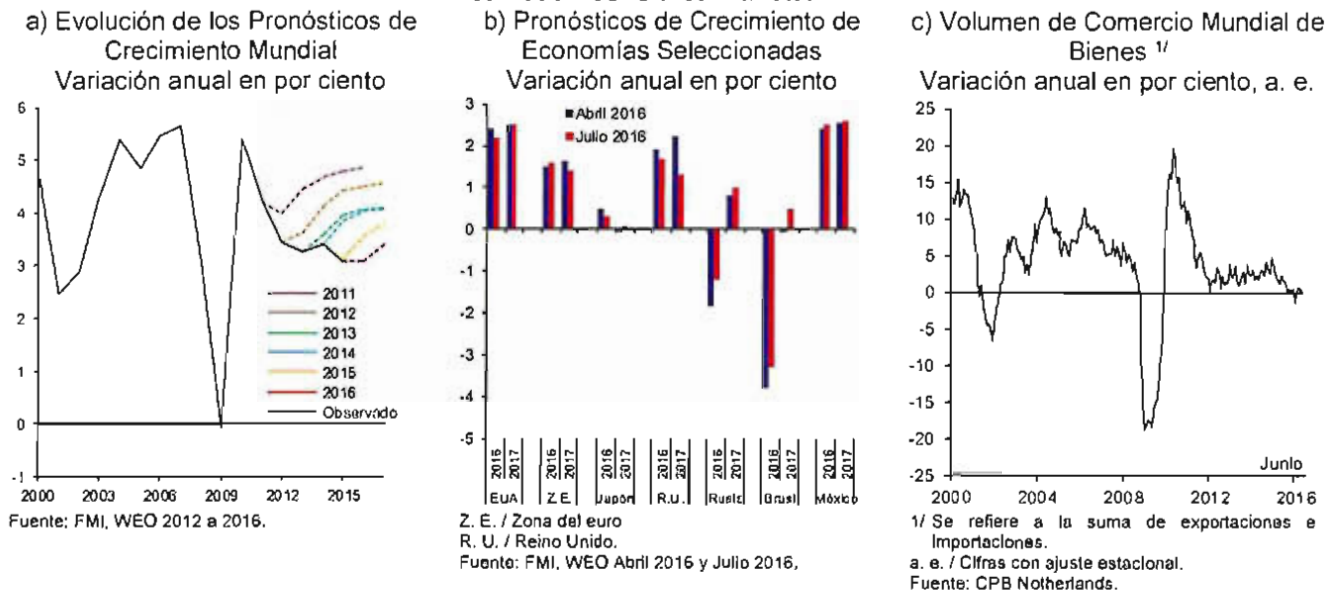
#### 3.1. Condiciones Externas

La economía global continuó presentando un ritmo débil de expansión durante el segundo trimestre del año, al tiempo que siguieron revisándose a la baja sus perspectivas de crecimiento, reflejando en parte el efecto previsto de la salida del Reino Unido de la Unión Europea, así como el crecimiento menor al esperado de otras economías avanzadas, tales como Estados Unidos y Japón (Gráfica 7a y Gráfica 7b). En este contexto, la economía mundial también enfrenta retos de carácter estructural, como lo son el bajo crecimiento de la productividad y la disminución en el ritmo de crecimiento de la fuerza laboral. A esto se suma el hecho de que la contracción del comercio internacional pudiera profundizarse ante el riesgo de un aumento en políticas que obstaculizan el comercio y los flujos de inversión productiva (Gráfica 7c). Esta tendencia acentuaría el debilitamiento de la actividad económica, dado el impacto negativo que tendría sobre las cadenas globales de producción, la inversión y la productividad de los factores. Otro elemento que ha influido en el bajo crecimiento global ha sido los bajos niveles de inversión, en un contexto de elevadas tasas de ahorro en un número importante de economías avanzadas. De esta manera, las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen deprimidas, lo que a su vez ha contribuido a menores precios del petróleo. Adicionalmente, persisten otros factores que podrían tener repercusiones negativas sobre las condiciones de financiamiento y el crecimiento, entre los que destacan los asociados a riesgos geopolíticos, las posibles consecuencias del proceso electoral en Estados Unidos, la previsible normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, así como un aumento en la vulnerabilidad del sistema bancario europeo.

El anuncio del resultado del referéndum en el Reino Unido generó en un principio un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, ante el temor de que se exacerbaban algunas de las vulnerabilidades existentes en la economía mundial. No obstante, la estabilidad de los mercados financieros se restableció ante la respuesta del Banco de Inglaterra y de otros bancos centrales proveyendo una mayor liquidez, la percepción de que el impacto de la salida del Reino Unido de la Unión Europea se acotará principalmente a ese país, y la expectativa de un proceso de normalización gradual de la política monetaria en Estados Unidos y de políticas monetarias más acomodaticias en otras economías avanzadas.

Gráfica 7

Actividad Económica Mundial



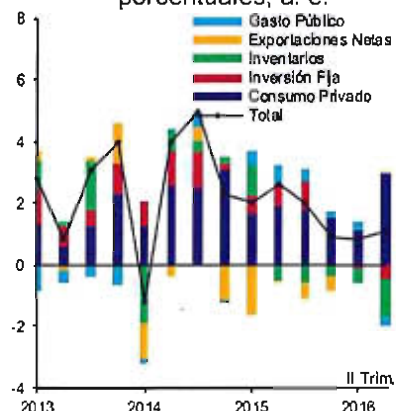
3.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, el PIB creció por debajo de lo esperado durante el segundo trimestre, al presentar una tasa trimestral anualizada de 1.1 por ciento, comparada con un crecimiento promedio de 0.9 por ciento en los dos trimestres previos. El lento crecimiento de la actividad se explica por la caída de la inversión fija privada, el ajuste significativo a la baja en la acumulación de inventarios y la contracción del gasto público. En contraste, el consumo privado tuvo un fuerte repunte, apoyado por la fortaleza en sus principales determinantes, mientras que las exportaciones netas registraron cierta mejoría, si bien de manera incipiente, después de varios trimestres en que venían reduciéndose (Gráfica 8a).

La producción industrial de Estados Unidos siguió contrayéndose durante el segundo trimestre, como resultado de la debilidad de los sectores minero y manufacturero. En particular, la actividad industrial se redujo a una tasa trimestral anualizada de 0.8 por ciento, después de la caída de 1.7 por ciento observada en el trimestre previo (Gráfica 8b). Los persistentes efectos de los bajos precios del petróleo afectaron a la actividad minera, la cual presentó una caída de 14.9 por ciento a tasa trimestral anualizada. Además, la apreciación del dólar, los elevados inventarios y la baja demanda externa restringieron la producción manufacturera, la cual registró una disminución trimestral anualizada de 1.0 por ciento. Esto último a pesar del fuerte crecimiento observado en algunos sectores, como el de alta tecnología y el de vehículos y partes (Gráfica 8c). En contraste, la generación de electricidad y gas se expandió 13.9 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, luego de la caída de 2.1 por ciento en el primero, al registrarse un clima más cálido de lo normal. Cabe destacar, sin embargo, que la producción industrial aumentó en julio, reflejando una mejoría en la actividad manufacturera y minera, y una continua expansión en la generación de electricidad y gas.

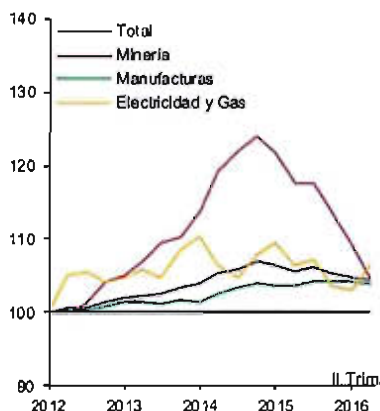
**Gráfica 8**  
**Actividad Económica en Estados Unidos**

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



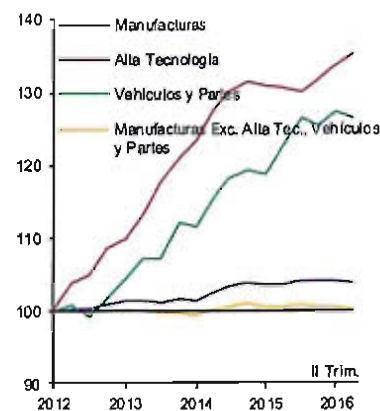
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BEA.

b) Producción Industrial y sus Componentes  
Índice 1T-2012=100, a. e.



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

c) Producción Manufacturera y sus Componentes  
Índice 1T-2012=100, a. e.



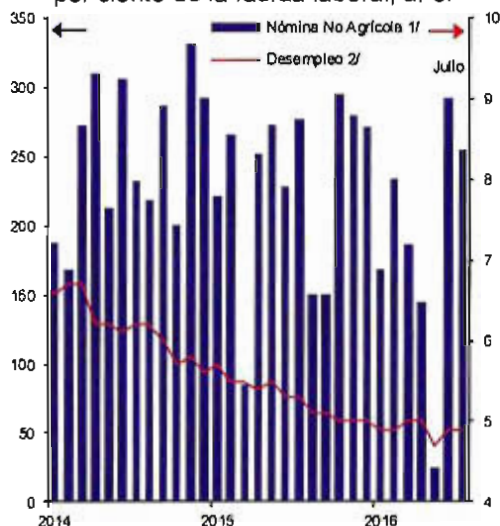
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Reserva Federal.

Por otro lado, se han atenuado algunas de las preocupaciones que existían sobre la evolución del mercado laboral. En particular, en junio y julio se observó un aumento promedio mensual en la nómina no agrícola de 274 mil plazas, después de las 24 mil plazas creadas en mayo (Gráfica 9a). La expansión del empleo continuó siendo explicada por los servicios, en tanto que la creación de plazas en las manufacturas, la construcción y la minería siguió muy débil (Gráfica 9b). Si bien el ritmo de crecimiento de la nómina no agrícola se ha moderado en lo que va del año, este ha sido suficiente para que la tasa de desempleo se ubique en 4.9 por ciento, nivel cercano al que la Reserva Federal considera como de equilibrio de largo plazo. Esto a pesar del aumento observado en el mismo periodo en la tasa de participación laboral. Otros indicadores, como la razón de empleo a población en edad laboral y la tasa de apertura de vacantes, también apuntan a una evolución favorable del mercado laboral. En este contexto, se siguió presentando una gradual recuperación de las remuneraciones laborales en la economía.

Gráfica 9

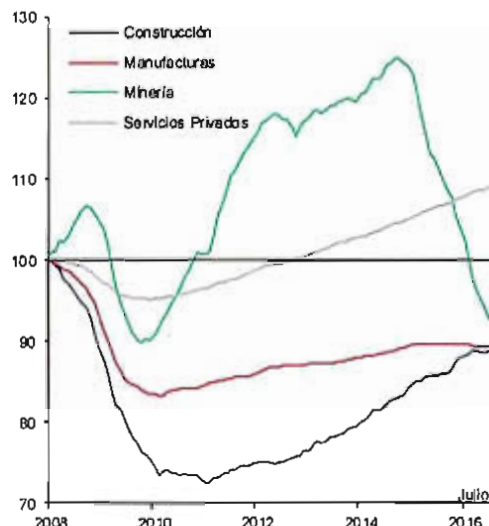
Mercado Laboral en Estados Unidos

a) Nómina no Agrícola y Tasa de Desempleo  
Variación mensual en miles de empleos y en por ciento de la fuerza laboral, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ En miles de empleos.  
2/ En por ciento de la fuerza laboral.  
Fuente: BLS.

b) Componentes de la Nómina Privada  
Índice diciembre 2007=100, a. e.



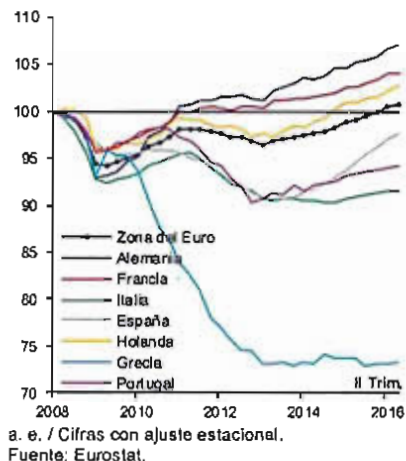
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BLS.

En la zona del euro, la economía se expandió 1.1 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el segundo trimestre, comparado con 2.2 por ciento en el primero, y sus perspectivas de crecimiento se deterioraron como consecuencia de las posibles repercusiones sobre la Unión Europea de la salida del Reino Unido, así como de otros riesgos de carácter geopolítico (Gráfica 10a). No obstante lo anterior, hasta el momento los efectos sobre la zona del euro de dicha decisión han sido moderados. En específico, las condiciones crediticias se mantienen relajadas y los indicadores de confianza de los consumidores y los negocios son todavía consistentes con un crecimiento modesto en la zona (Gráfica 10b).<sup>2</sup> Sin embargo, existe la preocupación de que ante este suceso se agraven las vulnerabilidades prevalecientes en el sistema bancario de algunos países de dicha región. En particular, algunos bancos enfrentan una baja rentabilidad, un nivel elevado de morosidad en sus carteras y un capital insuficiente, lo que puede repercutir negativamente en el otorgamiento de crédito al sector privado (Gráfica 10c).

<sup>2</sup> El anuncio y posterior implementación de las operaciones de refinanciamiento de largo plazo (TLTRO II) y de la compra de activos del sector corporativo no bancario contribuyeron a que los términos y condiciones de préstamos continuaran relajándose y a que los márgenes corporativos disminuyeran.

**Gráfica 10**  
**Actividad Económica en la Zona del Euro**

a) Producto Interno Bruto  
Índice 1T-2008=100, a. e.



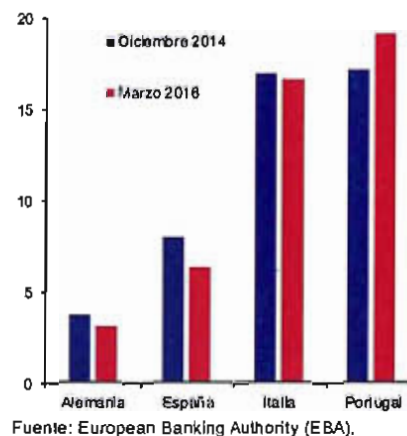
b) Confianza del Consumidor e  
Índice de Gerentes de Compras  
(PMI)

Cifras estandarizadas respecto al  
periodo 2000 - 2007, a. e.



c) Préstamos Bancarios en Cartera  
Vencida

En por ciento de los préstamos  
bancarios



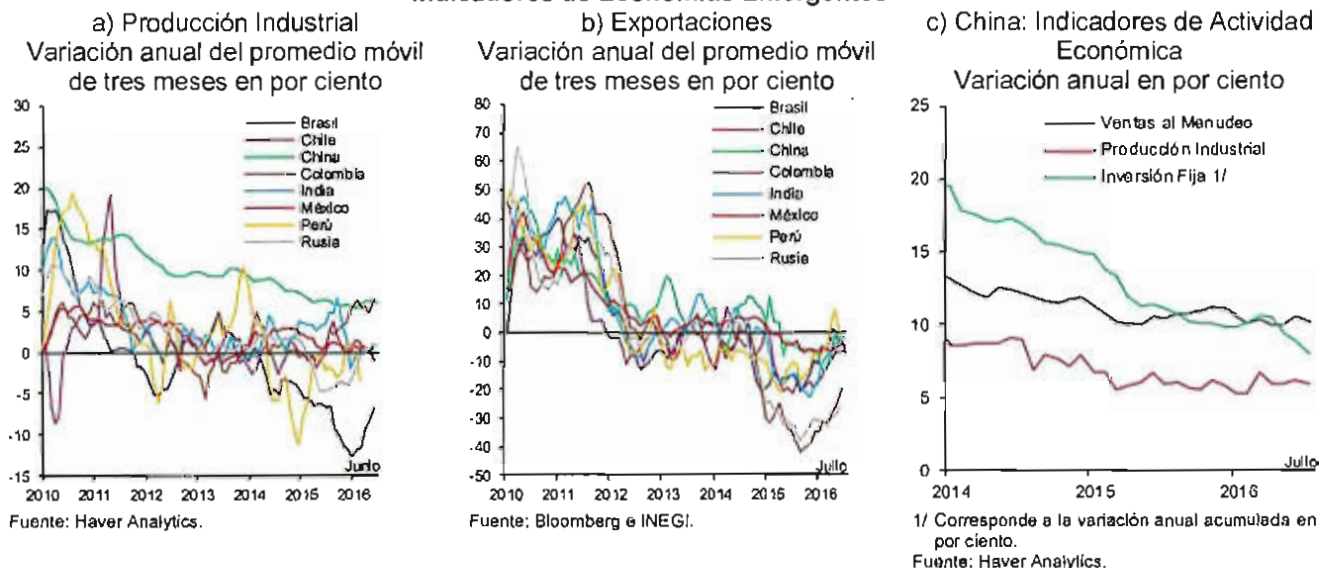
En el Reino Unido, el PIB se expandió a una tasa trimestral anualizada de 2.4 por ciento durante el segundo trimestre, por encima del 1.8 por ciento observado en el primer trimestre. No obstante, después de la decisión de abandonar la Unión Europea, las expectativas de crecimiento se revisaron de manera importante a la baja. En efecto, el fuerte deterioro en los índices de confianza, tanto de los hogares, como en los sectores de servicios, manufacturas y construcción, y el ajuste a la baja en los planes de inversión, se espera se vean reflejados en una fuerte moderación del consumo e inversión, si bien la depreciación de la libra esterlina podría apoyar las exportaciones y, de ese modo, contrarrestar parcialmente el efecto de lo anterior sobre los niveles de actividad.

Durante el segundo trimestre, el desempeño de la economía de Japón fue más débil de lo esperado, con un crecimiento trimestral anualizado de 0.2 por ciento, cifra inferior al 2.0 por ciento del trimestre previo. Ello obedeció a la debilidad del sector externo y al menor crecimiento del consumo, esto último reflejando en parte el reducido aumento de los salarios. La inversión no residencial siguió contrayéndose durante el trimestre, si bien la residencial registró un repunte. En respuesta a la incertidumbre sobre la recuperación de la economía y del comercio mundial, así como por la apreciación del yen, las autoridades de ese país retrasaron el incremento programado en el impuesto al consumo, de abril de 2017 a octubre de 2019, y anunciaron nuevas medidas de estímulo monetario, así como un paquete de estímulos fiscales equivalente al 5.6 por ciento del PIB.

En los países emergentes, la actividad económica se mantuvo en niveles relativamente reducidos durante el periodo que cubre este Informe, si bien se presentaron señales de una mejoría en algunas economías con importancia sistémica. Por un lado, en Brasil y Rusia la contracción del PIB ha sido menor a la esperada, en tanto que el ritmo de caída en otros indicadores se ha moderado, tales como la producción industrial y las exportaciones de bienes (Gráfica 11a y Gráfica 11b). Por otro, en China el crecimiento del PIB se mantuvo en 6.7 por ciento

a tasa anual, apoyado por un mayor estímulo fiscal y una expansión del crédito. Sin embargo, algunos indicadores oportunos apuntan a cierta debilidad al inicio del tercer trimestre. Además, se ha registrado un aumento en los riesgos a la estabilidad financiera en ese país, debido al elevado endeudamiento de las empresas. Más aun, en virtud de la excesiva capacidad ociosa en algunas industrias, el apoyo público para estimular la inversión en infraestructura no ha sido suficiente para detener la pérdida de impulso que ha presentado la inversión fija (Gráfica 11c). Finalmente, dado el entorno de bajo crecimiento y de mayor incertidumbre, las economías emergentes se encuentran especialmente vulnerables a cambios repentinos en las condiciones financieras internacionales.

**Gráfica 11**  
**Indicadores de Economías Emergentes**

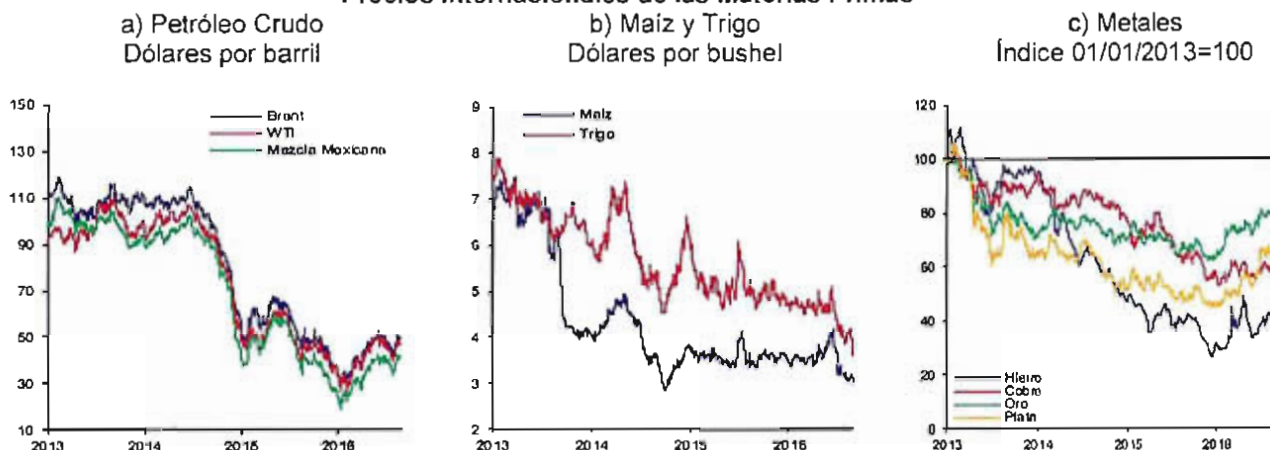


### 3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas modificaron su tendencia durante el segundo trimestre del año. En particular, los precios del petróleo se incrementaron durante gran parte del periodo que cubre este Informe, ante disminuciones en la producción de países como Estados Unidos, Canadá y Nigeria, y una recuperación moderada de la demanda. No obstante, hacia el final del trimestre esta tendencia se revirtió como resultado del restablecimiento de la producción y un deterioro en las perspectivas de crecimiento mundial. Esto, en conjunto con la creciente percepción de que los inventarios de petróleo y sus derivados todavía se encuentran en niveles elevados, propiciaron que los precios disminuyeran nuevamente (Gráfica 12a). Asimismo, los precios de los granos mostraron una evolución similar a la de los precios de la energía (Gráfica 12b). Por otra parte, si bien los precios de los metales se mantuvieron en niveles bajos, estos registraron cierta recuperación, debido en parte a recortes en la producción y a un aumento en la demanda proveniente de China (Gráfica 12c).



