



LXII LEGISLATURA  
CÁMARA DE DIPUTADOS

# Diario de los Debates

ORGANO OFICIAL DE LA CAMARA DE DIPUTADOS  
DEL CONGRESO DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS

Poder Legislativo Federal

Primer Periodo de Sesiones Ordinarias del Tercer Año de Ejercicio

**Presidente**

**Diputado Silvano Aureoles Conejo**

Año III

Jueves 20 de noviembre de 2014

Sesión 32 Anexo "A"

## **Mesa Directiva**

### **Presidente**

Dip. Silvano Aureoles Conejo

### **Vicepresidentes**

Dip. Tomás Torres Mercado

Dip. Francisco Agustín Arroyo Vieyra

Dip. María Beatriz Zavala Peniche

Dip. Aleida Alavez Ruiz

### **Secretarios**

Dip. Laura Barrera Fortul

Dip. Xavier Azuara Zúñiga

Dip. Graciela Saldaña Fraire

Dip. Javier Orozco Gómez

Dip. Merylyn Gómez Pozos

Dip. Magdalena del Socorro Núñez Monreal

Dip. Fernando Bribiesca Sahagún

## **Junta de Coordinación Política**

### **Presidente**

Dip. Manlio Fabio Beltrones Rivera  
Coordinador del Grupo Parlamentario del PRI

### **Coordinadores de los Grupos Parlamentarios**

Dip. José Isabel Trejo Reyes  
Coordinador del Grupo Parlamentario del PAN

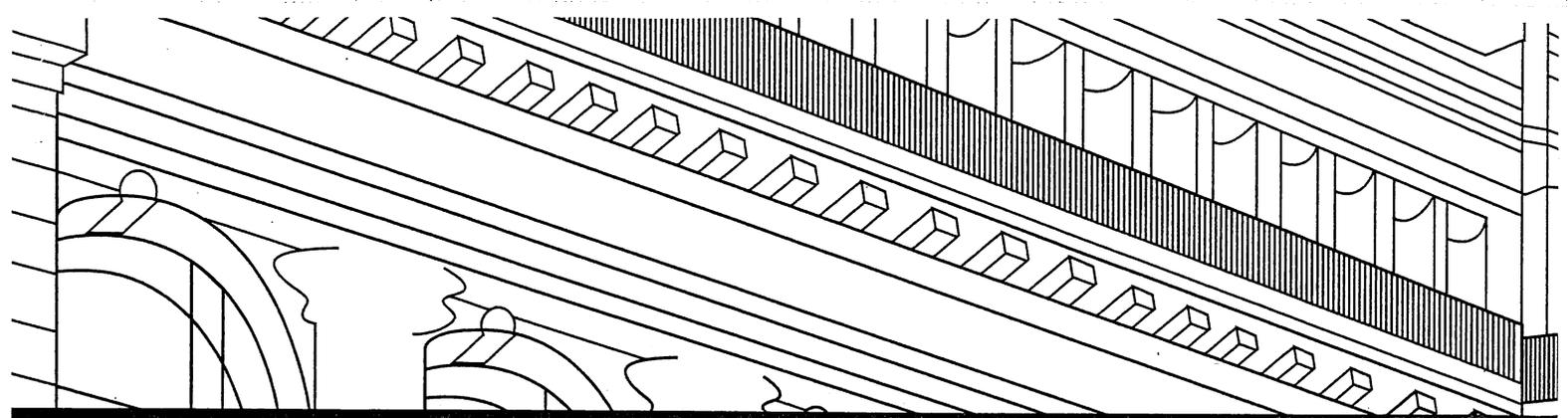
Dip. Agustín Miguel Alonso Raya  
Coordinador del Grupo Parlamentario del PRD

Dip. Arturo Escobar y Vega  
Coordinador del Grupo Parlamentario del PVEM

Dip. Alberto Anaya Gutiérrez  
Coordinador del Grupo Parlamentario del PT

Dip. Ricardo Monreal Ávila  
Coordinador del Grupo Parlamentario  
de Movimiento Ciudadano