Gráfica 12  
Precios Internacionales de las Materias Primas <sup>1/</sup>



1/ Mercado Spot.  
Fuente: Bloomberg.

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

La inflación en la mayoría de las economías avanzadas permaneció por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales durante el trimestre que se reporta. Más aun, las menores perspectivas de crecimiento apuntan a que la inflación y sus expectativas pudieran mantenerse bajas por un periodo más prolongado (Gráfica 13a y Gráfica 13b). En este sentido, continúan las preocupaciones de deflación en Japón y la zona del euro.

En Estados Unidos, la inflación medida por el deflactor del consumo registró cierta estabilización en niveles aún bajos durante el segundo trimestre. La inflación del índice general fue cercana al 1.0 por ciento durante el trimestre y de 0.8 por ciento en julio, reflejando los efectos de la caída en los precios de la energía y de las importaciones no energéticas. Por su parte, la inflación del deflactor subyacente se ha mantenido en 1.6 por ciento durante la mayor parte del año, al verse contrarrestada la mayor inflación en los servicios por la caída en los precios de los bienes. La evolución de la inflación de los precios al consumidor ha sido similar a la del deflactor del consumo, con una cifra de 0.8 por ciento en julio. Sin embargo, la inflación subyacente fue 2.2 por ciento en el mismo mes.

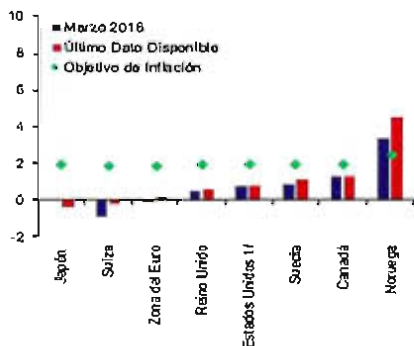
La inflación general en la zona del euro continuó fluctuando en niveles cercanos a cero por ciento en el periodo que cubre este Informe, reflejando todavía la significativa contribución negativa del componente de energía. Por su parte, la inflación subyacente permaneció en niveles inferiores al 1.0 por ciento (0.9 por ciento en julio), ya que el ligero aumento de la inflación de servicios ha sido contrarrestado con un estancamiento en la inflación de bienes. Cabe destacar que, ante la decisión del Reino Unido de abandonar la Unión Europea, el nivel de incertidumbre sobre la inflación y sus expectativas se ha incrementado. Por su parte, en el Reino Unido la inflación registró un ligero aumento a 0.6 por ciento en julio y se espera un rápido repunte, principalmente como consecuencia de la depreciación de la libra esterlina que se observó después de los resultados del referéndum. De esta forma, el Banco de Inglaterra prevé que la inflación aumente de una cifra revisada al alza de 1.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2016 a 2.4 por ciento al cierre de 2018, ubicándose así por encima de su meta de inflación del 2 por ciento.

En Japón, la inflación se tornó más negativa, con una lectura de -0.4 por ciento en julio. Asimismo, la inflación que excluye alimentos, bebidas alcohólicas y energía redujo su ritmo de expansión, para ubicarse en 0.3 por ciento en el mismo mes, y se prevén presiones a la baja adicionales provenientes de la apreciación del yen en lo que va del año. En cuanto a las expectativas de inflación implícitas en instrumentos de mercado, estas siguieron en niveles muy bajos y sin señales contundentes de un repunte.

En lo que respecta a las economías emergentes, en general el panorama inflacionario ha mejorado en el periodo que cubre este Informe. En efecto, en algunas economías de América Latina, como Brasil, Chile y Perú, las presiones inflacionarias han comenzado a reducirse, si bien en Colombia siguieron aumentando. Por su parte, en algunos países de Asia y Europa emergentes como Corea, Tailandia, Polonia y Hungría, la inflación permanece baja (Gráfica 13c).

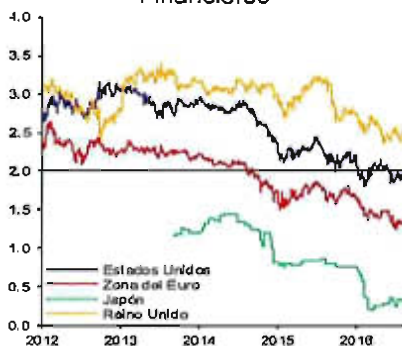
**Gráfica 13**  
**Inflación General Anual y Expectativas de Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes**  
 En por ciento

a) Economías Avanzadas: Inflación General



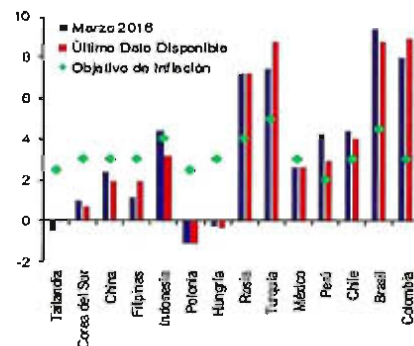
1/ Se refiere al deflactor del gasto al consumo. Cifras con ajuste estacional.  
 Fuente: Haver Analytics.

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: JP Morgan.

c) Economías Emergentes: Inflación General



Fuente: Haver Analytics.

### 3.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este contexto de menores perspectivas de crecimiento y de baja inflación, se espera que la política monetaria de las principales economías avanzadas se mantenga muy acomodaticia por un periodo prolongado. En particular, se prevé una normalización gradual de la política monetaria en Estados Unidos, y que algunos bancos centrales de otros países avanzados adopten una postura monetaria aún más expansiva. En Reino Unido, dicha postura respondería a la expectativa de una caída en la demanda interna, mientras que en la zona del euro y Japón al deterioro en sus perspectivas de inflación.

En su reunión de julio, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo de la tasa de fondos federales de 0.25 a 0.5 por ciento. No obstante, esta Institución se mostró más optimista que en la reunión de junio con respecto a las condiciones del mercado laboral, las expectativas de inflación y los riesgos de corto plazo para

las perspectivas económicas. Por otro lado, varios miembros del Comité de Mercado Abierto han externado su preocupación sobre la posibilidad de que la tasa de interés neutral se encuentre por debajo de lo estimado, debido en parte a factores estructurales tales como el menor ritmo de crecimiento de la fuerza laboral y de la productividad. En consecuencia, se continúa previendo un ajuste gradual al alza en la tasa de fondos federales para este año y el próximo.

Durante el periodo que cubre este Informe, el Banco Central Europeo (BCE) mantuvo sin cambio sus tasas de política monetaria y reafirmó su orientación sobre posibles modificaciones a estas ("*forward guidance*"), enfatizando que espera que las tasas de interés permanezcan en los niveles actuales o más bajos por un periodo prolongado. En su reunión de julio, luego de darse a conocer los resultados del referéndum en el Reino Unido, el BCE destacó la importancia de las acciones tomadas recientemente para contener el aumento en la volatilidad y en la incertidumbre. Adicionalmente, señaló que en los próximos meses hará una evaluación de su política monetaria para determinar si se requieren cambios, en virtud de la nueva información disponible.

En su reunión de agosto, el Banco de Inglaterra adoptó un paquete de nuevos estímulos monetarios que consiste en un recorte de 25 puntos base en su tasa de referencia para ubicarla en 0.25 por ciento, la expansión de su programa de compras de activos gubernamentales en 60 mil millones de libras esterlinas, la introducción de un programa de compras de bonos corporativos por 10 mil millones de libras esterlinas, y el establecimiento de un nuevo programa de financiamiento para los bancos. Al mismo tiempo, señaló que existe margen para adoptar medidas de estímulo adicionales y que la mayoría de los miembros espera un recorte adicional en la tasa de referencia a un nivel cercano a cero en lo que resta del año. El Banco de Inglaterra considera que ante la debilidad que se anticipa en la demanda, es apropiado proporcionar un mayor estímulo monetario, a pesar de un aumento temporal de la inflación por arriba de su meta de 2 por ciento.

El Banco de Japón anunció en su reunión de julio la expansión de su programa de compra de fondos negociados en bolsa y de su facilidad especial de financiamiento en dólares, al tiempo que mantuvo sin cambio el ritmo de crecimiento de la base monetaria, de las compras de bonos de gobierno y de otros instrumentos, así como la tasa de interés de depósitos en -0.1 por ciento. Además, esta Institución indicó que llevará a cabo una evaluación integral de su postura monetaria en la próxima reunión a finales de septiembre, resaltando la creciente incertidumbre en el entorno externo y en la evolución de la inflación, así como su intención de alcanzar la meta de 2 por ciento lo antes posible. Asimismo, destacó las sinergias que para la economía traerán el nuevo paquete fiscal y las medidas de estímulo monetario anunciadas. Las minutas de esta reunión revelaron que la mayoría de los miembros del Comité de Política Monetaria expresaron gran incertidumbre en torno al logro del objetivo de inflación en el año fiscal 2017. Cabe destacar que las medidas anunciadas en ese momento no cumplieron con las expectativas del mercado, por lo que no lograron revertir la apreciación que ha presentado el yen.

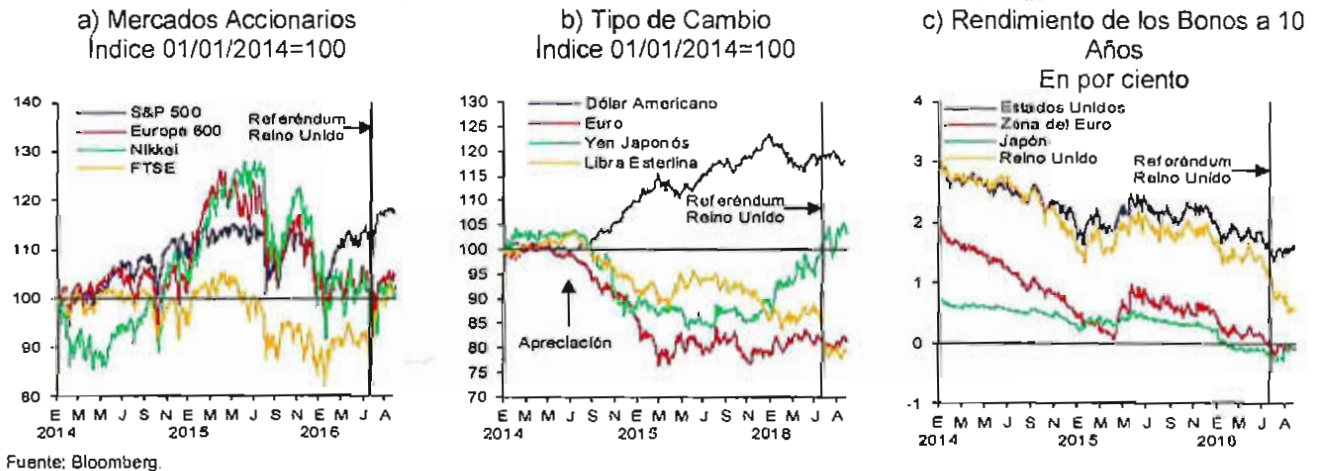
En lo que respecta a los bancos centrales de las economías emergentes, en algunos países de Asia y Europa la política monetaria se tornó más acomodaticia, respondiendo a los bajos niveles de inflación y de actividad económica. En América Latina, mientras que algunos bancos centrales no modificaron su tasa de interés de referencia, otros la aumentaron en un esfuerzo por prevenir un incremento en la inflación y en sus expectativas.

Después de registrar una relativa estabilidad a lo largo del trimestre, los mercados financieros internacionales registraron un significativo aumento en la volatilidad a finales de junio, como consecuencia de la decisión del Reino Unido de salir de la Unión Europea. La reacción inicial a este evento fue considerable, con fuertes movimientos en los flujos de capital, en los tipos de cambio y caídas significativas en los mercados accionarios, particularmente en los precios de las acciones de los bancos de la periferia de la zona del euro (Gráfica 14a y Gráfica 15a). La búsqueda de activos seguros generó una fuerte depreciación de la libra esterlina y de las monedas de las economías emergentes, así como una apreciación del dólar y del yen (Gráfica 14b y Gráfica 15b). Al mismo tiempo, se acentuó la caída en las tasas de interés de largo plazo de bonos soberanos en economías avanzadas (Gráfica 14c).

Como ya se señaló, la estabilidad en los mercados financieros se restableció rápidamente. En consecuencia, los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en economías emergentes han continuado con su tendencia a la baja, en tanto que los flujos de capital a las economías emergentes se han fortalecido ante la expectativa de tasas de interés bajas en las economías avanzadas por un periodo más prolongado (Gráfica 15c y Gráfica 15d). Además, cabe destacar que las tasas de largo plazo en Estados Unidos, la zona del euro, Japón y Reino Unido se situaron en niveles inferiores a los observados al inicio del trimestre y antes del referéndum. Esto ha contribuido a un mayor relajamiento de las condiciones financieras en esas economías.

No obstante lo anterior, no se pueden descartar nuevos incrementos en la volatilidad de los mercados financieros internacionales en el futuro que tengan repercusiones negativas sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y sobre los precios de diversos activos financieros. Entre las posibles causas de nuevos incrementos en la volatilidad, destacan un agravamiento de los riesgos geopolíticos, una negociación compleja y prolongada de las nuevas relaciones económicas y comerciales entre el Reino Unido y la Unión Europea, la previsible normalización de la política monetaria de la Reserva Federal, y un aumento en los problemas económicos y financieros en China o en otras economías emergentes.

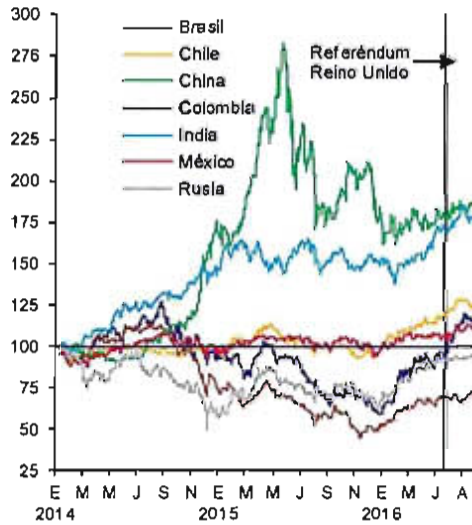
**Gráfica 14**  
Indicadores Financieros en Economías Avanzadas Seleccionadas



Gráfica 15

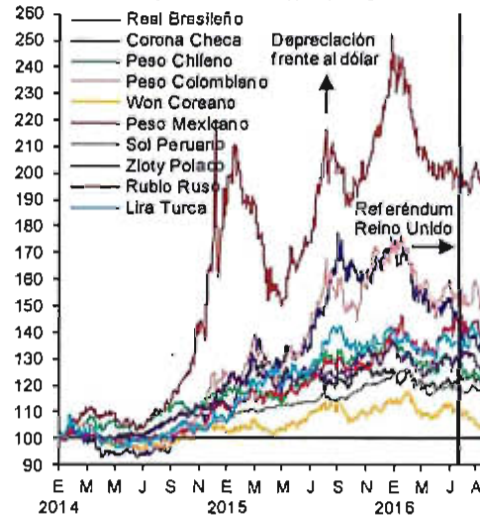
Indicadores Financieros de Economías Emergentes

a) Mercados Accionarios  
Índice 01/01/2014=100

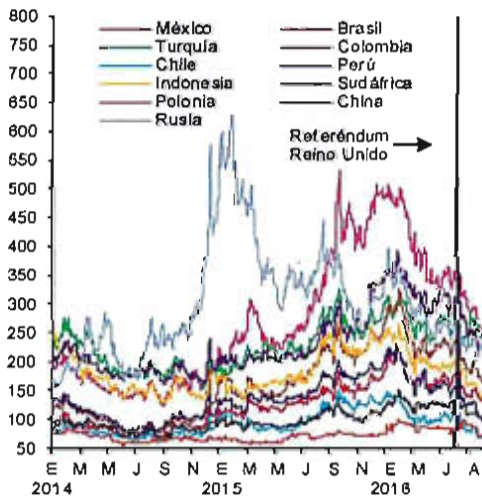


Fuente: Bloomberg.

b) Tipo de Cambio  
Índice 01/01/2014=100

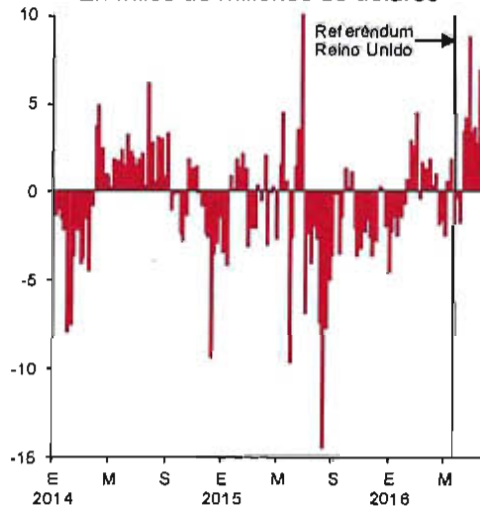


c) Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano (CDS) En puntos base



Fuente: Bloomberg.

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



<sup>1/</sup> 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 segundo trimestre de 2016, el PIB de México mostró una contracción, después del crecimiento reportado en el trimestre anterior. Este comportamiento reflejó la debilidad de la demanda externa y de la inversión, mientras que el consumo exhibió una desaceleración respecto al dinamismo que había venido presentando en los trimestres anteriores.

En efecto, en un entorno de debilidad del comercio mundial, de estancamiento de la producción manufacturera estadounidense y de reducidas tasas de crecimiento global, en el trimestre que se reporta las exportaciones manufactureras continuaron presentando un desempeño pobre, tanto en lo que corresponde a las dirigidas a Estados Unidos, como en las canalizadas al resto del mundo, si bien se observó cierta recuperación hacia el final del trimestre, la cual se hizo más notoria en julio (Gráfica 16a).

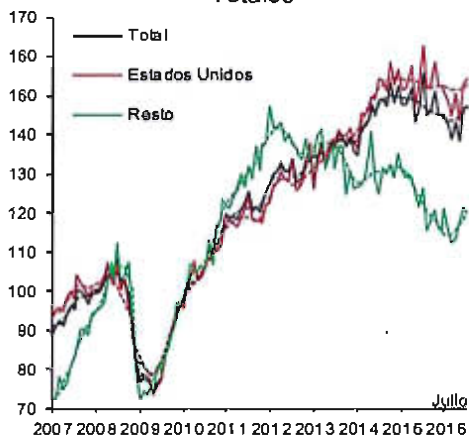
En particular, existe evidencia de que durante el segundo trimestre las exportaciones no automotrices dirigidas a Estados Unidos siguieron siendo afectadas por la atonía del sector exportador de ese país lo cual, a su vez, podría asociarse tanto a la apreciación que ha registrado el dólar desde mediados de 2014, como al bajo crecimiento de la economía global, lo que ha afectado la demanda externa que enfrenta dicho país (ver Gráfica 16b y Recuadro 2). Asimismo, las exportaciones automotrices dirigidas a Estados Unidos también exhibieron una trayectoria decreciente en el periodo, en parte como resultado de los cierres temporales de algunas plantas armadoras y de la desaceleración en las ventas de vehículos ligeros en el mercado estadounidense (Gráfica 16c). No obstante, con la información a julio se observó cierta mejoría en las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, lo cual podría asociarse a una gradual reversión de algunos de los factores que habían venido afectándolas.

Por su parte, las exportaciones manufactureras destinadas al resto del mundo presentaron un aumento, después de cinco trimestres consecutivos con disminuciones (Gráfica 16a). Esta incipiente mejoría se observó tanto en las exportaciones automotrices, como en las no automotrices, si bien ambas aún permanecen en niveles bajos.

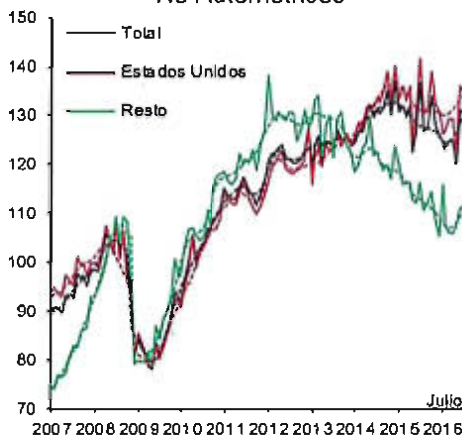
En cuanto a las exportaciones petroleras, en el periodo abril - julio del año en curso estas registraron cierta recuperación, si bien permanecen en niveles notablemente bajos. La mejoría se derivó de un incremento en el precio promedio de la mezcla mexicana de exportación con respecto al precio promedio del primer trimestre, toda vez que la plataforma de exportación de crudo se mantuvo estancada (Gráfica 16d).

**Gráfica 16**  
**Exportaciones de México**  
Índice 2008=100, a. e.

a) Exportaciones Manufactureras Totales



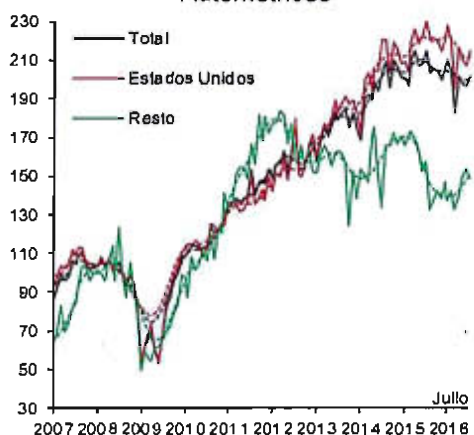
b) Exportaciones Manufactureras No Automotrices



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

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

c) Exportaciones Manufactureras Automotrices



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

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

d) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

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

Fuente: 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.

## Recuadro 2

### Importancia del Desempeño del Sector Exportador Estadounidense como Determinante de las Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a Estados Unidos

#### 1. Introducción

El bajo crecimiento mundial parecería estar teniendo un efecto adverso sobre las exportaciones mexicanas no sólo de manera directa, a través de una menor demanda por parte tanto de Estados Unidos como del resto de los países, sino también de manera indirecta, al reducir la demanda estadounidense por importaciones de insumos mexicanos que son utilizados para que dicho país, a su vez, exporte al resto del mundo. En Informes anteriores se ha argumentado que la debilidad de la demanda externa de Estados Unidos parecería estar teniendo un efecto negativo sobre la evolución de las exportaciones de México dirigidas a ese país. En particular, en el Recuadro 1 del Informe correspondiente a Octubre - Diciembre de 2015, se arguyó que la menor demanda proveniente del exterior que ha venido enfrentando el sector exportador estadounidense se ha traducido en una caída en la demanda por insumos intermedios importados por parte de ese país, lo cual ha conducido a que las exportaciones de México a Estados Unidos de este tipo de bienes también haya presentado un comportamiento desfavorable.

En este contexto, en el presente Recuadro se presenta evidencia econométrica de que, para explicar el desempeño adverso que han exhibido las exportaciones manufactureras no automotrices de México dirigidas a Estados Unidos desde principios de 2015, es necesario considerar explícitamente la evolución de las exportaciones no automotrices de Estados Unidos y no únicamente la producción manufacturera de ese país y el tipo de cambio real de México frente a Estados Unidos. Tradicionalmente, estas últimas dos variables hubieran sido suficientes para modelar adecuadamente las exportaciones de México a Estados Unidos, dado que la dinámica de las exportaciones no automotrices de Estados Unidos no difería de manera importante respecto a la de la producción manufacturera de ese país. Por el contrario, en los últimos 2 años se ha observado cierta desvinculación entre esas dos variables (Gráfica 1), lo cual podría deberse a que, mientras que la demanda interna de Estados Unidos ha mantenido un relativamente favorable ritmo de expansión, su demanda externa se ha visto afectada tanto por un bajo crecimiento mundial, como por la fuerte apreciación que ha registrado el dólar desde mediados de 2014.

El análisis presentado sugiere que la estrecha relación que existe entre la producción manufacturera de México y el sector exportador de Estados Unidos mediante

esquemas de producción compartida está acentuando la transmisión de la atonía del resto del mundo hacia las exportaciones mexicanas, lo que pudiera tener efectos adversos sobre el crecimiento económico de México en el mediano plazo. En este mismo sentido, es posible que el tipo de cambio real de México frente a Estados Unidos esté tendiendo que ajustarse de manera más importante de lo que el canal directo de la debilidad de la demanda de Estados Unidos sugeriría, toda vez que es necesario también que se ajuste a una menor demanda proveniente del resto del mundo, tanto directa como indirectamente.

**Gráfica 1**  
EUA: Tipo de Cambio Real Multilateral, Producción Manufacturera y Exportaciones No Automotrices  
Variaciones porcentuales anuales



1/ Una disminución implica una apreciación.

2/ Cifras con ajuste estacional.

3/ Cifras en términos reales.

Fuente: Banco de México con información de la Reserva Federal, Oficina del Censo de E.U.A. y BLS.

#### 2. Modelo Tradicional para Explicar el Comportamiento de las Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a Estados Unidos

Para explicar el comportamiento de las exportaciones manufactureras no automotrices de México a Estados Unidos, tradicionalmente se habría utilizado un modelo econométrico relativamente parsimonioso que incluyera como variables independientes la producción manufacturera de Estados Unidos y el tipo de cambio real entre México y Estados Unidos. La inclusión de estas dos variables tendía a ser suficiente para obtener un modelo adecuado, toda vez que la primera lograba capturar el efecto ingreso (el dinamismo de la demanda proveniente de Estados Unidos) y la segunda el efecto precio (la "competitividad" relativa de las exportaciones mexicanas



a Estados Unidos).<sup>1</sup> No obstante, este modelo ha perdido capacidad predictiva. En efecto, considerando información desde principios de 2015, no se lograría explicar la caída en las mencionadas exportaciones utilizando como determinantes únicamente la producción manufacturera estadounidense, que ha permanecido estancada, y el tipo de cambio real bilateral, que se ha depreciado de manera importante (Gráfica 2).

**Gráfica 2**  
**Tipo de Cambio Real Bilateral de México con E.U.A., Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a E.U.A. y Producción Manufacturera de E.U.A.**  
 Variaciones porcentuales anuales



1/ Un aumento implica una depreciación.  
 2/ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Banco de México con información de la Reserva Federal, Oficina del Censo de E.U.A., BLS y SAT, SE, Banco de México, INEGI, Balanza Comercial de Mercancías de México, SNIEG, Información de Interés Nacional.

Para formalizar el argumento de que el modelo econométrico que incluye como variables independientes sólo a la producción manufacturera de Estados Unidos y el tipo de cambio real bilateral no es capaz de explicar apropiadamente el comportamiento más reciente de las exportaciones manufactureras no automotrices de México a Estados Unidos, se estimaron modelos de corrección de error y se identificaron las relaciones de largo plazo, las cuales toman la forma:

$$X_t = \alpha Y_t^{EUA} + \beta TCR_t + EC_t \quad (1)$$

Donde:

X = Exportaciones manufactureras no automotrices de México a EUA ajustadas por estacionalidad y deflactadas con los precios al consumidor de Estados Unidos.

$Y^{EUA}$  = Índice de volumen de producción manufacturera de Estados Unidos ajustado por estacionalidad.

TCR = Tipo de cambio real bilateral con precios al consumidor de Estados Unidos y México.

EC = Término de Corrección de Error.

<sup>1</sup> Dado que México y Estados Unidos han compartido cadenas de producción por varios años, particularmente desde la implementación del TLCAN, es natural considerar la producción manufacturera estadounidense como una variable fundamental para explicar la demanda externa de las exportaciones mexicanas a ese país.

Las elasticidades de largo plazo estimadas para una muestra que termina en el último trimestre de 2014 y para otra que finaliza en el segundo trimestre de 2016 se reportan en el Cuadro 1.<sup>2</sup> Se puede apreciar que tanto el coeficiente correspondiente a la producción manufacturera de Estados Unidos, como el del tipo de cambio real, se reducen en la muestra del periodo completo respecto a la que termina al final de 2014. Este resultado podría hacer pensar que recientemente tuvo lugar un cambio estructural que implicó que las exportaciones mexicanas redujeran su respuesta ante cambios en la producción manufacturera estadounidense y ante cambios en el tipo de cambio real. No obstante, a la luz de lo que se explica a continuación y en la siguiente sección, una mejor interpretación de la reducción en los coeficientes parecería ser que el modelo basado en dichas variables dejó de explicar con la precisión con que lo hacía anteriormente el comportamiento de estas exportaciones mexicanas debido a que omite una variable cuya evolución ha ganado relevancia y que difiere de la de las variables incluidas.

En efecto, la Gráfica 3 muestra la simulación dinámica de las exportaciones manufactureras no automotrices de México a Estados Unidos que resulta del modelo 1. Se puede observar que desde 1994 y hasta 2012, este modelo explica de manera satisfactoria la evolución de estas exportaciones. Sin embargo, a partir de entonces, estas dos variables parecerían tornarse insuficientes para explicar el comportamiento de dichas exportaciones. En particular, el modelo hubiese predicho una tendencia moderada ascendente, en lugar de un aumento más notorio seguido, a partir de 2015, por una contracción.

**Cuadro 1**  
**Elasticidades de Largo Plazo Estimadas con el Modelo 1**  
 Respecto a:

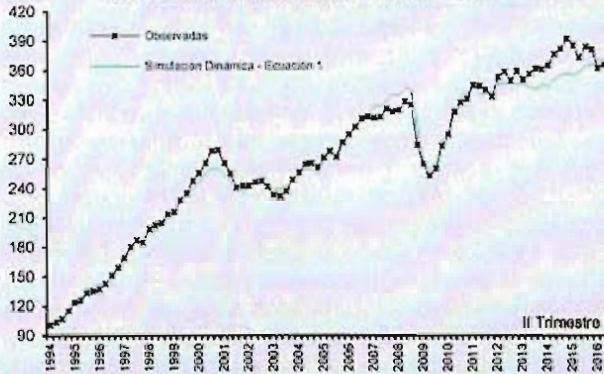
Final de Muestra*	$\gamma^{EUA}$	TCR
2014-IV	3.36 (0.39)	1.46 (0.55)
2016-II	2.92 (0.35)	0.78 (0.42)

\* El inicio de muestra es el mismo en todos los casos y es 1994-I.

Nota: Se muestra entre paréntesis el error estándar del coeficiente correspondiente.

<sup>2</sup> Los modelos se estimaron con cifras trimestrales desestacionalizadas en logaritmos para una muestra que inicia en el primer trimestre de 1994. La prueba de la traza de Johansen sugiere que la relación de cointegración entre las variables son significativas a niveles convencionales de significancia. Lo anterior, tanto para la estimación con la muestra corta, como para la que usa la muestra completa. Las ecuaciones que describen la dinámica de corto plazo satisfacen las pruebas tradicionales de especificación y diagnóstico a niveles convencionales de significancia e incluyen diversos rezagos de las variables explicativas.

**Gráfica 3**  
**Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a Estados Unidos**  
 Índices en términos reales 1993-IV = 100 <sup>1/</sup>



1/ Cifras ajustadas por estacionalidad y deflactadas con el índice de precios al consumidor de Estados Unidos.

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

### 3. Modelo Ampliado para Explicar el Comportamiento de las Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a Estados Unidos

El modelo presentado en la sección anterior se amplió para incorporar como variable explicativa del comportamiento de las exportaciones manufactureras no automotrices de México a Estados Unidos las exportaciones estadounidenses no automotrices. De este modo, la relación de largo plazo estimada es de la siguiente forma:<sup>3</sup>

$$X_t = \alpha Y_t^{EUA} + \beta X_t^{EUA} + \gamma TCR_t + EC_t \quad (2)$$

Onde:

X = Exportaciones manufactureras no automotrices de México a EUA ajustadas por estacionalidad y deflactadas con los precios al consumidor de Estados Unidos.

Y<sup>EUA</sup> = Índice de volumen de producción manufacturera de Estados Unidos ajustado por estacionalidad.

X<sup>EUA</sup> = Exportaciones no automotrices de EUA ajustadas por estacionalidad deflactadas con los precios al consumidor de Estados Unidos.

TCR = Tipo de cambio real bilateral con precios al consumidor de Estados Unidos y México.

EC = Término de Corrección de Error.

<sup>3</sup> Los modelos se estimaron con cifras trimestrales desestacionalizadas en logaritmos para una muestra que inicia en el primer trimestre de 1994. La prueba de la traza de Johansen sugiere que la relación de cointegración entre las variables son significativas a niveles convencionales de significancia. Lo anterior, tanto para la estimación con la muestra corta, como para la que usa la muestra completa. Las ecuaciones que describen la dinámica de corto plazo satisfacen las pruebas tradicionales de especificación y diagnóstico a niveles convencionales de significancia e incluyen diversos rezagos de las variables explicativas.

Como se puede apreciar en el Cuadro 2, al comparar las estimaciones para la muestra completa y para la muestra que termina al final de 2014, las elasticidades de largo plazo estimadas con el modelo ampliado son más estables que en el modelo de la sección anterior. Este resultado indica que, más que una desvinculación respecto a la producción manufacturera de Estados Unidos o una menor respuesta a cambios en el tipo de cambio real, las exportaciones manufactureras no automotrices de México a Estados Unidos están siendo afectadas por el comportamiento del sector exportador estadounidense, por lo que no considerarlo en el modelo econométrico de manera explícita genera un problema de variable omitida y, por ende, de inestabilidad en los parámetros.

La simulación dinámica basada en la ecuación ampliada se muestra en la Gráfica 4. Como se puede observar, agregar las exportaciones manufactureras no automotrices de Estados Unidos al conjunto de variables independientes mejora notablemente la capacidad del modelo para explicar la evolución reciente de las exportaciones mexicanas bajo análisis. Si bien la Gráfica 4 es muy ilustrativa, para formalizar el argumento se calculó el error cuadrático medio (ECM) de pronóstico de cada uno de los dos modelos para los últimos seis trimestres de la muestra. El cálculo del ECM revela que el modelo 2 tiene una mejor capacidad predictiva que el modelo 1.

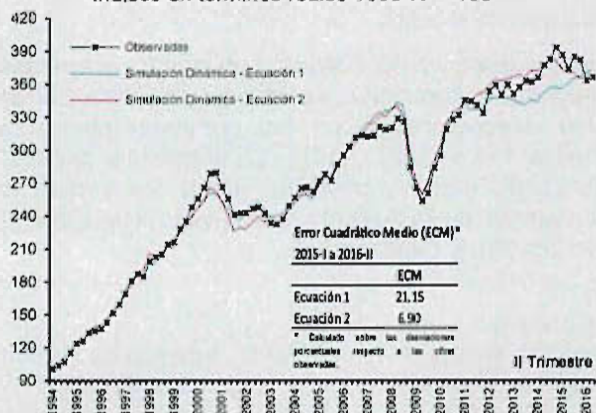
**Cuadro 2**  
**Elasticidades de Largo Plazo Estimadas con el Modelo 2**

Final de Muestra*	Respecto a:		
	Y <sup>EUA</sup>	X <sup>EUA</sup>	TCR
2014-IV	1.72 (0.32)	0.70 (0.13)	0.73 (0.36)
2016-II	1.62 (0.33)	0.72 (0.13)	0.54 (0.33)

\* El inicio de muestra es el mismo en todos los casos y es 1994-I.

Nota: Se muestra entre paréntesis el error estándar del coeficiente correspondiente.

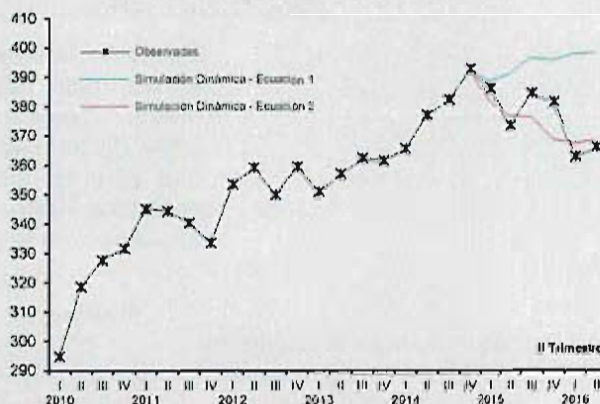
**Gráfica 4**  
Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a Estados Unidos  
Índices en términos reales 1993-IV = 100 <sup>1/</sup>



1/ Cifras ajustadas por estacionalidad y deflactadas con el índice de precios al consumidor de Estados Unidos.  
Fuente: Elaborado por Banco de México con base en BLS y en SAT, SE, Banco de México, INEGI, Balanza Comercial de Mercancías de México, SNIEG, Información de Interés Nacional.

Con el propósito de enfatizar que el comportamiento de la producción manufacturera de Estados Unidos y del tipo de cambio real no son suficientes para explicar el desempeño reciente de las exportaciones manufactureras no automotrices de México a Estados Unidos, y que para ello es necesario considerar explícitamente la demanda externa que enfrenta el vecino país del norte por este tipo de exportaciones, se realizó un ejercicio adicional. En particular, la Gráfica 5 presenta la simulación dinámica que resulta tanto del modelo 1, como del modelo 2, para el periodo que comprende del primer trimestre de 2015 al segundo trimestre de 2016. De acuerdo al modelo 1, durante el periodo de simulación, las exportaciones mexicanas analizadas deberían haber mostrado una tendencia positiva, lo cual contrasta con la trayectoria negativa observada. En cambio, el modelo 2, que incluye el desempeño de las exportaciones manufactureras no automotrices de Estados Unidos, captura adecuadamente la caída que ese mismo tipo de exportaciones han registrado en México desde principios de 2015.

**Gráfica 5**  
Exportaciones Manufactureras No Automotrices de México a Estados Unidos  
Índices en términos reales 1993-IV = 100 <sup>1/</sup>



1/ Cifras ajustadas por estacionalidad y deflactadas con el índice de precios al consumidor de Estados Unidos.  
Fuente: Elaborado por Banco de México con base en BLS y en SAT, SE, Banco de México, INEGI, Balanza Comercial de Mercancías de México, SNIEG, Información de Interés Nacional.

#### 4. Consideraciones Finales

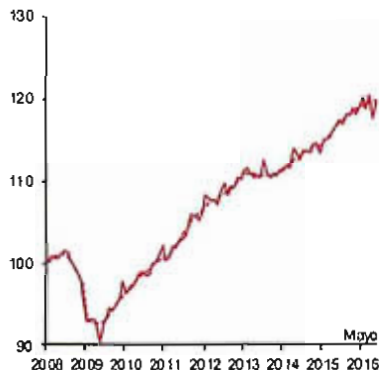
El análisis presentado en este Recuadro sugiere que la debilidad de la actividad económica en países distintos de Estados Unidos ha tenido efectos adversos sobre el sector exportador mexicano no sólo directamente, sino también de manera indirecta, a través de su efecto sobre las exportaciones estadounidenses y la compra de bienes intermedios por parte de dicho país. Otro canal que ha influido negativamente en las exportaciones de Estados Unidos y, con ello, en el desempeño de las exportaciones mexicanas a ese país, es la apreciación del dólar. En particular, por una parte, un bajo crecimiento en países distintos de Estados Unidos se ha traducido en menores exportaciones de México dirigidas a esas economías. Por otra parte, también ha implicado un menor dinamismo de nuestras exportaciones hacia Estados Unidos, dado el resultado presentado en este Recuadro de la importancia de la demanda externa de ese país como determinante del comportamiento de las exportaciones manufactureras no automotrices de México al vecino país del norte. De manera relacionada, es posible que el hecho de que la debilidad de la actividad económica global se transfiera tanto directa como indirectamente sobre las exportaciones mexicanas haya significado que el ajuste del tipo de cambio real de los últimos dos años para acomodar la menor demanda externa haya tenido que ser de mayor magnitud que si su impacto se hubiera acotado sólo al efecto directo proveniente de una menor demanda interna de Estados Unidos.

En relación al consumo privado, después del dinamismo que presentó durante 2015 y principios de 2016, diversos indicadores sugieren que este disminuyó su ritmo de crecimiento en el periodo que se reporta.

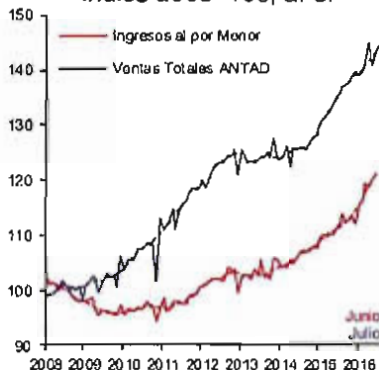
- i. En efecto, tanto el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior, como los ingresos por suministro de bienes y servicios al por menor, registraron una desaceleración en los primeros meses del segundo trimestre (Gráfica 17a y Gráfica 17b). Lo anterior, a pesar de que algunos indicadores de menor cobertura, como las ventas de vehículos ligeros y las ventas de la ANTAD, mantuvieron un ritmo de expansión elevado (Gráfica 17b y Gráfica 17c).

**Gráfica 17**  
**Indicadores de Consumo**  
b) Ingresos en Empresas Comerciales al por Menor y Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD  
Índice 2008=100, a. e.

a) Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior  
Índice 2008=100, a. e.

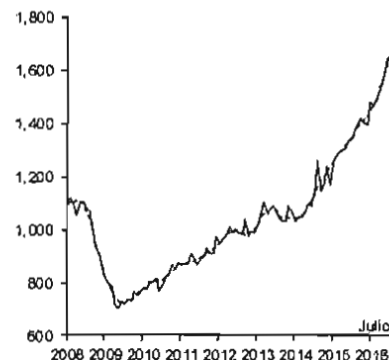


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: INEGI.



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: Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales, INEGI; y elaboración de Banco de México con Información de la ANTAD.

c) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo  
Miles de unidades anualizadas, a. e.

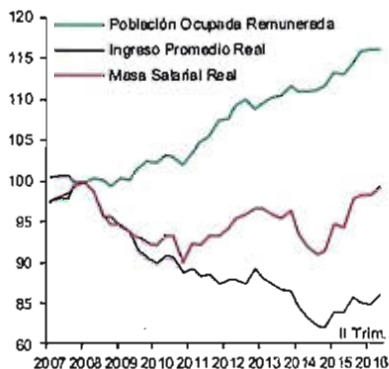


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la Asociación Mexicana de la Industria Automotriz (AMIA).

- ii. La desaceleración de los indicadores más amplios del consumo privado podría ser consecuencia, en parte, de la pérdida de dinamismo de la masa salarial total de la economía en lo que va de 2016 (ver Gráfica 18a y Sección 3.2.2). Asimismo, la confianza de los consumidores ha tendido a deteriorarse en este periodo. En particular, el índice de confianza del consumidor registró una disminución en el periodo que se reporta en este Informe, si bien esta se explica por un sentir más negativo sobre la situación económica del país, toda vez que la percepción de los consumidores sobre la posibilidad de compra de bienes duraderos mostró cierto incremento (Gráfica 18b). Por el contrario, los flujos de remesas continuaron registrando montos particularmente elevados en el segundo trimestre, de modo que inclusive su tendencia se ubica en niveles similares a los observados antes de la crisis financiera global de 2009 (Gráfica 18c). Por su parte, el crédito al consumo mantuvo tasas de expansión elevadas (ver Sección 3.2.3).

**Gráfica 18**  
**Determinantes del Consumo**

a) Masa Salarial Real Total  
Índice I-2008=100, a. e.