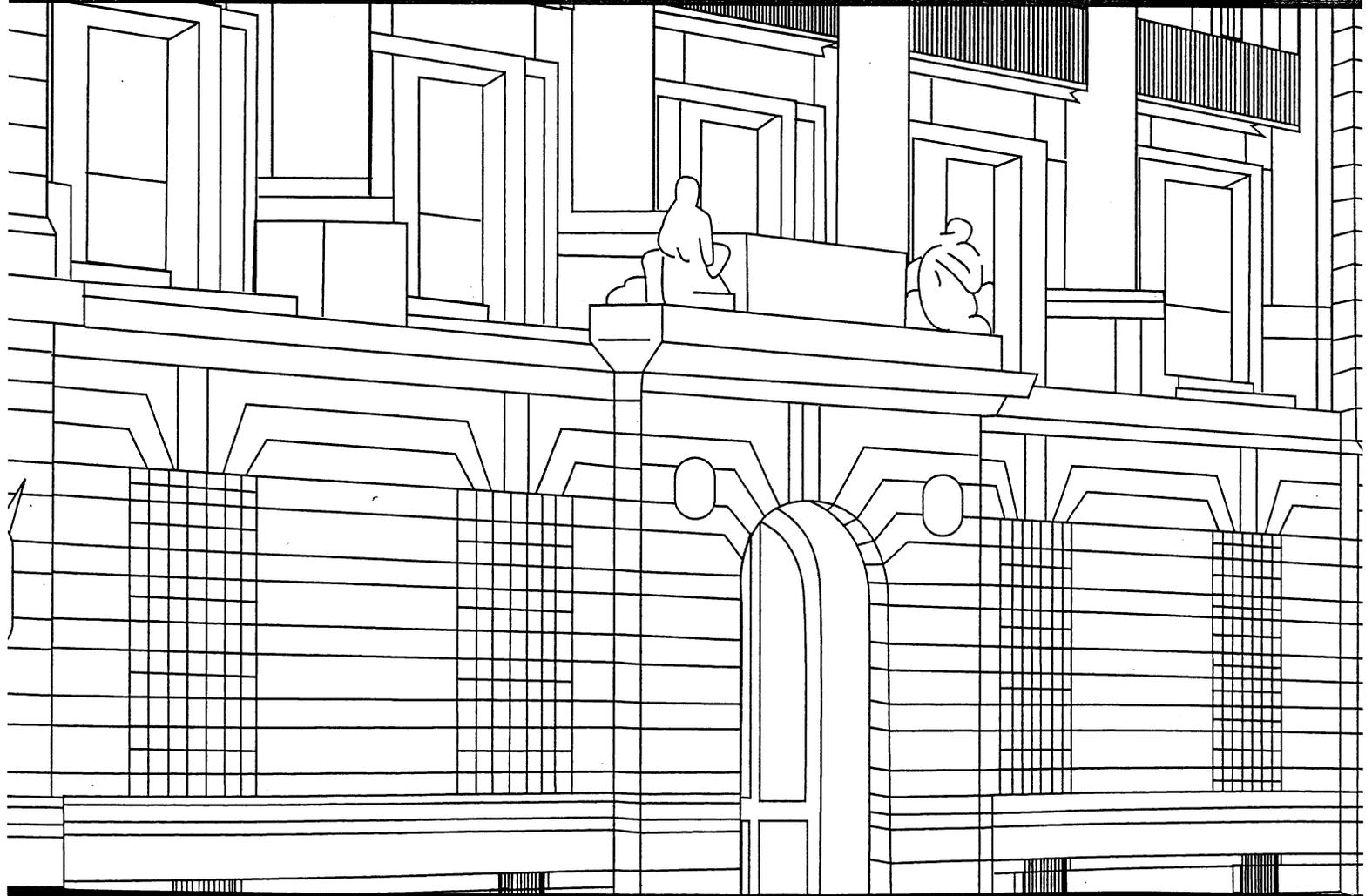
Dip. María Sanjuana Cerda Franco  
Coordinadora del Grupo Parlamentario  
de Nueva Alianza