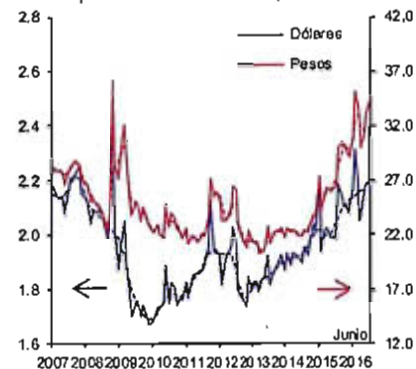
a. e. / Serie con ajuste estacional.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con Información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

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



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

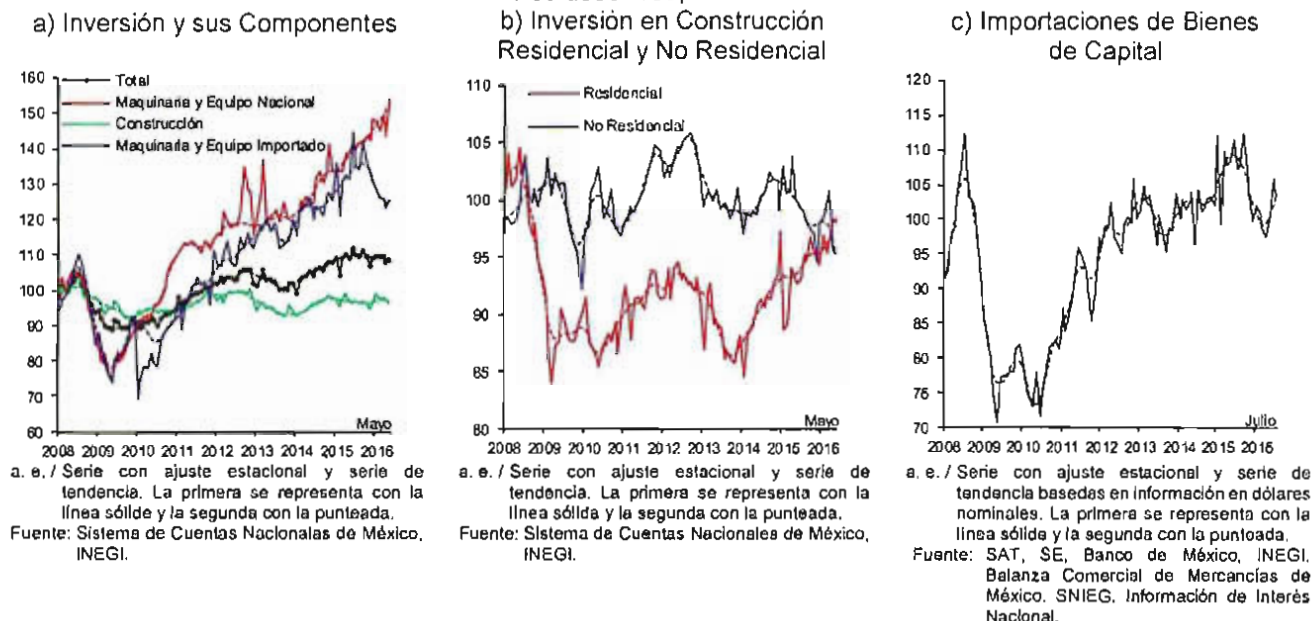
c) Remesas Familiares  
Miles de millones de dólares y de pesos constantes,<sup>1/</sup> a. e.



a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ A precios de la segunda quincena de diciembre de 2010.  
Fuente: Banco de México.

A inicios del segundo trimestre de 2016 la inversión fija bruta presentó cierta tendencia decreciente (Gráfica 19a). Este comportamiento fue reflejo del relativo estancamiento que siguió exhibiendo la inversión en construcción, junto con la evolución negativa que había venido mostrando la inversión en maquinaria y equipo. El estancamiento en la construcción ha sido consecuencia de que el crecimiento que se ha observado en el componente residencial se ha visto contrarrestado por una trayectoria negativa en el no residencial la cual ha sido, en parte, resultado de la caída en la perforación de pozos petroleros (Gráfica 19b). En cuanto a la inversión en maquinaria y equipo, aunque su componente nacional continuó expandiéndose, ha dominado en su comportamiento la disminución que ha presentado su componente importado, si bien, este último parecería estar exhibiendo un cambio de tendencia favorable a partir de mayo, lo cual se corrobora a partir de la información de junio y julio correspondiente a las importaciones de bienes de capital (Gráfica 19c).

**Gráfica 19**  
**Indicadores de Inversión**  
 Índice 2008=100, a. e.



En cuanto a la actividad económica por el lado de la producción, el deterioro de la actividad productiva en el segundo trimestre del año obedece a que, al estancamiento que han venido presentando las actividades secundarias desde mediados de 2014, se sumó el hecho de que los servicios prácticamente detuvieron su expansión en el trimestre que se reporta (Gráfica 20a). Esto en parte refleja la gradual transmisión que tuvo la debilidad externa sobre algunos servicios relativamente más asociados con la actividad manufacturera, si bien también contribuyó a ello el menor dinamismo del gasto interno y sus consecuencias sobre ciertas actividades más dirigidas a abastecer el mercado doméstico.

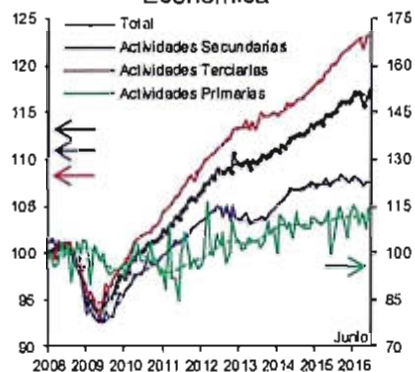
- i. Al interior de la actividad industrial, en el periodo abril - junio de 2016 la minería siguió mostrando una trayectoria decreciente, en un entorno en el cual la plataforma de producción petrolera continuó disminuyendo, al igual que los servicios relacionados con la minería (Gráfica 20b y Gráfica 20c). Asimismo, la producción manufacturera se contrajo, lo que reflejó la debilidad de la demanda externa y el menor ritmo de crecimiento del gasto interno. Adicionalmente, su componente de equipo de transporte también se vio afectado por los cierres temporales en algunas plantas automotrices, si bien hacia el final del trimestre que se reporta se observó una incipiente mejoría en este indicador, derivado del restablecimiento de las operaciones en dichas plantas (Gráfica 21a). En este sentido, es de destacarse que en julio la producción automotriz presentó una recuperación más notoria, como consecuencia tanto de la regularización de actividades en el sector, como del inicio de actividades en una planta de nueva creación (Gráfica 21b).
- ii. Por el contrario, el agregado de la producción de la industria de la construcción –que, a diferencia del reportado en la clasificación de la inversión en la demanda agregada, no incluye la perforación de pozos

petroleros, la cual ha venido cayendo— exhibió cierta mejoría respecto al estancamiento que se percibió en 2015. De manera similar, el sector de electricidad registró una recuperación, luego de la pérdida de dinamismo que se reportó a finales de 2015 y en los primeros meses de 2016 (Gráfica 20b).

- iii. En este contexto, la debilidad del sector manufacturero y, más recientemente, del gasto interno, se ha traducido en una desaceleración de la mayor parte de los servicios. En efecto, el sector comercio y los servicios de transporte, que tienen una alta correlación con la producción manufacturera, han reducido su ritmo de expansión conforme esta última ha venido perdiendo dinamismo (Gráfica 22a). Asimismo, la evolución de servicios más asociados a la demanda interna también se ha debilitado, de manera congruente con la desaceleración del consumo privado. Este es el caso de los servicios de alojamiento y preparación de alimentos; de los servicios financieros, inmobiliarios y de alquiler; y de los servicios de información en medios masivos, los cuales posiblemente también se vieron afectados por el desvanecimiento del impulso derivado del apagón analógico (Gráfica 22b).
- iv. En el segundo trimestre de 2016, las actividades primarias exhibieron una ligera reducción, derivada, en buena medida, de una menor superficie sembrada en el ciclo primavera - verano y de una disminución en la producción de algunos cultivos perennes.

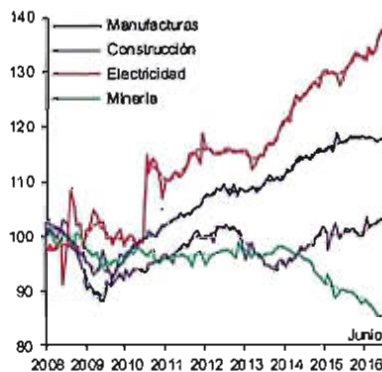
**Gráfica 20**  
Indicadores de Producción  
Índice 2008=100, a. e.

a) Indicador Global de la Actividad Económica



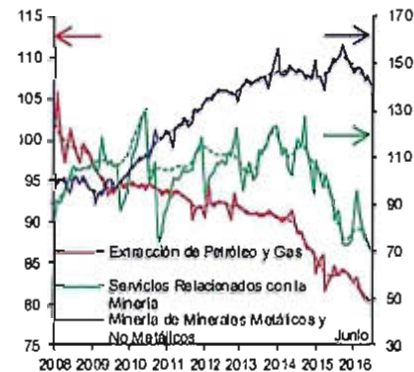
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

b) Actividad Industrial



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

c) Sector de la Minería



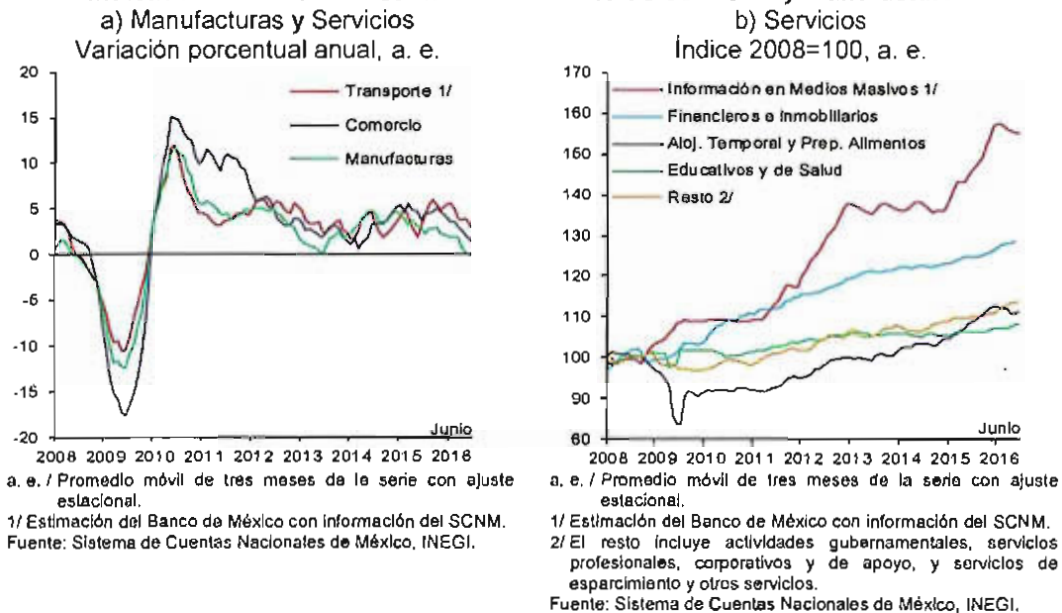
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

**Gráfica 21**  
**Producción Manufacturera y Automotriz**



**Gráfica 22**

**Indicador Global de la Actividad Económica de Servicios y Manufacturas**

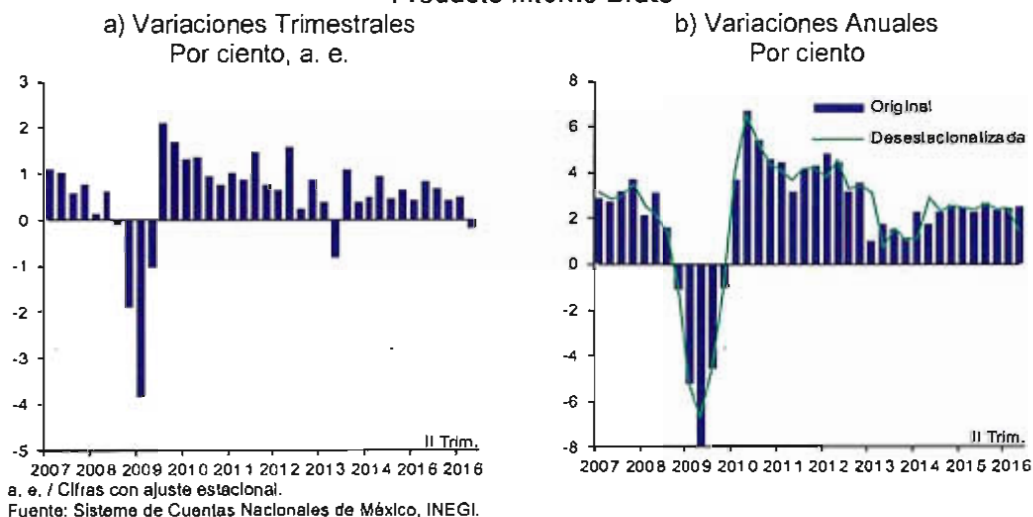


Como resultado del comportamiento descrito anteriormente, la economía mexicana mostró una contracción trimestral desestacionalizada de 0.2 por ciento en el segundo trimestre de 2016, cifra que se compara con el crecimiento de 0.5 por ciento del primer trimestre (Gráfica 23a). Con datos ajustados por estacionalidad, de acuerdo a dicha estimación, la actividad económica exhibió un incremento anual de 1.5 por ciento en el periodo abril - junio del año en curso, luego de una variación de 2.5 por ciento en el trimestre anterior. Con datos sin desestacionalizar, se registró una variación anual del PIB de 2.5 por ciento en el segundo trimestre, cifra



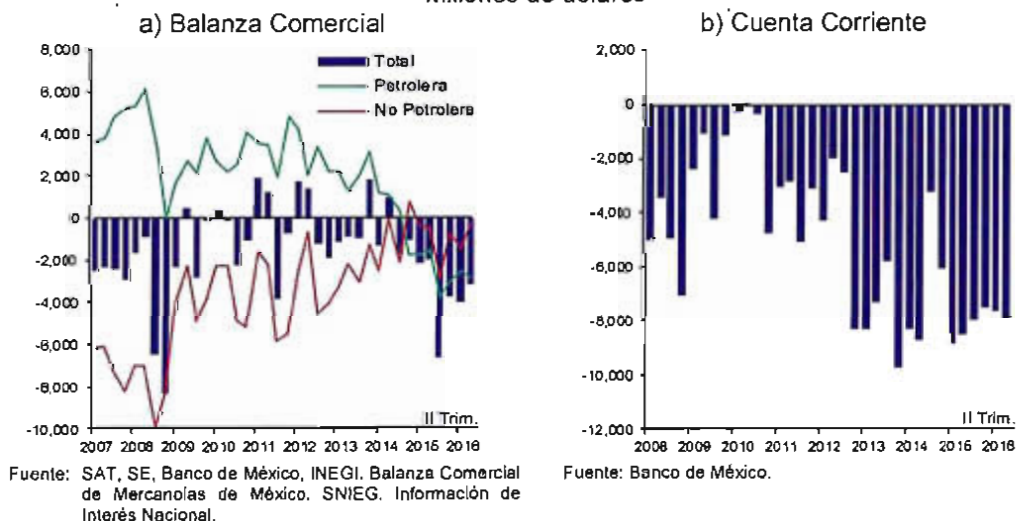
que se encuentra influida por el hecho de que la Semana Santa tuvo lugar en marzo de 2016, mientras que en 2015 esta festividad se presentó en abril (Gráfica 23b).

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



En el segundo trimestre de 2016, la balanza comercial registró un déficit de 3,131 millones de dólares, el cual se compuso de un déficit de 2,850 millones de dólares en la balanza petrolera y uno de 281 millones de dólares en la no petrolera (Gráfica 24a). En este contexto, en el periodo que se reporta la cuenta corriente registró un déficit de 7.9 miles de millones de dólares (Gráfica 24b), cifra superior a la observada en los dos trimestres previos, aunque no se encuentra fuera del rango de los déficits observados desde finales de 2012. Sin embargo, en términos del PIB, el déficit de la cuenta corriente se ha venido incrementando desde 2013, de modo que el correspondiente al segundo trimestre del año en curso se ubicó en 3.0 por ciento del PIB (ver Recuadro 3).

**Gráfica 24**  
**Balanza Comercial y Cuenta Corriente**  
Millones de dólares



### Recuadro 3 Evolución Reciente de la Cuenta Corriente

#### 1. Introducción

En este Recuadro se exponen algunas reflexiones sobre la determinación del saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En particular, se presenta una interpretación teórica sobre lo que significa que una economía esté registrando un déficit en su cuenta corriente y se describe la evolución reciente de la cuenta corriente de México. Se verá que en los últimos años el déficit de la cuenta corriente de México, medido en dólares, se ha mantenido relativamente estable, en niveles similares a los observados a finales de 2012. No obstante, en términos relativos al PIB desde 2013 dicho déficit ha presentado una tendencia a ampliarse, comportamiento que fue particularmente notorio entre 2014 y 2015. Desde un punto de vista del análisis de la evolución de sus componentes, esta tendencia se puede explicar fundamentalmente por un deterioro en la balanza comercial petrolera, toda vez que, a pesar del entorno externo adverso que ha prevalecido, el déficit correspondiente al agregado del resto de los rubros de la cuenta corriente (es decir, la cuenta corriente sin incluir la balanza petrolera) se mantuvo en 2014 y 2015 en niveles inferiores a los observados en años previos. En este contexto, se argumenta que parecería ser necesario un ajuste de la política macroeconómica que contribuya a mitigar las presiones sobre el déficit de la cuenta corriente pues, de otro modo, el ajuste endógeno se daría enteramente mediante una mayor depreciación del tipo de cambio real, lo cual podría poner en riesgo la evolución de los precios de la economía. En particular, la respuesta de política más eficiente sería mediante un ajuste fiscal, toda vez que, por una parte, el choque petrolero afecta directamente los ingresos públicos y, por otra, una reducción del gasto público tiene efectos más directos sobre la absorción interna que los derivados de una acción potencial de la política monetaria. En este sentido, es favorable que ya se haya observado un esfuerzo de reducción del gasto por parte del sector público para hacer frente a la coyuntura actual durante el primer semestre del año, junto con las intenciones que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público han venido esbozando con respecto al Paquete Económico para 2017, a presentarse en septiembre próximo.

#### 2. La Cuenta Corriente en el Marco de las Cuentas Nacionales

La cuenta corriente registra las transacciones económicas –intercambio de bienes y servicios, cobro y pago de rentas de inversión y transferencias corrientes– entre los residentes de un país y los del resto del mundo, durante un periodo determinado. La cuenta corriente se puede expresar como la suma de sus componentes:

$$CC = (X - M) + S + R + Tr, \quad (1)$$

donde  $CC$  es el saldo de la cuenta corriente,  $(X-M)$  es la balanza comercial (exportaciones menos importaciones de bienes),  $S$  es la balanza de servicios,  $R$  es la balanza de la renta (intereses, dividendos y cualquier pago a los factores de la producción), y  $Tr$  es la balanza de transferencias (ingresos netos por transferencias como, por ejemplo, remesas y donaciones).

Las identidades de cuentas nacionales proveen un marco útil para la interpretación económica de la cuenta corriente. En este marco, el punto natural de partida es la identidad que expresa el ingreso como función de sus usos:

$$Y = C + I + G + (X - M) + S, \quad (2)$$

donde  $Y$  es el producto interno bruto,  $C$  es el consumo privado,  $I$  es la inversión, tanto privada como pública,  $G$  es el gasto corriente del gobierno,  $(X-M)$  son las exportaciones netas de bienes y  $S$  las exportaciones netas de servicios.

Substituyendo (2) en (1) se obtiene que:

$$\underbrace{CC}_{\text{Financiamiento externo}} = \underbrace{(Y+R+Tr)}_{\text{Ingreso Nacional}} - \underbrace{(C+I+G)}_{\text{Absorción}} \quad (3)$$

De esta forma, la cuenta corriente se puede expresar como la diferencia entre el ingreso nacional –es decir, el ingreso que se obtiene al sumar todas las fuentes de ingreso que pertenecen al país y restar los pagos de renta que el país realiza al exterior– y la absorción –definida como el gasto interno total en la economía–.

Así, cuando el ingreso nacional es mayor que la absorción, la cuenta corriente es superavitaria y representa un ahorro neto de la economía frente al resto del mundo. Por el contrario, cuando la absorción es mayor que el ingreso nacional, la cuenta corriente es deficitaria y representa un endeudamiento con el exterior. Asimismo, un incremento en el déficit de la cuenta corriente indica un aumento del gasto interno en relación al del ingreso nacional, lo cual se cubre con un mayor endeudamiento externo.

Si  $IN$  representa el ingreso nacional ( $Y+R+Tr$ ), la anterior ecuación también puede expresarse de la siguiente forma:

$$\underbrace{CC}_{\text{Financiamiento externo}} = \underbrace{(IN-C-G)}_{\text{Ahorro doméstico}} - \underbrace{I}_{\text{Inversión}} \quad (4)$$

Esta expresión explica la cuenta corriente como la diferencia entre el ahorro doméstico y la inversión. Cuando el ahorro doméstico es mayor que la inversión (una cuenta corriente superavitaria), el país tiene recursos disponibles para financiar inversión en el resto del mundo. En sentido contrario, una cuenta corriente deficitaria es señal de que el ahorro interno es insuficiente para financiar la inversión doméstica y que la diferencia está siendo financiada a través del ahorro externo de otros países.

Añadiendo y substrayendo los impuestos recaudados por el gobierno ( $T$ ) de la expresión anterior, la cuenta corriente también puede reescribirse de modo que el financiamiento exterior es función del ahorro privado, el déficit público y la inversión.

$$\underbrace{CC}_{\text{Financiamiento externo}} = \underbrace{(IN-T-C)}_{\text{Ahorro privada}} - \underbrace{(G-T)}_{\text{Déficit público}} - \underbrace{I}_{\text{Inversión}} \quad (5)$$

Visto de este modo, el saldo de la cuenta corriente se deteriorará cuando, todo lo demás constante, el ahorro privado de la economía se reduzca, cuando el déficit público se incremente o cuando la inversión aumente. Así, para que un mayor déficit público no conduzca a un deterioro del saldo de la cuenta corriente, las variables domésticas se tendrían que ajustar para financiarlo, ya sea mediante mayor ahorro privado o una menor inversión.

Un endeudamiento con el exterior, que se manifiesta como un déficit de la cuenta corriente, permite suavizar las decisiones de consumo e inversión de la economía ante un choque temporal adverso. Es decir, ante una caída temporal del ingreso nacional, no es necesario que

el gasto interno disminuya en la misma proporción que el ingreso, toda vez que la economía puede hacer uso de los mercados financieros internacionales para suavizar las consecuencias de dicho choque en el gasto. No obstante, cuando el choque adverso es permanente, la respuesta adecuada es que la absorción de la economía se reduzca en la misma proporción que el ingreso, ya que mayores déficits de la cuenta corriente de manera perdurable resultarían insostenibles ante menores ingresos futuros. En efecto, en el largo plazo, el comportamiento del déficit de cuenta corriente está sujeto a la restricción intertemporal que señala que el valor presente de la absorción debe ser igual al valor presente del ingreso nacional. Esta restricción es equivalente a que el valor presente del saldo de la cuenta corriente debe ser igual a cero, de manera que un déficit de cuenta corriente en el presente deberá ser cubierto por un superávit futuro. Así, para que déficits de cuenta corriente sean financiables en el largo plazo, es necesario que sean compatibles con la habilidad de la economía de generar suficiente ahorro futuro para repagarlo.

Asimismo, como puede apreciarse en la expresión (5), un déficit de cuenta corriente hace posible que la inversión sea mayor que el ahorro interno. Cuando el ahorro doméstico es insuficiente para cubrir las necesidades de inversión que pudieran llevar a un mayor desarrollo económico, el endeudamiento con el exterior permite contar con los recursos necesarios para financiar esos requerimientos. Por ello, cuando el financiamiento externo se destina a inversión, es posible generar ingresos futuros por encima de lo necesario para pagar la deuda contraída. Así, un déficit de cuenta corriente podría estar reflejando el aumento de la capacidad productiva del país, a medida que este transita a un mayor nivel de desarrollo.

En este contexto, es necesario enfatizar que para que el gasto interno pueda ser mayor que el ingreso nacional, se requiere que exista una disposición de los mercados financieros internacionales para financiar el endeudamiento externo del país. Si los inversionistas extranjeros percibieran un deterioro de los fundamentos económicos del país que pusiera en riesgo su capacidad de pago, los flujos de capital hacia el país podrían resultar insuficientes para financiar el déficit de la cuenta corriente. Además, condiciones de mayor astringencia en la economía mundial podrían ocasionar una menor disponibilidad de flujos de capital que permitieran financiar el déficit de la cuenta corriente. Ante presiones sobre la cuenta corriente que reflejen una menor disposición del exterior para financiar el gasto interno, resulta necesario reducir la absorción de la economía a

través de un menor consumo privado o público, con el fin de que el gasto Interno sea congruente con el nivel de ingreso del país y que no se ponga en duda la capacidad del país de cumplir con sus obligaciones de pago.

Cuando el déficit de la cuenta corriente se incrementa y las fuentes para su financiamiento son limitadas, el ajuste endógeno de la economía para reducir el déficit es mediante una depreciación del tipo de cambio real, de tal forma que se encarezcan las importaciones y se abaraten las exportaciones lo suficiente como para llegar a un nuevo equilibrio. No obstante, dicha depreciación podría generar presiones sobre los precios en la economía, posiblemente afectando las expectativas de inflación y, a la postre, produciendo una elevación en esta. Una manera alternativa de mostrar que el ajuste endógeno de la economía implicaría presiones sobre los precios es utilizar el hecho de que, bajo ciertos supuestos, el tipo de cambio real se puede expresar como la razón del precio de los bienes comerciables al precio de los bienes no comerciables. Así, para corregir el déficit de la cuenta corriente se requiere un incremento en el precio de los bienes comerciables respecto al de los no comerciables, que induciría un menor gasto en bienes comerciables y una mayor producción de dichos bienes. Lo anterior, en ausencia de una reducción en la absorción que pudiera liberar presiones sobre los precios de los bienes no comerciables, requiere un incremento más pronunciado en los precios de los bienes comerciables, lo cual podría conducir a un aumento en el índice general de precios de la economía. En este contexto, es de primordial importancia para el Banco Central estar atento a la evolución de la cuenta corriente, pues presiones sobre el déficit podrían significar riesgos para el cumplimiento de su mandato.

Ante un posible exceso de absorción en términos relativos a sus fuentes de financiamiento, es importante que se adopten las acciones de política económica necesarias para lograr un ajuste ordenado de la economía y, de ese modo, mitigar el efecto que tendría la depreciación del tipo de cambio real sobre los precios. En este sentido, podría existir una disyuntiva sobre qué política económica –fiscal o monetaria– es más adecuada para ello. Esta disyuntiva debe resolverse con base en la naturaleza del origen de los desbalances. Más adelante, en la Sección 4, se discute sobre la pertinencia de que en el caso actual de México el ajuste macroeconómico se dé mediante la política fiscal.

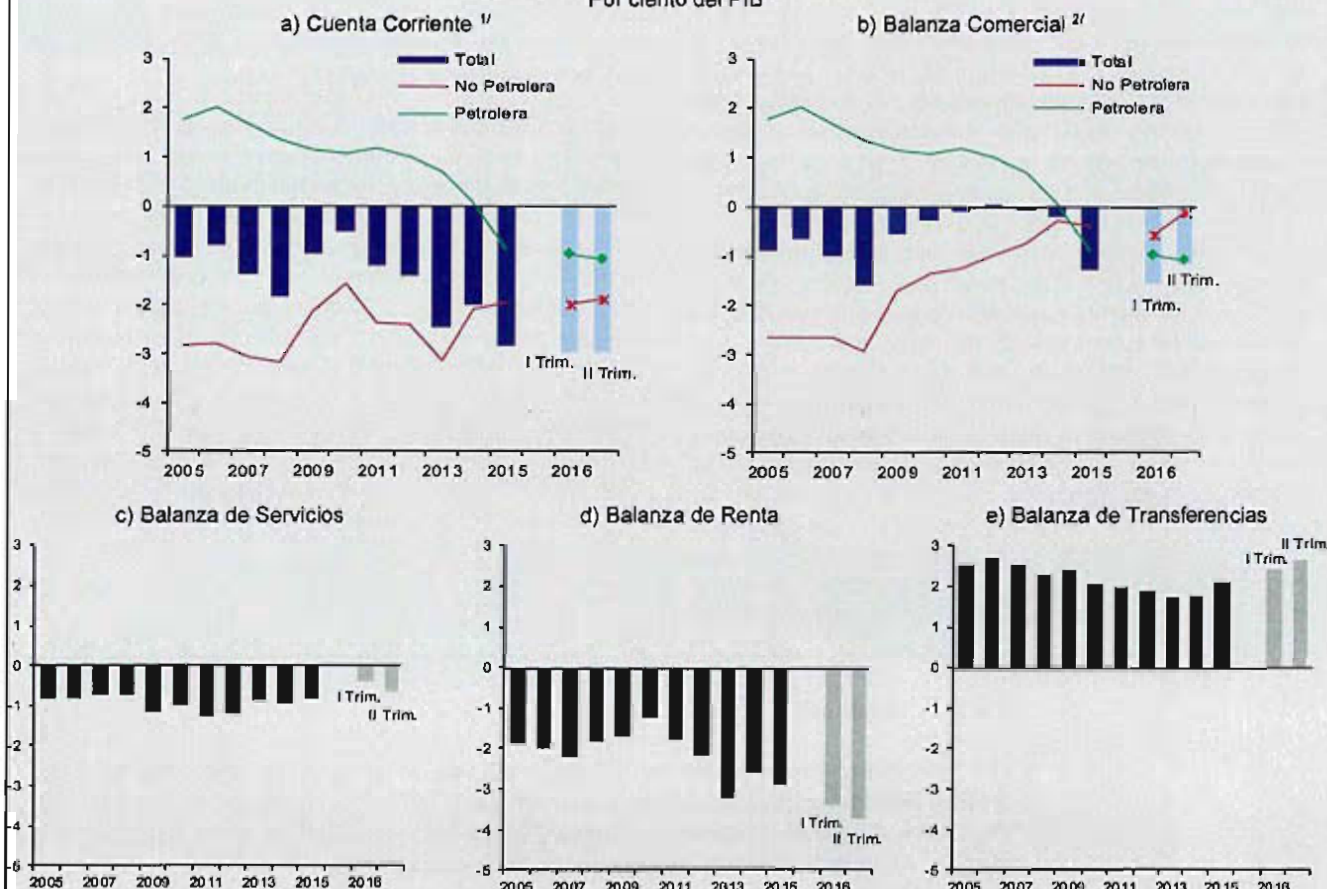
### 3. Evolución Reciente de la Cuenta Corriente

Como se puede apreciar en la Gráfica 24 del cuerpo principal del presente Informe, el déficit de la cuenta corriente medido en dólares, se ha mantenido recientemente en niveles similares a los observados desde finales de 2012. Sin embargo, medido en términos del PIB, desde 2013 el déficit de la cuenta corriente se ha venido ampliando gradualmente, lo cual fue más notorio entre 2014 y 2015. La medición del déficit de la cuenta corriente en términos del PIB es particularmente relevante, dado que dimensiona el financiamiento que se obtiene del exterior con relación a los ingresos de la economía. Al respecto, cabe señalar que el PIB de México en dólares se ha visto afectado adversamente por la depreciación del tipo de cambio, lo cual ha contribuido de manera parcial al comportamiento de la medición de la cuenta corriente como proporción del PIB.

Considerando la evolución de sus distintos rubros, el aumento en ese período fue reflejo, principalmente, del deterioro que registró el saldo de la balanza comercial petrolera, toda vez que el resto de los componentes de la cuenta corriente en agregado se mantuvo en niveles inferiores a los observados en los años anteriores (Gráfica 1a). En particular, el aumento en el déficit de la cuenta corriente entre 2014 y 2015 de 0.84 puntos porcentuales del PIB fue resultado de la combinación de un deterioro en su componente petrolero de 0.95 puntos porcentuales del PIB y de una disminución en el resto de los componentes en conjunto de 0.11 puntos porcentuales del PIB. Como se mostró en el Recuadro 2 del Informe Octubre - Diciembre de 2015, la balanza comercial petrolera pasó de ser superavitaria a registrar un déficit de magnitud importante, como resultado tanto de un deterioro significativo en los términos de intercambio petroleros, como de un incremento en el volumen importado de productos petroleros, en un contexto en el que la plataforma de exportación de petróleo crudo ha venido cayendo por varios años (Gráfica 1b). La reforma en materia energética contribuirá a resolver este último problema en el mediano y largo plazos.

Por su parte, la ligera mejora en el saldo de la cuenta corriente no petrolera en términos del PIB entre 2014 y 2015 reflejó la disminución en el déficit de la balanza de servicios (Gráfica 1c) y el incremento en el superávit de la de transferencias –que incluye fundamentalmente las remesas– (Gráfica 1e). Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por el aumento en el déficit de la balanza de renta –que incluye el pago de intereses al exterior– (Gráfica 1d) y un moderado incremento en el déficit de la balanza comercial no petrolera, el cual había venido reduciéndose en años anteriores (Gráfica 1b).

**Gráfica 1**  
**Componentes de la Cuenta Corriente**  
Por ciento del PIB



1/ La cuenta corriente petrolera se refiere a la balanza comercial petrolera, mientras que la cuenta corriente no petrolera corresponde a la cuenta corriente excluyendo la balanza comercial petrolera.

2/ Incluye la balanza de bienes adquiridos en puertos.

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

#### 4. Consideraciones sobre el Reciente Incremento del Déficit de la Cuenta Corriente

El incremento en el déficit de la cuenta corriente descrito podría dar lugar a ciertas preocupaciones si se toma en cuenta la naturaleza de los choques que la afectaron y el entorno económico interno y externo prevaleciente. En primer lugar, la disminución en el precio del petróleo, que ocasionó un fuerte deterioro en los términos de intercambio petroleros que enfrenta México, no parecería ser un fenómeno transitorio. Si bien se prevé cierta recuperación en dichos precios, no se anticipa que regresen a los niveles observados a mediados de 2014. En segundo lugar, la composición de la absorción interna parecería estar sesgada hacia un mayor gasto en consumo respecto al de inversión. En efecto, en un entorno de bajo crecimiento y de un estancamiento en la

inversión, se ha venido observando un fuerte dinamismo del consumo, si bien en el segundo trimestre este se redujo. En tercer lugar, las condiciones de financiamiento externas se han tornado más astringentes y, dado el complejo contexto internacional, se prevé que continúe dificultándose el financiamiento del exterior.

Estas consideraciones sugieren que es necesario que tenga lugar un ajuste en la absorción interna, si bien esto no significa que actualmente la cuenta corriente se encuentre en niveles insostenibles. En este sentido, surge la necesidad de adoptar medidas de ajuste macroeconómico, ya sea fiscal o monetario, que propicien saldos adecuados de la cuenta corriente. El contexto en el que se ha observado el incremento en el déficit de la cuenta corriente en términos del PIB sugiere que la política fiscal sería más efectiva que la monetaria. En

efecto, si bien se espera que los ajustes recientes en la tasa de interés objetivo contribuyan a mitigar las presiones sobre la cuenta corriente, sería costoso para la economía que la mayor parte del ajuste recayera en la política monetaria. En ese caso, se estarían corrigiendo los desbalances con una herramienta poco efectiva, toda vez que tendría que inducir la reducción en el gasto interno con cambios en la tasa de interés, en lugar de hacerlo directamente a través de un menor gasto público. El uso de la política monetaria, al reducir la absorción en un contexto de condiciones de financiamiento externo astringentes, implicaría presionar a la baja no sólo los precios de los bienes no comerciables, sino también los de los bienes comerciables, de modo que para lograr corregir los desbalances externos el efecto requerido sobre los precios de los bienes no comerciables (y, por ende, sobre el gasto privado) tendría que ser mayor que con el uso de la política fiscal, que directamente podría liberar presiones sobre los precios de los bienes no comerciables en relación a los comerciables. Adicionalmente, desde un punto de vista de su implementación, la política fiscal también es más eficiente, toda vez que las decisiones de reducción en el

gasto recaen en un solo agente, el sector público. Esto, al contrario de lo que sucede con los consumidores privados, cuyas decisiones están atomizadas y, por ende, pueden reaccionar de manera menos ordenada ante un ajuste de la política monetaria.

Dicho de otro modo, dada la naturaleza de los choques que han ocasionado el aumento en el déficit de la cuenta corriente y, en particular, tomando en cuenta el hecho de que la principal razón de su deterioro reciente corresponde a una disminución de los ingresos públicos, parecería ser más eficiente que la corrección se lleve a cabo principalmente a través de un ajuste fiscal. Adicionalmente, un ajuste en el gasto público tendría un efecto más directo sobre la absorción de recursos en la economía que los derivados de una acción de política monetaria. Por ello, se concluye que la política fiscal se constituye como la herramienta relativamente más eficiente para llevar a cabo el ajuste que actualmente parecería ser deseable para propiciar saldos adecuados en la cuenta corriente.

### 3.2.2. Mercado Laboral

Los principales indicadores del mercado laboral en el segundo trimestre de 2016 arrojan señales mixtas respecto a su evolución, si bien en general las condiciones en dicho mercado parecerían haber continuado mejorando gradualmente. En efecto, mientras que las tasas de desocupación y de informalidad siguieron reduciéndose, se observó cierta desaceleración en el empleo y en los indicadores salariales.

En particular, en el periodo abril - julio, tanto la tasa de desocupación nacional, como la tasa de desocupación urbana, siguieron presentando una trayectoria decreciente (Gráfica 25a). Asimismo, la población ocupada registró una expansión moderada en el periodo (Gráfica 25c), en un contexto en el que la tasa de participación laboral dejó de reducirse (Gráfica 25b). A su vez, la mayor parte de los empleos creados en el trimestre fue en el sector formal. En efecto, el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS mantuvo una tendencia positiva (Gráfica 25c). De este modo, la tasa de informalidad laboral continuó disminuyendo y se ubica en niveles inferiores a los observados antes de la crisis financiera global de 2009 (Gráfica 25d).

**Gráfica 25**  
**Indicadores del Mercado Laboral**

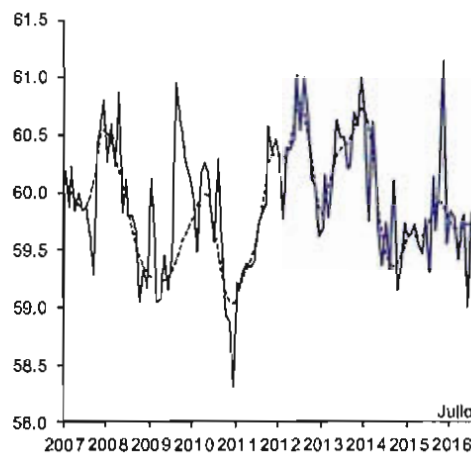
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana  
Por ciento, a. e.



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 <sup>1/</sup>  
Por ciento, a. e.

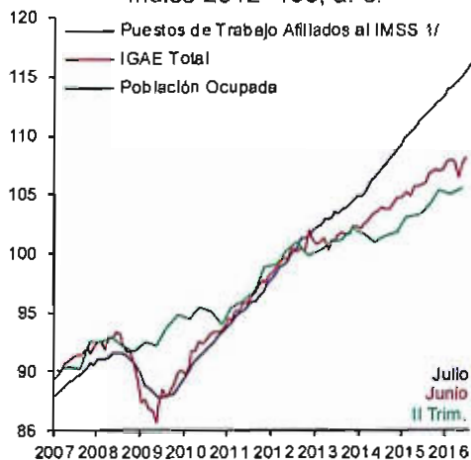


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

<sup>1/</sup> 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.

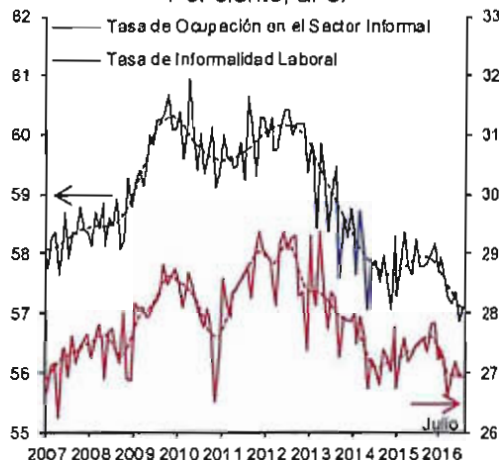


a. e. / Serie con ajuste estacional.

<sup>1/</sup> 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 <sup>1/</sup>  
e Informalidad Laboral <sup>2/</sup>  
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.

<sup>1/</sup> 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.

<sup>2/</sup> 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.

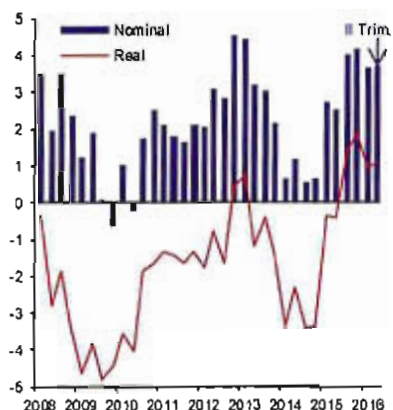
Por su parte, los indicadores salariales sugieren que, en general, en lo que va del año se han moderado sus incrementos.

- i. En efecto, en el periodo abril - junio, la tasa de crecimiento del salario promedio de los trabajadores asalariados en la economía se ubicó en 3.7 por ciento, misma variación que el trimestre previo (Gráfica 26a). Dados los bajos niveles de inflación observados, estos resultados continuaron reflejándose en incrementos anuales en términos reales.
- ii. Asimismo, en el trimestre que se reporta el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS presentó una tasa de crecimiento anual similar a la del trimestre previo, tanto en términos nominales, como reales (Gráfica 26b), si bien en julio dichas variaciones mostraron cierta moderación.
- iii. En el periodo de referencia, la tasa de crecimiento de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal fue ligeramente superior respecto a la que registró en el mismo trimestre de 2015 (Gráfica 26c). Este aumento se explica por un incremento promedio en los salarios negociados por empresas privadas ligeramente mayor al del año previo, toda vez que los aumentos negociados en empresas públicas resultaron en una tasa de crecimiento ligeramente menor a la observada en el segundo trimestre de 2015. En contraste, en julio de 2016, se reportó una tasa de crecimiento de los salarios contractuales negociados por empresas de jurisdicción federal menor que la del mismo mes de 2015.

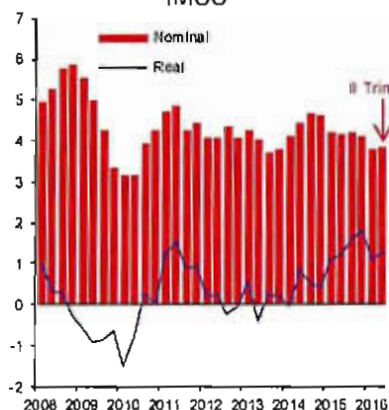
Finalmente, como se mencionó, la masa salarial total de la economía presentó una pérdida de dinamismo en lo que va de 2016. Este comportamiento se debió a que, después de haber mostrado una tendencia creciente durante la mayor parte de 2015, tanto la población ocupada remunerada, como sus ingresos promedio, registraron cierto estancamiento en la primera mitad de 2016.