BANCO DE MÉXICO

# Informe Trimestral

Julio - Septiembre 2014



*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 julio – septiembre de 2014 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 17 de noviembre de 2014. 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 Tercer Trimestre de 2014.....	4
2.2. Salarios.....	10
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Tercer Trimestre de 2014 .....	11
3.1. Condiciones Externas.....	11
3.1.1. Actividad Económica Mundial .....	11
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	14
3.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior .....	15
3.1.4. Mercados Financieros Internacionales .....	16
3.2. Evolución de la Economía Mexicana .....	18
3.2.1. Actividad Económica .....	18
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País .....	30
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación .....	37
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	48
Anexo	
Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria y los Informes Trimestrales en 2015.....	54

## RECUADRO

1. La Inversión en el Sector de la Construcción y la Actividad Económica en México.....	21
--	----

## 1. Introducción

Por mandato constitucional, la política monetaria en México se enfoca a procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Como resultado de ello, en los últimos años se han logrado avances significativos en el abatimiento de la inflación, tales como una reducción en su nivel y volatilidad, una ausencia de efectos de segundo orden ante cambios en precios relativos, expectativas de inflación mejor ancladas y una disminución en la prima de riesgo inflacionario. Dichos avances han significado una mayor efectividad de la política monetaria. En este sentido, en los últimos dos años, ante un entorno favorable para la inflación, caracterizado por una trayectoria convergente hacia el objetivo permanente, expectativas de inflación de mediano y largo plazo estables y condiciones de holgura en la economía, la Junta de Gobierno aprovechó la coyuntura para ajustar la postura de política monetaria y apoyar la recuperación de la actividad económica. Así, entre marzo de 2013 y junio de 2014 disminuyó la tasa de interés de referencia 150 puntos base, actuando en todo momento en línea con su mandato prioritario sin comprometer el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

En el tercer trimestre de 2014 la inflación general anual alcanzó niveles por arriba de 4 por ciento, principalmente, como reflejo del desvanecimiento del efecto de una elevada base de comparación en el subíndice de frutas y verduras y del aumento en el precio relativo de algunos productos cárnicos. Teniendo en consideración la naturaleza transitoria del efecto de este choque sobre la inflación, que las expectativas de inflación están bien ancladas, y que se anticipa una reducción importante de ésta hacia el final de 2014 y principios de 2015, durante el periodo que cubre este Informe la Junta consideró que, a la luz del comportamiento de todos los determinantes de la inflación, la postura de política monetaria era conducente a la convergencia de la inflación a la meta de 3 por ciento en 2015, por lo que mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 3 por ciento.

En el tercer trimestre de 2014, la actividad económica en México continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado respecto al trimestre previo. Este comportamiento refleja el dinamismo de la demanda externa proveniente principalmente de Estados Unidos, así como una lenta reactivación de la demanda interna. De acuerdo a lo anterior, en el trimestre que se reporta persistieron condiciones de holgura en la economía, si bien se estima que éstas seguirán disminuyendo en los siguientes trimestres. En congruencia, no se han percibido presiones sobre los mercados laborales y crediticios.

El entorno internacional actual se ha tornado especialmente complicado e incierto, lo cual implica la necesidad de ser más cautelosos en la conducción de la política macroeconómica en el país. En primer lugar, la economía mundial continuó mostrando signos de debilidad en el tercer trimestre, a la vez que se observó una disminución de la inflación a nivel global. En Japón y la zona del euro la actividad económica se mantuvo débil, mientras que en Estados Unidos y Reino Unido continuó expandiéndose. En consecuencia, las expectativas para la postura de política monetaria de las principales economías avanzadas siguieron direcciones opuestas durante el periodo que cubre este Informe. La Reserva Federal reafirmó su estrategia de un retiro gradual del estímulo monetario, mientras que el Banco