**Gráfica 26**  
**Indicadores Salariales**  
Variación anual en por ciento

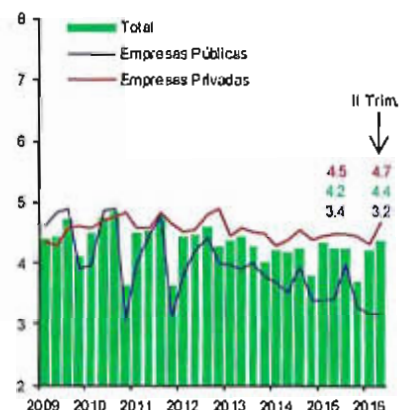
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE <sup>1/</sup>



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



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



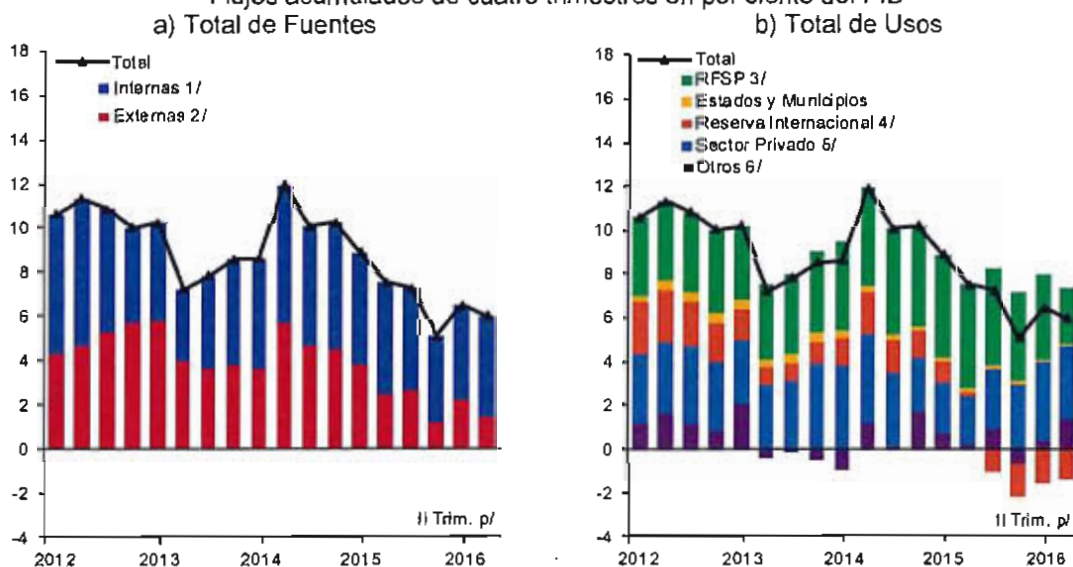
1/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1 por ciento más bajo y el 1 por ciento más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso cero o que no lo reportaron.  
 2/ Durante el segundo trimestre de 2016 se registraron en promedio 18.3 millones de trabajadores asegurados en el IMSS.  
 3/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2 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

El entorno que ha prevalecido en los mercados financieros internacionales condujo a que las fuentes de recursos financieros de la economía moderaran su tasa de expansión con respecto a lo observado al primer trimestre del año. En efecto, el menor crecimiento de las fuentes de recursos obedeció a una desaceleración de las fuentes externas, toda vez que las internas presentaron un ritmo de crecimiento ligeramente superior al del trimestre previo. A pesar de la moderación en la disponibilidad de recursos, el financiamiento al sector privado continuó expandiéndose a tasas relativamente elevadas, a lo cual contribuyó, en parte, una disminución en el uso de recursos por parte del sector público. Esta evolución también se ha venido observando en los flujos acumulados correspondientes a los últimos cuatro trimestres (Gráfica 27a y Gráfica 27b).

**Gráfica 27**  
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía  
Flujos acumulados de cuatro trimestres en por ciento del PIB



Nota: Cifras expresadas en por ciento del PIB nominal promedio de cuatro trimestres. En la información de flujos (revalorizados) se elimina el efecto de las variaciones del tipo de cambio.

p/ Cifras preliminares.

1/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de Residentes.

2/ 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.

3/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), reportados por la SHCP.

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/ Incluye 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 los activos externos de la banca comercial, así como las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los Intermediarios financieros no bancarios y del Infonavit, pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los Instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México.

En lo que concierne a las fuentes de recursos financieros, la desaceleración de las fuentes externas obedeció en buena medida a que el saldo del ahorro financiero de no residentes continuó contrayéndose, al presentar una variación real anual al cierre del segundo trimestre de -8.4 por ciento (Gráfica 28a).<sup>3</sup> Ello resultó de la menor demanda por parte de extranjeros de activos en pesos, particularmente de Cetes, lo que en parte podría explicar la depreciación de la moneda nacional que se observó durante el trimestre (Gráfica 28b). Cabe destacar que las posiciones del sector externo en Cetes son, usualmente, de inversionistas que aprovechan oportunidades temporales de arbitraje en los mercados para generar ganancias en el corto plazo, mientras que las posiciones de largo plazo –las cuales se han incrementado en lo que va del año–, reflejan la confianza de los inversionistas extranjeros en el potencial y estabilidad de la economía mexicana en un horizonte más amplio.

En contraste, el saldo del ahorro financiero interno se expandió a una tasa ligeramente más elevada que en el trimestre previo, al aumentar su ritmo de crecimiento de 4.4 a 4.9 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2016 (Gráfica 28a). Este comportamiento reflejó una mayor expansión tanto del componente voluntario, como del obligatorio (Gráfica 28c). Por su parte, la base monetaria mantuvo su tasa de crecimiento promedio en los últimos tres meses con respecto al periodo anterior –su variación real anual pasó de 12.9 por ciento en el primer trimestre a 13.0 por ciento en el segundo trimestre del año en curso–, si bien permanece en niveles relativamente elevados.

En lo que concierne a la utilización de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se redujo en comparación con el trimestre previo, lo que obedeció a que, por segundo trimestre consecutivo, disminuyeron los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) como proporción del PIB (Gráfica 27b). En particular, entre el primer y el segundo trimestre de 2016 los RFSP pasaron de 3.9 por ciento a 2.5 por ciento del producto en términos de sus flujos anuales. Ello reflejó, principalmente, la obtención de los ingresos extraordinarios por parte del Gobierno Federal provenientes del entero del remanente de operación del Banco de México del ejercicio fiscal 2015.<sup>4</sup> También contribuyeron el aumento en los ingresos tributarios y el menor gasto público ejercido, en concordancia con los objetivos de consolidación fiscal y ajustes preventivos al gasto programable anunciados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. De manera congruente con esta reducción en los RFSP, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público anunció el 22 de agosto pasado que, con base en la evolución esperada de los ingresos y del gasto público, los RFSP cerrarán el presente año en 3.0 por ciento del PIB, cifra inferior a la estimación presentada en los Criterios Generales de Política Económica 2016 de 3.5 por ciento del producto.<sup>5</sup> Ello implicará que en 2016 habrá una menor utilización de recursos financieros por parte del sector público, con respecto a la cifra de 4.1 por ciento del PIB registrada en 2015. Por su parte, la reserva internacional se redujo ligeramente, en 279 millones de dólares en el segundo trimestre de 2016, luego del incremento de 952 millones de dólares registrado en el trimestre anterior.

<sup>3</sup> El saldo del ahorro financiero se define como el saldo del agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público.

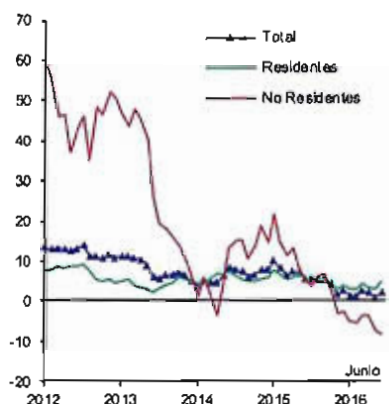
<sup>4</sup> Véase el Comunicado de Prensa del Banco de México del 11 de abril de 2016.

<sup>5</sup> Véase el Comunicado de Prensa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 22 de agosto de 2016.

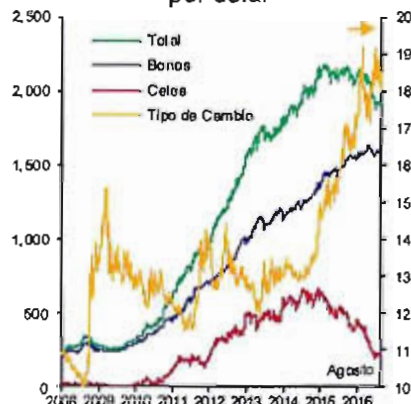
En lo que toca al financiamiento total al sector privado no financiero, este continuó ampliándose a una tasa relativamente elevada, si bien más moderada que la registrada en el trimestre anterior. En efecto, ajustando por efecto cambiario, su tasa de crecimiento en términos reales anuales pasó de 6.8 a 6.0 por ciento entre el primer y el segundo trimestre del año (Gráfica 29a). Esta moderación obedeció a una desaceleración del financiamiento externo –como reflejo del entorno adverso que enfrentaron los mercados financieros Internacionales en el trimestre de referencia–, toda vez que el financiamiento interno se expandió a un mayor ritmo que en el trimestre anterior.

**Gráfica 28**  
Indicadores de Ahorro Financiero

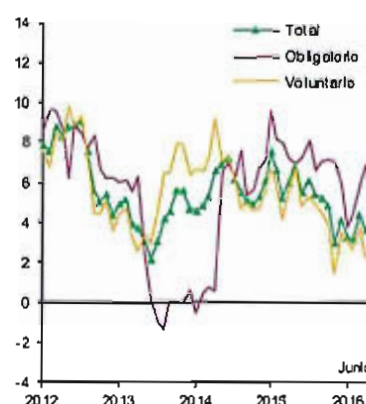
a) Ahorro Financiero Total <sup>1/</sup>  
Variación real anual en por ciento



b) Tenencia de Valores Gubernamentales de No Residentes y Tipo de Cambio <sup>2/</sup>  
Miles de millones de pesos y pesos por dólar



c) Ahorro Financiero Residentes  
Variación real anual en por ciento



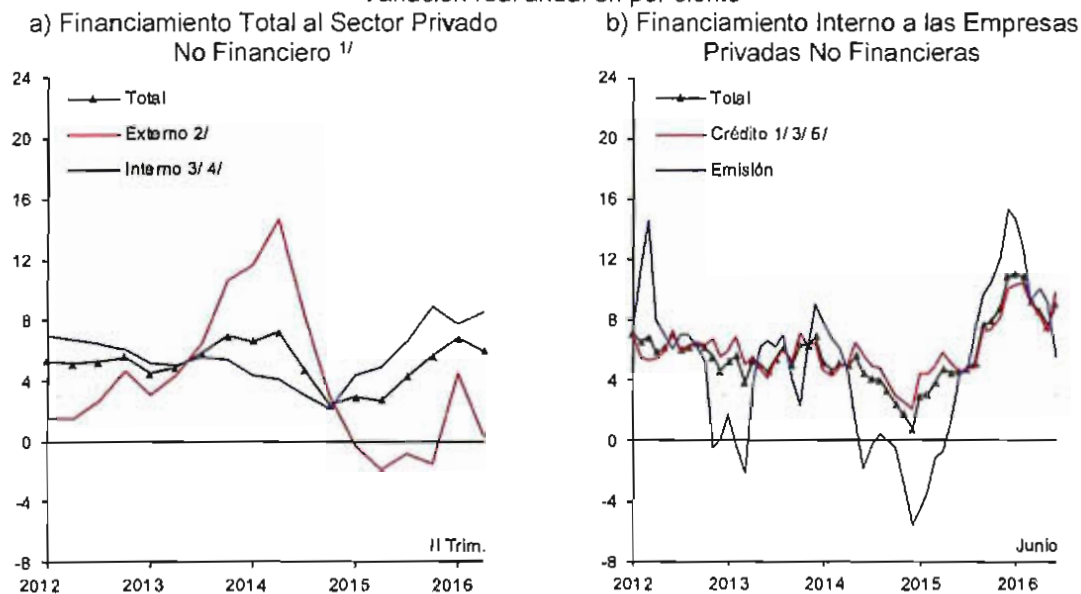
<sup>1/</sup> Se define como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público.

<sup>2/</sup> El total incluye Cetes, Bonos, Udibonos, Bondes y Bondes D.

Fuente: Banco de México.

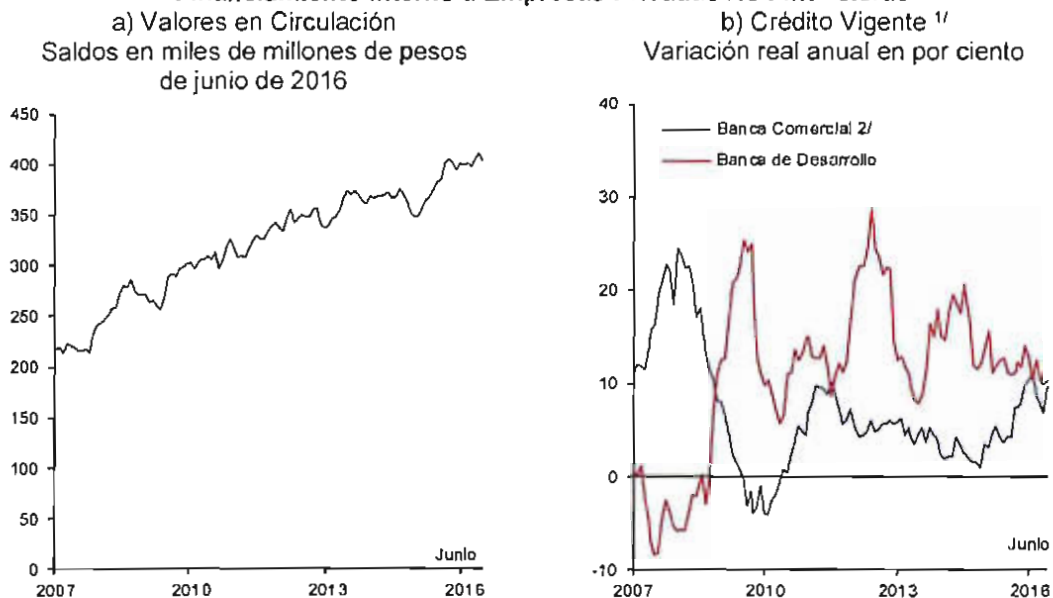
El financiamiento interno destinado a las empresas no financieras registró un crecimiento real anual, ajustado por efecto cambiario, de 9.1 por ciento al cierre del trimestre que se reporta, repuntando en junio luego de cuatro meses de desaceleración. Esto obedeció a la ampliación del crédito bancario, ya que el mercado interno de deuda ha mostrado bajos niveles de actividad durante el año (Gráfica 29b y Gráfica 30a). En efecto, las carteras de crédito vigente de la banca comercial y de la banca de desarrollo a las empresas privadas no financieras registraron al cierre del segundo trimestre del año incrementos cercanos al 10 por ciento en términos reales anuales y ajustando por efecto cambiario (Gráfica 30b). Particularmente para el caso de la banca comercial, si bien tales tasas de expansión no se habían observado desde 2011, estas se siguen ubicando significativamente por debajo de las registradas en el periodo previo al estallido de la crisis financiera internacional. En este contexto, las tasas de interés del financiamiento a las empresas, si bien han tendido a reflejar los incrementos en la tasa de fondeo bancario, permanecen en niveles cercanos a sus mínimos históricos (Gráfica 31a y Gráfica 31b). Asimismo, los índices de morosidad respectivos, en general, también se han mantenido en niveles relativamente bajos, no obstante que la calidad de la cartera de crédito de la banca de desarrollo mostró cierto deterioro en el trimestre de referencia (Gráfica 31c).

**Gráfica 29**  
**Financiamiento al Sector Privado No Financiero**  
 Variación real anual en por ciento



1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.  
 2/ Las cifras del financiamiento externo correspondientes al segundo trimestre de 2016 son preliminares.  
 3/ Estas cifras se ven afectadas por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a sofomes no reguladas.  
 4/ Estas cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.  
 5/ 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.

**Gráfica 30**  
**Financiamiento Interno a Empresas Privadas No Financieras**

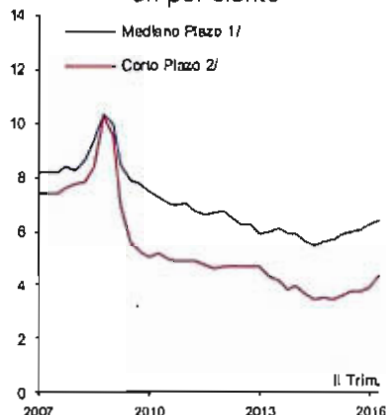


1/ Cifras ajustadas por efecto cambiario.  
 2/ Incluye a las sofomes Entidades Reguladas (ER) subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros. Las cifras se ajustan para no verse afectadas por el traspaso de créditos puente.  
 Fuente: Banco de México.

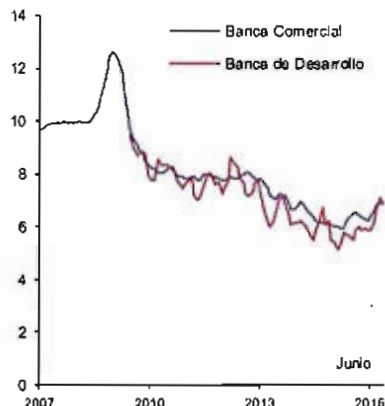
**Gráfica 31**

**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 <sup>4/</sup> 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.

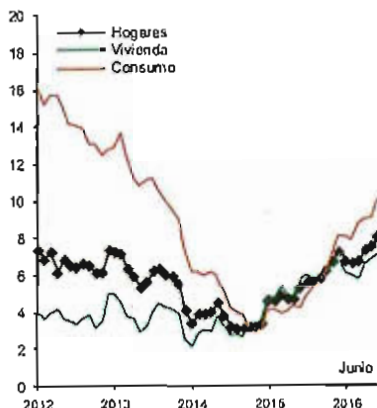
Fuente: Banco de México.

El crédito a los hogares, tanto el hipotecario como el destinado al consumo, continuó expandiéndose, al pasar su tasa de crecimiento real anual de 6.7 a 8.0 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2016 (Gráfica 32a). En lo que respecta al crédito a la vivienda en particular, su ritmo de expansión aumentó de 5.8 a 7.1 por ciento, lo que reflejó el mayor otorgamiento de crédito tanto del Infonavit, como de la banca comercial (Gráfica 32a y Gráfica 32b).<sup>6</sup> Las tasas de interés continuaron en niveles históricamente bajos y el índice de morosidad de la cartera hipotecaria de la banca comercial se mantuvo bajo y estable. No obstante, la calidad de la cartera de crédito del Infonavit registró cierto deterioro, por lo que resulta importante mantenerse atentos a la evolución de la morosidad en este segmento en los siguientes trimestres (Gráfica 32c).

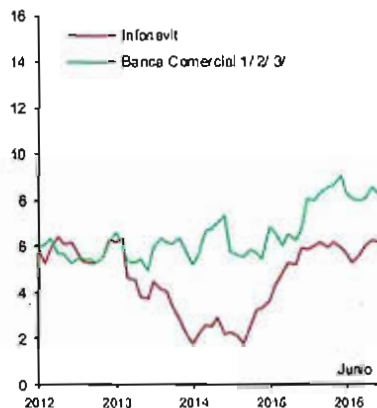
<sup>6</sup> El crédito de la banca comercial a la vivienda incluye aquel para la adquisición de vivienda nueva y usada, remodelaciones, pago de pasivos hipotecarios, crédito para liquidez, adquisición de terreno y construcción de vivienda propia.

**Gráfica 32**  
**Crédito a los Hogares**

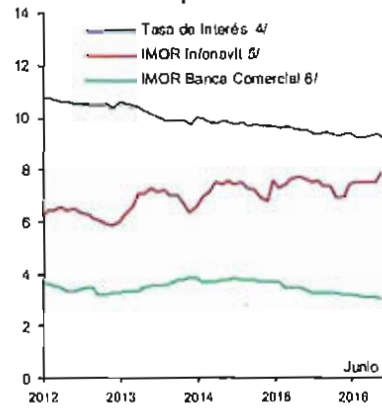
a) Crédito Total <sup>1/</sup>  
Variación real anual  
en por ciento



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 los 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.

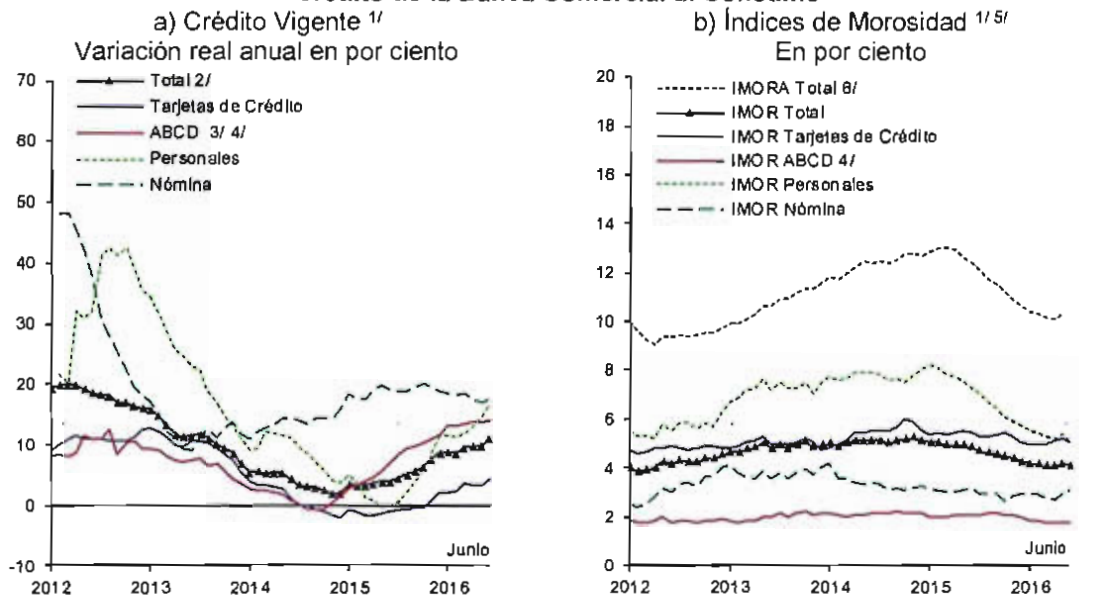
5/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, el crédito al consumo continuó presentando una expansión. En particular, la cartera de crédito vigente de la banca comercial al consumo se amplió prácticamente en todos sus segmentos, al pasar su tasa de crecimiento de 9.7 a 11.0 por ciento entre el primer y el segundo trimestre (Gráfica 33a). En este contexto, las tasas de interés y los índices de morosidad respectivos, en general, no mostraron cambios relevantes, con excepción del índice de morosidad de la cartera de crédito de nómina, el cual registró cierto incremento en el trimestre de referencia, no obstante que continúa en niveles relativamente bajos (Gráfica 33b).