Central Europeo y el Banco de Japón anunciaron medidas adicionales de relajamiento monetario. En algunas de las principales economías emergentes también se observó un menor dinamismo de la actividad económica, destacando Brasil, China y Rusia. En segundo lugar, la preocupación sobre el panorama de la economía mundial y la incertidumbre sobre la posible respuesta de política monetaria de las principales economías avanzadas, aunado a los riesgos geopolíticos y la alarma causada por la evolución de la epidemia del ébola, provocaron un fuerte repunte en la volatilidad en los mercados financieros internacionales en el periodo referido, lo cual tuvo consecuencias desfavorables sobre los precios de los activos y las monedas de las economías emergentes. Al respecto, resalta una mayor preocupación por la posibilidad de que la debilidad en el crecimiento global, que ha sido menor al esperado durante los últimos años, sea reflejo de problemas estructurales en la economía mundial más que de factores cíclicos. Finalmente, también es relevante mencionar que este entorno condujo a caídas en los precios internacionales de diversas mercancías básicas, entre ellas del petróleo.

Los importantes ajustes en los mercados financieros internacionales se reflejaron en los de nuestro país. Hasta el momento, dichos ajustes se han dado de manera ordenada y bajo condiciones adecuadas de liquidez. En particular, en el periodo objeto de este Informe, el peso registró una depreciación, el índice de la Bolsa Mexicana de Valores presentó volatilidad y las tasas de interés a diversos plazos mostraron incrementos marginales, aunque en el año en su conjunto éstas han caído. De hecho, los movimientos en las variables financieras en México fueron de menor magnitud que en la mayoría de las economías emergentes. Sin embargo, no se puede descartar la posibilidad de ajustes adicionales en los mercados financieros nacionales, por lo que persiste la necesidad de mantenerse atentos ante cualquier evento que pudiese influir en la estabilidad de la economía nacional. En particular, se debe de mantener prudencia en la conducción de las políticas económicas, especialmente la fiscal, la monetaria y la financiera, para evitar riesgos para la estabilidad macroeconómica y del sistema financiero del país. Esto cobra mayor relevancia en un contexto en el cual la caída de los precios del petróleo, de perdurar por un periodo prolongado, puede constituir un riesgo adicional sobre las cuentas externas y sobre las finanzas públicas del país.

Se espera que la reactivación de la economía nacional persista, sustentada, principalmente, por el impulso de la demanda externa, así como por una paulatina mejoría del gasto interno. Se anticipa que la tasa de crecimiento del PIB de México en 2014 se ubique entre 2.0 y 2.5 por ciento, intervalo que se compara con uno de entre 2.0 y 2.8 por ciento en el Informe previo. Para 2015, se proyecta que la tasa de expansión del PIB se sitúe entre 3.0 y 4.0 por ciento, mientras que para 2016 dicho intervalo es de 3.2 a 4.2 por ciento sustentado en la expectativa de una implementación adecuada de las reformas estructurales recientemente legisladas. Con base en estas previsiones, se estima que en el futuro la holgura en la economía continuará reduciéndose gradualmente.

Se prevé que la inflación general anual al cierre de 2014 disminuya para ubicarse alrededor de 4 por ciento y que en 2015 converja al objetivo de 3 por ciento. En particular, ante el desvanecimiento de los efectos de los cambios en precios relativos derivados de las medidas tributarias al inicio del año, en combinación con la eliminación del cobro por larga distancia telefónica nacional y una caída en la tasa de crecimiento anual en los precios de las gasolinas, se anticipa que la