Gráfica 33

## 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/ A partir de julio de 2011 las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de ABCD a otros créditos al consumo por parte de una institución bancaria.

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

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. Para el presente Informe se muestra la cifra a mayo de 2016.

Fuente: Banco de México.

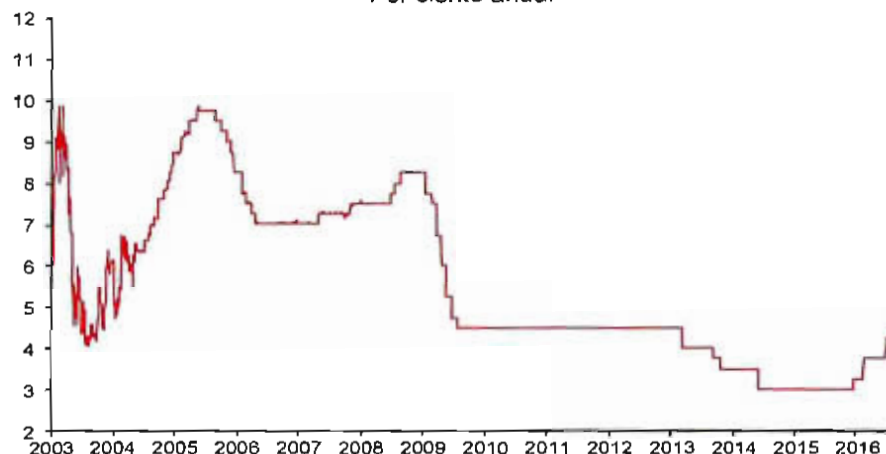
En suma, a pesar de las menores fuentes de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector privado continuó expandiéndose, a lo que contribuyó la reducción en el uso de recursos por parte del sector público. En el contexto descrito en este Informe, y dada la atonía en el crecimiento global y la elevada incertidumbre que se prevé prevalezca en el exterior, es fundamental continuar con el proceso de consolidación fiscal, de tal modo que se permita a la economía transitar de manera eficiente y ordenada en un entorno externo con condiciones menos favorables. Asimismo, el Banco de México se mantendrá atento a que la canalización de recursos financieros a los distintos sectores de la economía se siga dando a un ritmo congruente con la preservación de un entorno de estabilidad macroeconómica y, en particular, de niveles de gasto compatibles con la capacidad productiva de la economía.

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

Durante el segundo trimestre de 2016, la conducción de la política monetaria continuó enfrentando un entorno complejo. Si bien la información disponible sugería un escenario central para la inflación para el corto y mediano plazo congruente con la meta permanente de 3 por ciento y no se percibían presiones sobre los precios provenientes de la demanda agregada, a medida que transcurrió el periodo de referencia las condiciones externas se fueron deteriorando de manera importante, situación que, dadas sus consecuencias sobre la dinámica del tipo de cambio, podía eventualmente traducirse en un desanclaje de las expectativas de inflación y, con ello, en mayor inflación.

En congruencia con lo anterior, en su reunión de política monetaria del 5 de mayo, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el nivel del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en 3.75 por ciento. Sin embargo, enfatizó que seguiría muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Posteriormente, ante el incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales y el deterioro del entorno externo, la cotización de la moneda nacional sufrió una depreciación significativa, así como un aumento en su volatilidad, y las tasas de interés internas para la mayoría de los plazos mostraron incrementos, al igual que sus diferenciales respecto a las tasas de Interés de Estados Unidos. Este entorno ponía en riesgo el anclaje de las expectativas de inflación y, por ende, podría haber conducido a una dinámica desfavorable de la misma. Así, tomando en consideración el rezago con el que la política monetaria tiene efecto en la inflación a través de sus distintos canales de transmisión, el 30 de junio la Junta de Gobierno decidió incrementar en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, a 4.25 por ciento. Por su parte, el 11 de agosto la Junta de Gobierno decidió mantener la tasa de interés de referencia sin cambio (Gráfica 34). Ello, en virtud de que juzgó que, dado el ajuste llevado a cabo en junio, el escenario central para la inflación para el corto y mediano plazo continuaba siendo congruente con la meta permanente de 3 por ciento y su balance de riesgos se consideraba neutral.

**Gráfica 34**  
**Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día <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.  
Fuente: Banco de México.

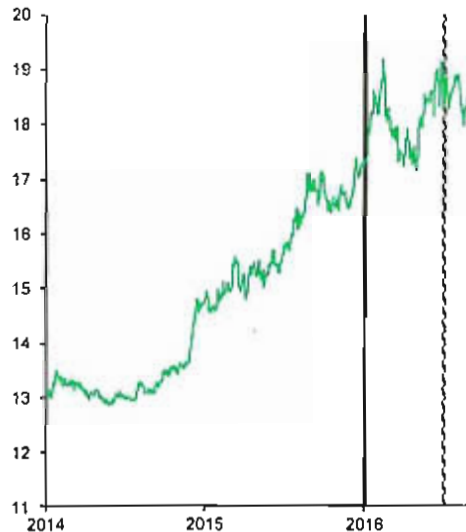


Entre los elementos que se tomaron en consideración para fundamentar las decisiones de política monetaria en el periodo objeto de este Informe destacaron los siguientes:

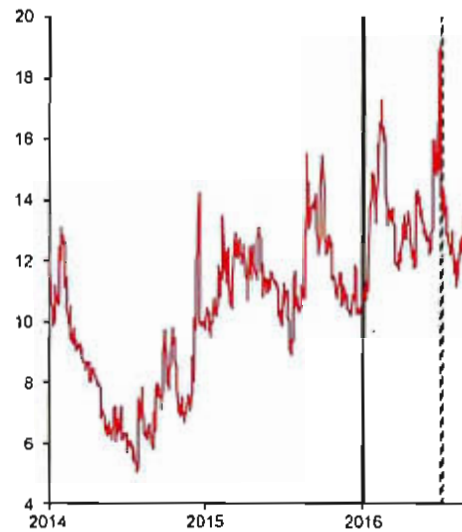
- i. Si bien la inflación anual se mantuvo en niveles inferiores a la meta permanente de 3 por ciento, la inflación subyacente anual continuó mostrando una gradual tendencia al alza. Esta evolución obedece principalmente al efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios relativos de las mercancías respecto de los servicios.
- ii. En este sentido, si bien durante abril el tipo de cambio se mantuvo relativamente estable en un nivel promedio de 17.50 pesos por dólar, registró una depreciación de 8.6 por ciento entre mayo y finales de junio. Posteriormente, de esa fecha hasta principios de agosto, osciló en niveles cercanos a 18.60 pesos por dólar, si bien mostrando elevada volatilidad, para después, apreciarse moderadamente a niveles de alrededor de 18.40 pesos por dólar durante la última semana (Gráfica 35a y Gráfica 35b). Destaca que la dinámica de la moneda nacional se llegó a ver incluso más afectada que las monedas de otras economías emergentes. A esto contribuyeron: a) la caída en el precio del petróleo y su efecto en el tipo de cambio real, como consecuencia del deterioro de los términos de intercambio que implicó; b) el aumento del déficit de la cuenta corriente, dadas las condiciones externas de financiamiento más astringentes en un entorno en el cual ha habido un aumento en el saldo histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público; y c) la volatilidad registrada en los mercados financieros ante diversos eventos y riesgos geopolíticos, cuyas consecuencias en el mercado cambiario han sido exacerbadas por el uso de derivados del peso mexicano en las estrategias de cobertura de riesgos y activos denominados en divisas de otros países emergentes dentro de las carteras de los inversionistas internacionales.
- iii. En este contexto, si bien las expectativas de inflación provenientes de encuestas y las extraídas de instrumentos de mercado se mantuvieron ancladas, y aun cuando no se han registrado efectos de segundo orden sobre la formación de precios de la economía provenientes del impacto del movimiento cambiario en los precios de los bienes comerciables, existía el riesgo de que ante la dinámica del tipo de cambio antes descrita se presentara a la postre un desanclaje de las expectativas de inflación.
- iv. Las tasas de interés para horizontes de corto y mediano plazo fueron aumentando paulatinamente durante el periodo que cubre este Informe, toda vez que el mercado comenzó a anticipar incrementos futuros en la tasa de interés de referencia. Por su parte, aunque con cierta volatilidad, las tasas de interés para horizontes de más largo plazo se mantuvieron relativamente estables durante el periodo de análisis, registrando inclusive algunos decrementos en sus mayores plazos.

Cabe enfatizar que el hecho de que los últimos dos ajustes en la postura de política monetaria hayan sido incrementos de 50 puntos base, no establece un patrón de comportamiento. En particular, este Instituto Central ha aclarado que actuará con toda flexibilidad y oportunidad, tanto en términos de la magnitud, como de la frecuencia de futuros ajustes, según las condiciones lo requieran.

**Gráfica 35**  
**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



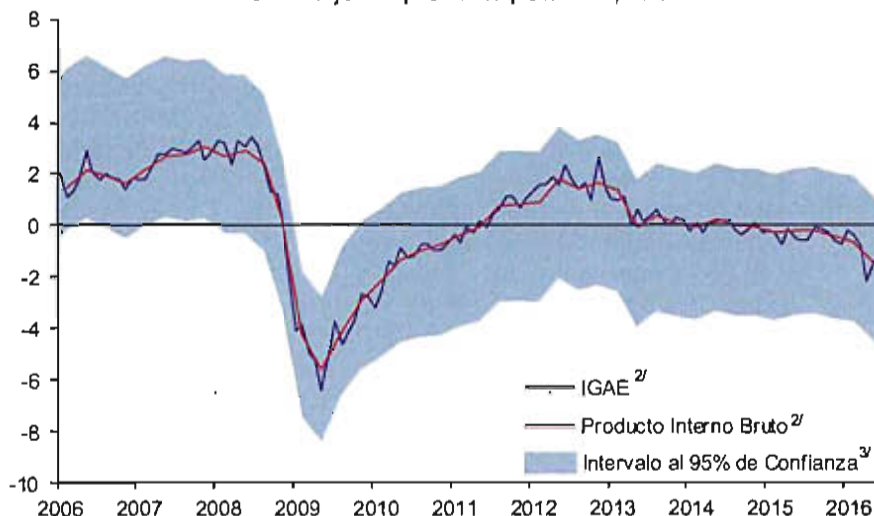
<sup>1/</sup>El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. La línea negra vertical indica el 1 de enero de 2016 y la línea punteada indica el 30 de junio de 2016.  
 Fuente: Banco de México.



<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 30 de junio de 2016.  
 Fuente: Bloomberg.

Profundizando en los elementos que la autoridad monetaria tomó en consideración en sus decisiones, destaca que en el segundo trimestre de 2016 la brecha del producto parecería haberse mantenido negativa (Gráfica 36). En el mercado laboral, por su parte, se observaron señales mixtas acerca de su evolución, como ya se discutió anteriormente. En particular, las tasas de desocupación e informalidad descendieron en el trimestre que se reporta. No obstante, la masa salarial moderó notoriamente su ritmo de expansión, a la vez que, con información al primer trimestre del año, dado el moderado ritmo de crecimiento de los salarios y el comportamiento de la productividad laboral, los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto permanecieron en niveles bajos (Gráfica 37a). Sin embargo, en el sector manufacturero en particular estos presentaron una tendencia ascendente, a pesar de que se siguen ubicando en niveles reducidos (Gráfica 37b).

**Gráfica 36**  
**Estimación de la Brecha del Producto <sup>1/</sup>**  
 Porcentaje del producto potencial, a. e.



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

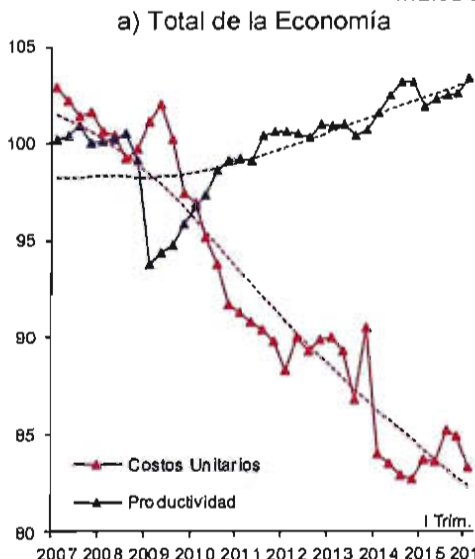
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; véase Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2009, Banco de México, pág. 74.

2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2016; cifras del IGAE a junio de 2016.

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

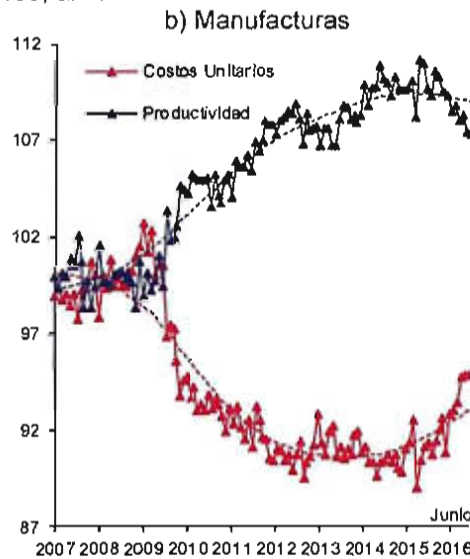
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

**Gráfica 37**  
**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.

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.

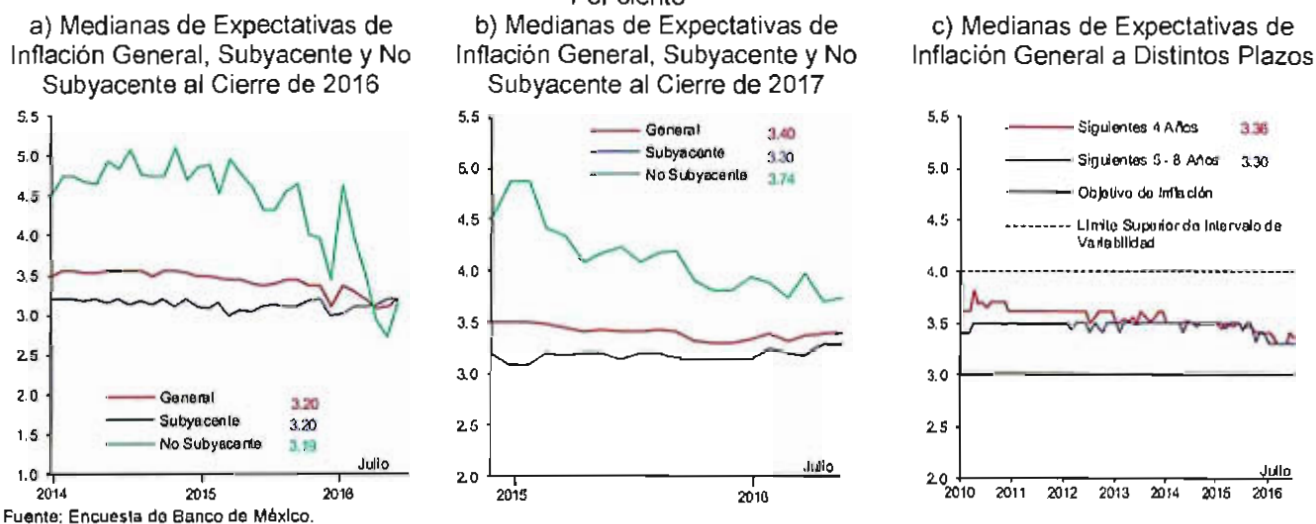


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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.

En lo referente al comportamiento de las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, destaca que la mediana de aquellas para el cierre de 2016 disminuyó, al pasar de 3.3 a 3.2 por ciento, entre las encuestas de marzo y julio de 2016.<sup>7</sup> En particular, la mediana de las expectativas para el componente subyacente pasó de 3.1 a 3.2 por ciento y la correspondiente a las expectativas implícitas para el componente no subyacente se ajustó de 4.0 a 3.2 por ciento entre dichas encuestas (Gráfica 38a). Por su parte, la correspondiente al cierre de 2017 se mantuvo en 3.4 por ciento durante el mismo periodo. En específico, la mediana de las expectativas para el componente subyacente aumentó de 3.2 a 3.3 por ciento, en tanto que las expectativas implícitas para el componente no subyacente se ajustaron de 3.9 a 3.7 por ciento entre las referidas encuestas (Gráfica 38b).<sup>8</sup> Finalmente, las expectativas para horizontes de más largo plazo continuaron ubicándose en 3.3 por ciento en lo que va del año (Gráfica 38c).<sup>9</sup>

**Gráfica 38**  
**Expectativas de Inflación**  
Por ciento



Respecto a la evolución de las expectativas de inflación implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado a 10 años, estas se mantienen estables cerca de 3.0 por ciento, mientras que la prima por riesgo inflacionarlo aumentó ligeramente y se ubica alrededor de cero, después de haber permanecido por un periodo prolongado en terreno negativo (Gráfica 39a).<sup>10</sup> De esta forma, la

<sup>7</sup> La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2016 de la Encuesta de Banamex disminuyó de 3.3 a 3.2 por ciento entre las encuestas del 18 de marzo y del 22 de agosto de 2016.

<sup>8</sup> La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2017 de la Encuesta de Banamex se incrementó en 3.3 a 3.4 por ciento entre las encuestas del 18 de marzo y la del 22 de agosto de 2016.

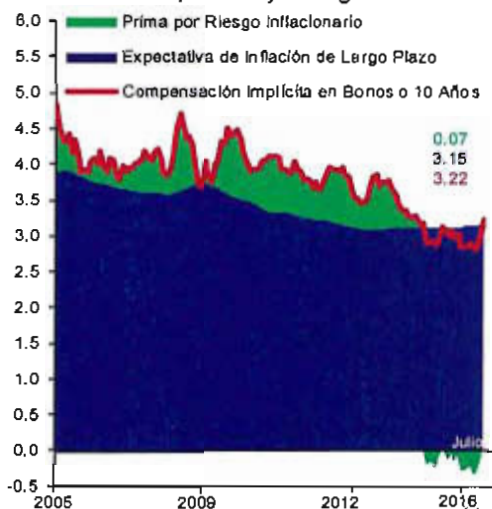
<sup>9</sup> Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Banamex (para los siguientes 3 a 8 años), permaneció en 3.3 por ciento entre las encuestas del 18 de marzo y la del 22 de agosto de 2016.

<sup>10</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 Inflacionarlo" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. Para este Informe, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2015.

compensación por inflación esperada y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominales y reales de largo plazo) se incrementó, pero continúa en niveles cercanos a su mínimo histórico (Gráfica 39b). La evolución de estos indicadores muestra que los tenedores de instrumentos con tasas de interés nominales siguen demandando actualmente una compensación por inflación esperada y riesgo inflacionario relativamente baja en los bonos emitidos por el gobierno mexicano.

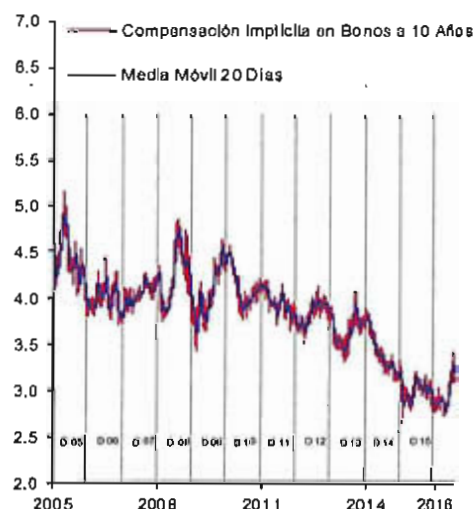
**Gráfica 39**  
**Expectativas de Inflación**  
Por ciento

a) Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario



Fuente: Estimación de Banco de México.

b) Compensación Implícita en Bonos a 10 Años

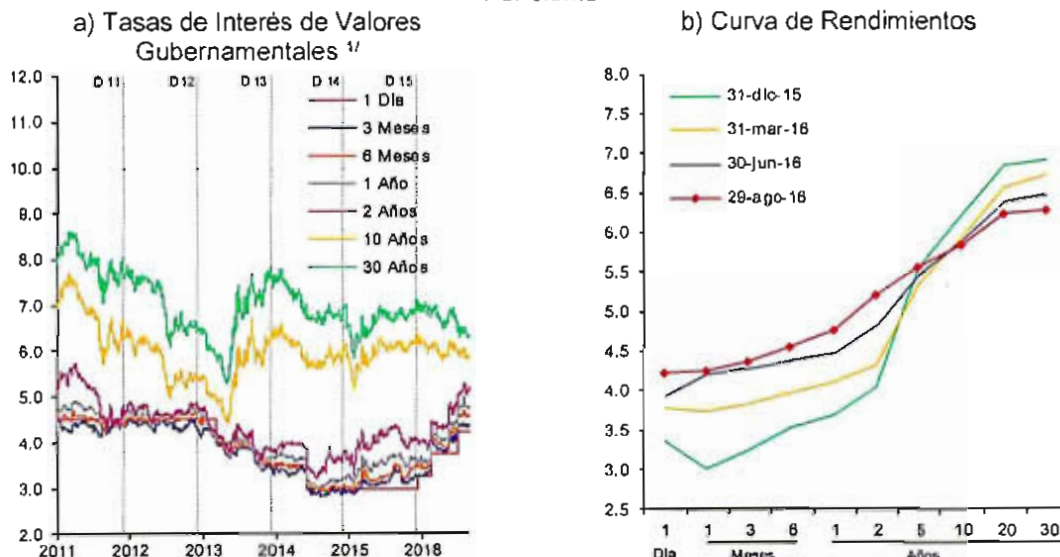


Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

La evolución de los mercados financieros nacionales se vio influida en gran medida por los cambios en la volatilidad registrados en los mercados internacionales, así como por las acciones de política económica en el país. De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos mostró una reducción importante en el primer trimestre del año como respuesta al ajuste de política monetaria decidido en la reunión extraordinaria de febrero. Posteriormente, como se mencionó, durante mayo y junio aumentó la volatilidad en los mercados financieros, se depreció el tipo de cambio y se incrementaron las tasas de interés de corto y mediano plazo. Ante ello, se dio el ajuste de política monetaria en junio, el cual generó también un aplanamiento notorio en la curva de rendimientos, teniendo así el efecto deseado. En particular, de abril a mediados de agosto las tasas de los bonos soberanos con vencimiento a 3 meses y a 2 años aumentaron 50 y 90 puntos base, de 3.9 a 4.4 por ciento y de 4.3 a 5.2 por ciento, respectivamente. En contraste, la correspondiente a los bonos con vencimiento a 10 años disminuyó 10 puntos base, de 6.0 a 5.9 por ciento, en el mismo periodo (Gráfica 40a). Así, la pendiente de la curva de rendimientos (que se aproxima con la diferencia entre la tasa a 10 años y la tasa a 3 meses) se redujo notoriamente, de 210 a 150 puntos base en el periodo antes referido (Gráfica 40b). Al respecto, conviene señalar que el aplanamiento de la curva de rendimientos puede interpretarse como evidencia de que, si bien se dio un incremento en el costo del dinero en el corto plazo, las expectativas de inflación

se mantuvieron bien ancladas lo que, en consecuencia, contribuye a minimizar el potencial efecto adverso del alza en la tasa de interés de referencia en las inversiones en instrumentos financieros de largo plazo.