inflación general anual disminuya considerablemente a principios de 2015 y que se sitúe en niveles alrededor de 3 por ciento a partir de mediados del año. Al respecto, conviene destacar que la reducción en la tasa de crecimiento del precio de las gasolinas representa un cambio muy importante en el proceso de determinación de precios en la economía. Lo anterior, debido a que en los últimos cuatro años la variación anual en dicho precio fue superior a 10 por ciento mientras que la meta para la inflación general fue 3 por ciento. Esta diferencia claramente significó presiones al alza para la inflación y sus expectativas en estos últimos años. Así, el cambio previsto en la tasa de variación anual del precio de las gasolinas se espera contribuya directamente a una menor inflación general y que, adicionalmente, las expectativas de inflación y otros precios en la economía se ajusten en congruencia con el objetivo de 3 por ciento. En cuanto a la inflación subyacente anual, se espera que se mantenga en niveles cercanos a 3 por ciento en lo que resta de 2014 y por debajo de ese nivel en 2015. Finalmente, para 2016 se prevé que tanto la inflación general, como la subyacente, se ubiquen en niveles cercanos a 3 por ciento.

Teniendo en consideración todo lo anterior, la Junta de Gobierno estima que por el momento la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. Hacia adelante, se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y de sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista, incluyendo los efectos que las reformas estructurales pudieran tener tanto sobre el producto potencial de la economía, como sobre la demanda agregada. Asimismo, se mantendrá atenta a la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos. Todo esto con el fin de alcanzar la meta de inflación señalada.

## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2014

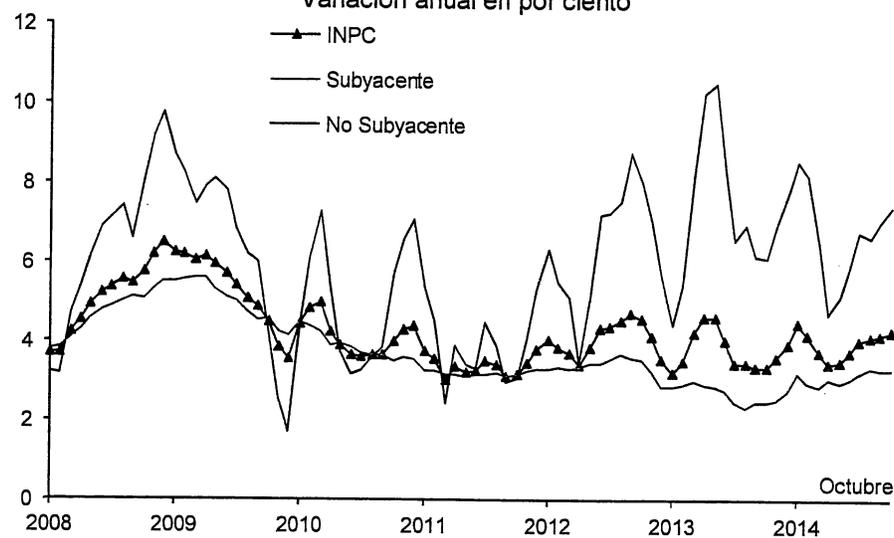
A finales del segundo trimestre y principios del tercero la inflación presentó un repunte que estuvo asociado, principalmente, al desvanecimiento de un efecto aritmético de elevada base de comparación en el subíndice no subyacente (Cuadro 1 y Gráfica 1). En adición a lo anterior, al aumento referido también contribuyó un incremento en los precios de productos cárnicos y algunos de sus derivados, como reflejo de choques de oferta provenientes de Estados Unidos sobre estos productos. De esta manera, la inflación general anual promedio pasó de 3.59 por ciento en el segundo trimestre de 2014 a 4.15 por ciento en el tercero. En octubre la inflación general anual fue 4.30 por ciento.

**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**  
Variación anual en por ciento

	Variación Anual								Promedio	
	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiembre	Octubre	Trim II	Trim III	
	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	2014	
<b>INPC</b>	<b>3.50</b>	<b>3.51</b>	<b>3.75</b>	<b>4.07</b>	<b>4.15</b>	<b>4.22</b>	<b>4.30</b>	<b>3.59</b>	<b>4.15</b>	
<b>Subyacente</b>	<b>3.11</b>	<b>3.00</b>	<b>3.09</b>	<b>3.25</b>	<b>3.37</b>	<b>3.34</b>	<b>3.32</b>	<b>3.07</b>	<b>3.32</b>	
<b>Mercancías</b>	<b>2.97</b>	<b>3.08</b>	<b>3.24</b>	<b>3.37</b>	<b>3.56</b>	<b>3.46</b>	<b>3.53</b>	<b>3.10</b>	<b>3.46</b>	
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.60	4.76	5.06	5.20	5.41	5.36	5.33	4.81	5.32	
Errutidos	4.89	7.21	7.91	8.64	9.49	10.05	10.90	6.67	9.39	
Pan Dulce	9.91	10.60	10.81	11.24	11.39	11.34	11.25	10.44	11.32	
Refrescos Envasados	16.82	16.25	16.16	16.15	15.76	15.70	15.50	16.41	15.87	
Mercancías No Alimenticias	1.67	1.73	1.78	1.88	2.06	1.94	2.07	1.72	1.96	
<b>Servicios</b>	<b>3.23</b>	<b>2.94</b>	<b>2.96</b>	<b>3.15</b>	<b>3.22</b>	<b>3.24</b>	<b>3.14</b>	<b>3.04</b>	<b>3.21</b>	
Vivienda	2.24	2.21	2.15	2.11	2.07	2.13	2.14	2.20	2.11	
Educación (Colegiaturas)	4.39	4.42	4.46	4.38	4.19	4.30	4.31	4.42	4.29	
Otros Servicios	3.94	3.28	3.40	3.90	4.17	4.12	3.86	3.54	4.06	
Servicio de Telefonía Móvil	-3.73	-6.77	-5.67	-3.15	-1.60	-4.11	-8.99	-5.39	-2.95	
Transporte Aéreo	1.89	-4.43	0.87	12.36	16.63	20.14	16.72	-0.53	16.15	
<b>No Subyacente</b>	<b>4.75</b>	<b>5.19</b>	<b>5.96</b>	<b>6.83</b>	<b>6.72</b>	<b>7.11</b>	<b>7.61</b>	<b>5.29</b>	<b>6.89</b>	
<b>Agropecuarios</b>	<b>-1.13</b>	<b>0.67</b>	<b>3.37</b>	<b>5.78</b>	<b>6.22</b>	<b>7.57</b>	<b>8.46</b>	<b>0.94</b>	<b>6.53</b>	
Frutas y Verduras	-9.90	-7.97	-2.15	3.22	0.13	1.20	1.31	-6.86	1.48	
Tomate Verde	-68.85	-63.07	-19.95	14.64	34.79	3.57	-21.93	-58.97	16.19	
Jitomate	-7.34	-30.06	-22.73	3.77	-10.39	-5.54	-2.22	-20.46	-4.52	
Chile Serrano	-11.26	-19.48	11.00	32.78	44.43	39.73	24.67	-8.48	38.99	
Pecuarios	4.39	5.70	6.34	7.14	9.64	11.22	12.62	5.49	9.33	
Carne de Res	8.23	9.92	11.78	12.38	14.71	17.85	19.73	9.98	14.99	
Carne de Cerdo	8.48	10.01	11.43	14.37	19.58	19.16	18.78	9.98	17.70	
<b>Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno</b>	<b>8.62</b>	<b>8.14</b>	<b>7.59</b>	<b>7.47</b>	<b>7.03</b>	<b>6.82</b>	<b>6.93</b>	<b>8.09</b>	<b>7.11</b>	
Energéticos	9.45	8.86	8.42	8.38	7.83	7.56	7.74	8.92	7.92	
Gasolina	11.69	11.89	10.97	10.74	10.22	9.53	9.59	11.51	10.16	
Electricidad	4.11	-0.19	0.17	0.66	1.07	1.49	2.81	1.57	1.07	
Gas Doméstico	10.30	10.05	9.91	9.80	8.17	8.25	8.49	10.08	8.74	
Tarifas Autorizadas por Gobierno	6.86	6.89	6.18	5.92	5.65	5.55	5.48	6.64	5.71	
Colectivo	6.16	5.79	4.40	3.59	2.74	2.53	2.48	5.44	2.95	

Fuente: Banco de México e INEGI.