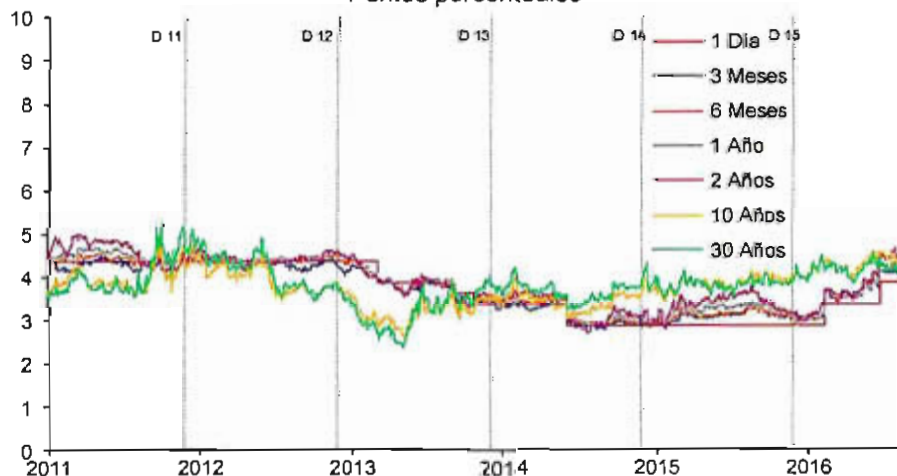
**Gráfica 40**  
**Tasas de Interés en México**  
 Por ciento



1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de Interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.  
 Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Por su parte, y dado que las tasas de interés en Estados Unidos tuvieron disminuciones generalizadas, los diferenciales de tasas de interés entre México y dicho país se incrementaron ligeramente. De este modo, el diferencial de tasas de interés a 10 años aumentó de 420 a 430 puntos base de abril a mediados de agosto (Gráfica 41).

**Gráfica 41**  
**Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos**  
 Puntos porcentuales



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.

Ante la posibilidad de que la volatilidad en los mercados financieros internacionales se vuelva a exacerbar dados los riesgos geopolíticos que persisten, el riesgo de enfrentar precios del petróleo bajos ante la debilidad del crecimiento global imperante, y las consecuencias del proceso de normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, es crucial perseverar en el mantenimiento de fundamentos macroeconómicos sanos en el país. A ello han contribuido de manera importante los ajustes en las políticas fiscal y monetaria implementados a lo largo del año, así como la renovación anticipada e incremento del monto de la LCF para México por parte del FMI. Ello, no solo por el financiamiento contingente disponible que dicha línea implica (88 mil millones de dólares a la fecha de su renovación), sino que también por el incentivo que genera para mantener un marco macroeconómico sano.<sup>11</sup> En todo caso, dada la incertidumbre externa y el desempeño durante los últimos años de los Requerimientos Financieros del Sector Público, acciones adicionales de consolidación en las finanzas públicas, tales como alcanzar un superávit primario a partir de 2017, conforme lo ha planteado la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, se han tornado indispensables para poder absorber de manera más eficiente choques del exterior y propiciar saldos adecuados de la cuenta corriente. Por su parte, en el caso que las circunstancias futuras lo ameriten, este Instituto Central ajustará su postura monetaria con oportunidad, flexibilidad y con la profundidad que sea requerida, con el afán de mantener la inflación y sus expectativas bien ancladas, lo que a su vez coadyuvará a una mayor estabilidad financiera.

---

<sup>11</sup> La Línea de Crédito Flexible se incrementó de 47.3 a 62.4 miles de millones de derechos especiales de giro (DEG). Ver comunicado de la Comisión de Cambios del 27 de mayo de 2016.

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

**Crecimiento de la Economía Nacional:** La economía mexicana ha continuado enfrentando un entorno externo complejo, que de hecho ha tendido a tornarse más adverso con el paso del tiempo. En efecto, además de que ha seguido el estancamiento del comercio mundial y la debilidad del sector industrial estadounidense, diversos acontecimientos geopolíticos han acentuado la incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento mundial. En este contexto, si bien se continúa previendo una recuperación de la producción industrial estadounidense que contribuya a impulsar las exportaciones mexicanas en los siguientes trimestres, se espera que dicho empuje sea menor al anticipado en el Informe previo.<sup>12</sup>

Adicionalmente, si bien en el Informe previo ya se anticipaba una desaceleración de la economía en el segundo trimestre del año, esta aparentemente fue más pronunciada de lo previsto. De este modo, es necesario revisar a la baja los intervalos de pronóstico de crecimiento de la actividad económica para 2016 y 2017, ante la persistencia de un entorno externo adverso y los efectos de la caída del PIB en el segundo trimestre sobre el nivel promedio que dicho agregado registrará en el año. Así, se prevé que el PIB de México crezca entre 1.7 y 2.5 por ciento en 2016. Este intervalo se compara con uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento reportado en el Informe previo y es de menor amplitud, dada la mayor información disponible. Asimismo, el intervalo de pronósticos para 2017 se revisa de un crecimiento de entre 2.3 y 3.3 por ciento publicado en el Informe anterior, a uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento (Gráfica 42a). Al respecto, cabe señalar que se prevé que las reformas estructurales contribuyan a la recuperación del gasto interno privado y que gradualmente vayan generando un entorno de crecimiento más favorable que conduzca a mayores tasas de expansión del consumo y de la inversión.

**Empleo:** A pesar de la revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento del PIB para 2016, el fuerte dinamismo que ha venido presentando el número de puestos de trabajo afiliados al IMSS en los últimos meses, implica que no se ajuste el intervalo de previsiones para dicho indicador para ese año respecto al Informe previo. De este modo, para 2016 se continúa esperando un aumento de entre 590 y 690 mil puestos de trabajo afiliados al IMSS. No obstante, el menor crecimiento económico previsto para 2017 sí implica un ajuste a la baja en las perspectivas de crecimiento del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS para ese año. En particular, para 2017 se revisa el intervalo de pronósticos respecto al previsto en el Informe anterior de entre 630 y 730 mil plazas laborales a uno de entre 610 y 710 mil puestos de trabajo.

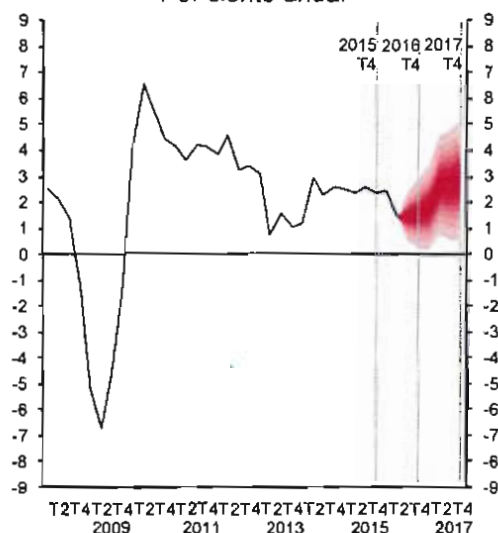
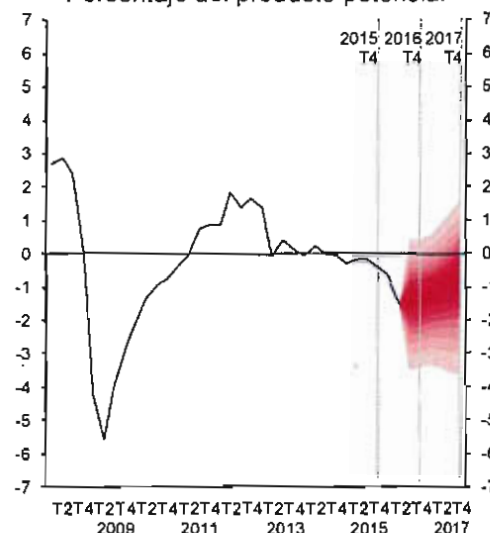
Considerando las previsiones de crecimiento descritas, se continúa anticipando que la brecha del producto se mantenga en terreno negativo en el horizonte de pronóstico y, en ese contexto, que no se presenten presiones sobre los precios provenientes de la evolución de la demanda agregada (Gráfica 42b).

<sup>12</sup> Las expectativas para la economía de Estados Unidos se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en agosto de 2016. Para 2016, se prevé que la producción industrial de ese país disminuya en 0.9 por ciento, cifra menor a la tasa de variación esperada en el Informe previo de -0.4 por ciento. Para 2017, las previsiones se ajustan de 2.3 por ciento en el Informe anterior a 2.0 por ciento en el actual.



Gráfica 42

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

a) Crecimiento del Producto, a. e.  
Por ciento anuala. e. / Cifras desestacionalizadas.  
Fuente: INEGI y Banco de México.b) Estimación de la Brecha del Producto, a. e.  
Porcentaje del producto potenciala. e. / Elaborado con cifras desestacionalizadas.  
Fuente: Banco de México.

**Cuenta Corriente:** La previsión del saldo de la cuenta corriente para 2016 y 2017 implica un mayor déficit como porcentaje del PIB que los observados en 2014 y 2015 de 2.0 y 2.9 por ciento, respectivamente. En particular, para 2016, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 16.0 y de 32.4 miles de millones de dólares, respectivamente (1.5 y 3.1 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2017, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 16.0 y 35.6 miles de millones de dólares, respectivamente (1.4 y 3.2 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Entre los riesgos a la baja asociados al pronóstico de crecimiento sobresalen:

- i. La posibilidad de que persista la atonía de las exportaciones mexicanas. Estas podrían verse afectadas por un crecimiento económico menor al previsto tanto en la economía global como en la de Estados Unidos. En el caso de este país en particular, la afectación se puede generar, entre otros factores, por la incertidumbre asociada a su proceso electoral y sus implicaciones. Además, nuestras exportaciones se podrían reducir por menores precios del petróleo y/o una reducción adicional de la plataforma de producción petrolera.
- ii. El panorama político y económico prevaleciente en Estados Unidos también podría afectar el crecimiento de México, al reducir la inversión en nuestro país.

Entre los riesgos al alza para el crecimiento destacan:

- i. La posibilidad de que las reformas estructurales tengan un efecto favorable para el crecimiento en un plazo menor al anticipado.

- ii. Que el consumo registre una reactivación sostenible más pronunciada y duradera, a lo cual podría contribuir, entre otros factores, una mejoría más notoria en el mercado laboral, que persista el dinamismo de las remesas, y un restablecimiento de mayores niveles de confianza por parte de los consumidores.

**Inflación:** En los siguientes meses, se estima que la inflación general anual aumente de manera gradual, ubicándose muy cerca de 3 por ciento al cierre del 2016 y con un promedio para el año en su conjunto por debajo de esa cifra. Este pronóstico contempla la fórmula empleada para la determinación de los precios máximos de las gasolinas por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, así como la evolución de las referencias internacionales de estos energéticos. El efecto de lo anterior es parcialmente contrarrestado por el impacto favorable sobre la inflación que tendrá la reducción en los precios del gas L.P. anunciados por la misma Secretaría el 14 de agosto. Por su parte, se espera que la inflación subyacente anual aumente de manera paulatina a lo largo de 2016, finalizando el año en niveles cercanos a 3 por ciento. Para 2017, se anticipa que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen alrededor del objetivo permanente de inflación (Gráfica 43 y Gráfica 44).

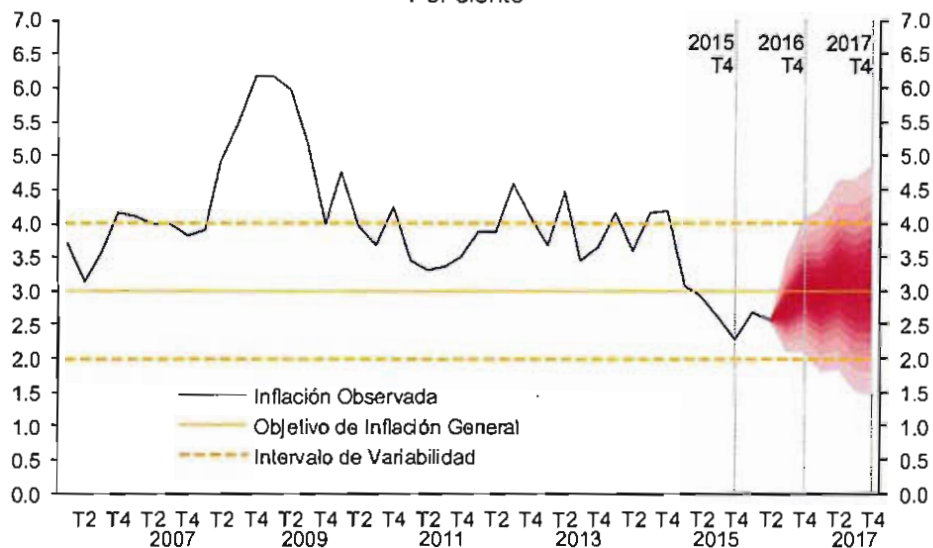
Entre los riesgos al alza destacan:

- i. Que derivado de la incertidumbre asociada al resultado del proceso electoral de Estados Unidos y sus implicaciones, la posibilidad de precios del petróleo más débiles, un deterioro del déficit de la cuenta corriente, y el reinicio de la normalización de la postura monetaria de la Reserva Federal, la moneda nacional experimente depreciaciones adicionales, lo que a su vez podría afectar las expectativas de inflación y el comportamiento de esta última.
- ii. Aumentos de precios de bienes agropecuarios, si bien su impacto sobre la inflación tendería a ser transitorio.

A la baja:

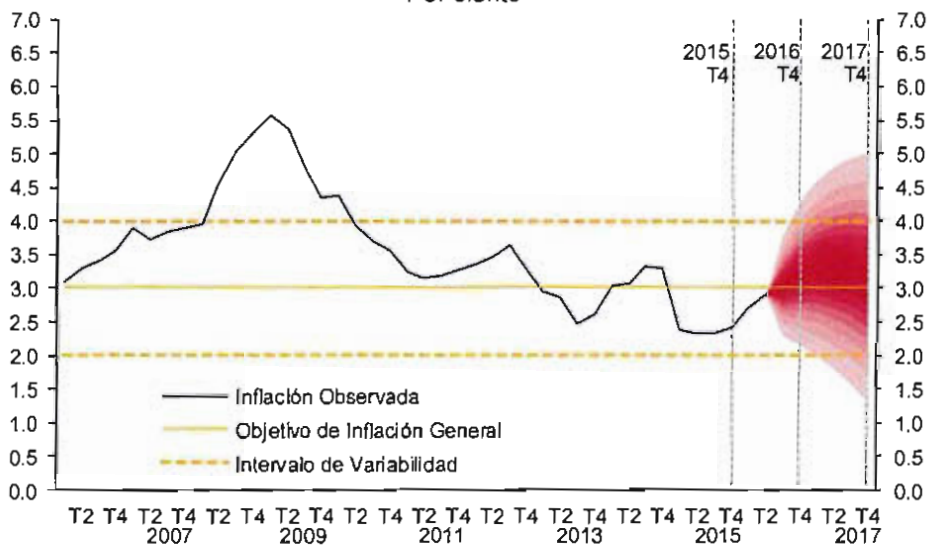
- i. Reducciones adicionales en los precios de algunos insumos de uso generalizado, tales como los servicios de telecomunicación, como consecuencia de las reformas estructurales.
- ii. Que la actividad económica nacional continúe presentando hacia adelante un dinamismo menor al anticipado, lo que reduciría la posibilidad de que se presenten presiones inflacionarias por el lado de la demanda agregada.

**Gráfica 43**  
**Gráfica de Abanico: Inflación General Anual <sup>1/</sup>**  
 Por ciento



<sup>1/</sup> Promedio trimestral de la inflación general anual.  
 Fuente: Banco de México e INEGI.

**Gráfica 44**  
**Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual <sup>1/</sup>**  
 Por ciento



<sup>1/</sup> Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.  
 Fuente: Banco de México e INEGI.

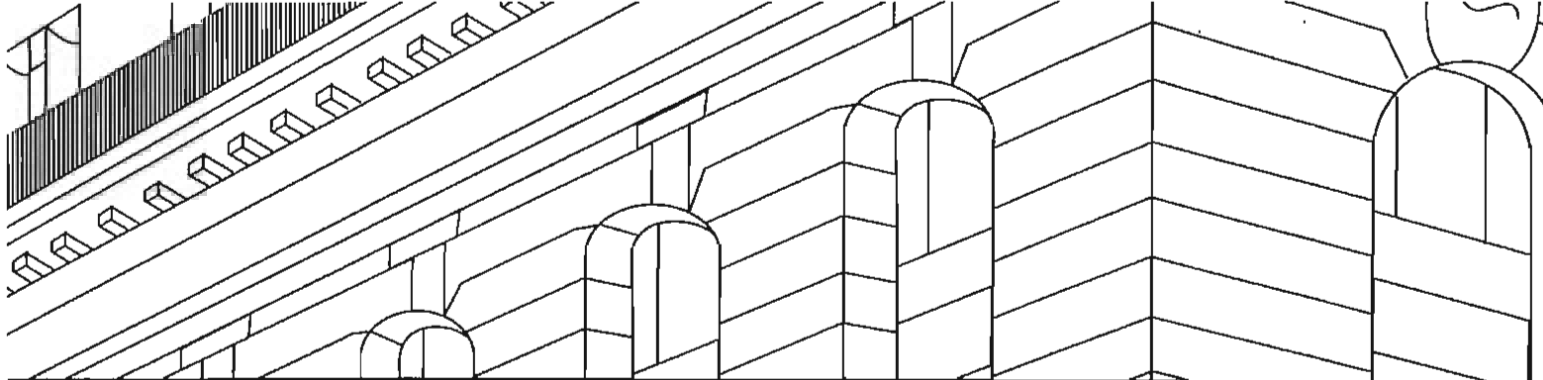
En este contexto, y considerando lo expuesto en el presente Informe, hacia adelante la Junta de Gobierno seguirá muy de cerca la evolución de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazo, en especial del tipo de cambio y su posible traspaso a los precios al consumidor. Asimismo, se mantendrá vigilante de la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, sin descuidar la evolución de la brecha del producto. Esto, con el

fin de estar en posibilidad de continuar tomando las medidas necesarias para consolidar la convergencia eficiente de la inflación al objetivo de 3 por ciento, con toda flexibilidad y en el momento y magnitud en que las condiciones lo requieran.

Ante la complejidad del entorno internacional, en el que inclusive algunos riesgos se han materializado, la actividad económica mundial podría deteriorarse aún más por las secuelas de estos eventos adversos o por nuevos acontecimientos geopolíticos, dentro de los cuales destaca el resultado que pudiera tener el proceso electoral en Estados Unidos. En este contexto, es necesario seguir tomando medidas que refuercen y den solidez a los fundamentos macroeconómicos de México. Así, las medidas anunciadas por el Gobierno Federal sobre las finanzas públicas son impostergables, toda vez que su adopción cabal no sólo permitirá contar con finanzas públicas sanas, sino que liberará presiones sobre las cuentas externas. Asimismo, si bien la adopción de medidas que en el mediano y largo plazos fortalezcan las fuentes internas de crecimiento es una obligación permanente para mejorar el bienestar de la población, su fomento se vuelve indispensable ante los retos del exterior que enfrenta el país. En este sentido, se torna crucial continuar con la correcta implementación de las reformas estructurales, ya que estas promoverán una mayor productividad y competitividad del país.

Además, como se ha mencionado en Informes anteriores, es fundamental también contar con un estado de derecho sólido y garantizar la seguridad jurídica. Modificar el marco institucional en esta dirección no sólo redundará en condiciones de mayor certidumbre que permitan una mayor inversión en el país y en que las reformas estructurales alcancen todo su potencial, sino que permitirá alinear los incentivos de los agentes económicos de manera que disminuya la búsqueda de rentas y se impulsen actividades que impliquen una mayor creación de valor.





  
BANCO DE MÉXICO  
Agosto 2016  
[www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

A black rectangular area containing the Banco de México logo, the name of the institution, the date of the report, and the website address.