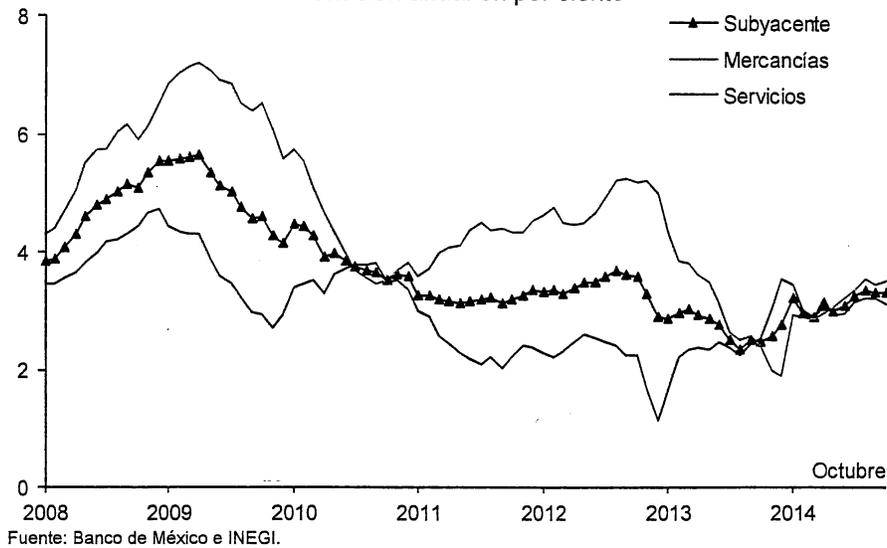
**Gráfica 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor**  
 Variación anual en por ciento



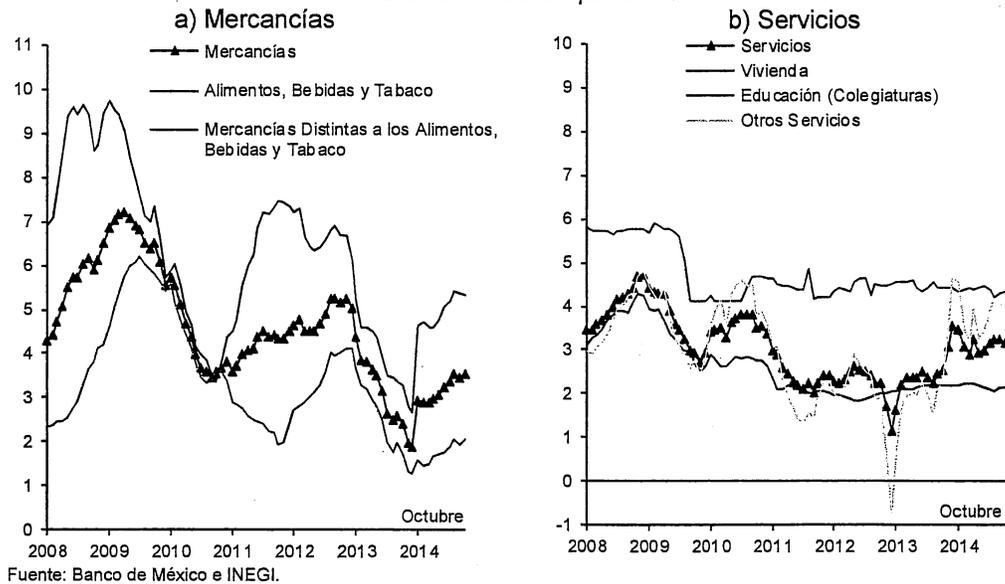
Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual promedio pasó de 3.07 a 3.32 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre, ubicándose igualmente en 3.32 por ciento en octubre (Cuadro 1 y Gráfica 2). El subíndice de precios de las mercancías registró una inflación anual promedio de 3.10 por ciento en el segundo trimestre de 2014 mientras que en el tercer trimestre fue de 3.46 por ciento. En octubre la variación de este subíndice fue de 3.53 por ciento. Este incremento se debió, en buena medida, al comportamiento del grupo de mercancías alimenticias, ya que algunos bienes derivados de productos pecuarios, tales como los embutidos, exhibieron alzas en sus precios. De esta forma, el grupo mencionado incrementó su variación anual promedio de 4.81 a 5.32 por ciento entre los trimestres referidos, registrando 5.33 por ciento en octubre. Por su parte, la variación anual promedio del grupo de las mercancías no alimenticias se incrementó ligeramente, pasando de 1.72 a 1.96 por ciento en el mismo lapso y a 2.07 por ciento en octubre (Cuadro 1, Gráfica 2 y Gráfica 3a).

**Gráfica 2**  
**Índice de Precios Subyacente**  
 Variación anual en por ciento



**Gráfica 3**  
**Índice de Precios Subyacente: Mercancías y Servicios**  
 Variación anual en por ciento

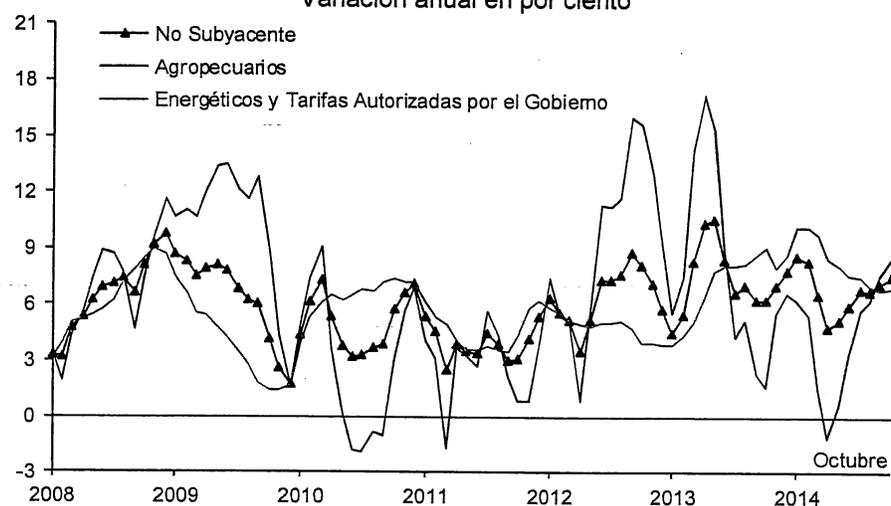


Entre el segundo y tercer trimestre de 2014, la inflación anual promedio del subíndice de precios de los servicios pasó de 3.04 a 3.21 por ciento para posteriormente ubicarse en 3.14 por ciento en octubre. El referido incremento estuvo asociado al comportamiento del grupo de servicios distintos a educación y vivienda, en particular al transporte aéreo, dado que se observaron mayores incrementos en estas tarifas en relación al mismo periodo de 2013 ante un aumento en la demanda por este servicio. De esta forma, la variación anual promedio del grupo de servicios distintos a educación y vivienda pasó de 3.54 a 4.06 por ciento

entre los trimestres referidos. Posteriormente, este indicador se ubicó en 3.86 por ciento en octubre. Esta reducción fue reflejo, en lo principal, de la introducción de nuevos planes y promociones por parte de algunas compañías de telefonía móvil (Cuadro 1 y Gráfica 3b).

Por su parte, el desvanecimiento del efecto de una elevada base de comparación en el subíndice de frutas y verduras, junto con las condiciones adversas de oferta que impulsaron al alza los precios de algunos productos cárnicos, dieron lugar a un aumento en la tasa de variación anual promedio del subíndice no subyacente de 5.29 a 6.89 por ciento entre el segundo y tercer trimestre. Posteriormente, en octubre, la inflación anual de este componente se ubicó en 7.51 por ciento (Cuadro 1, Gráfica 4 y Gráfica 5).

**Gráfica 4**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
Variación anual en por ciento



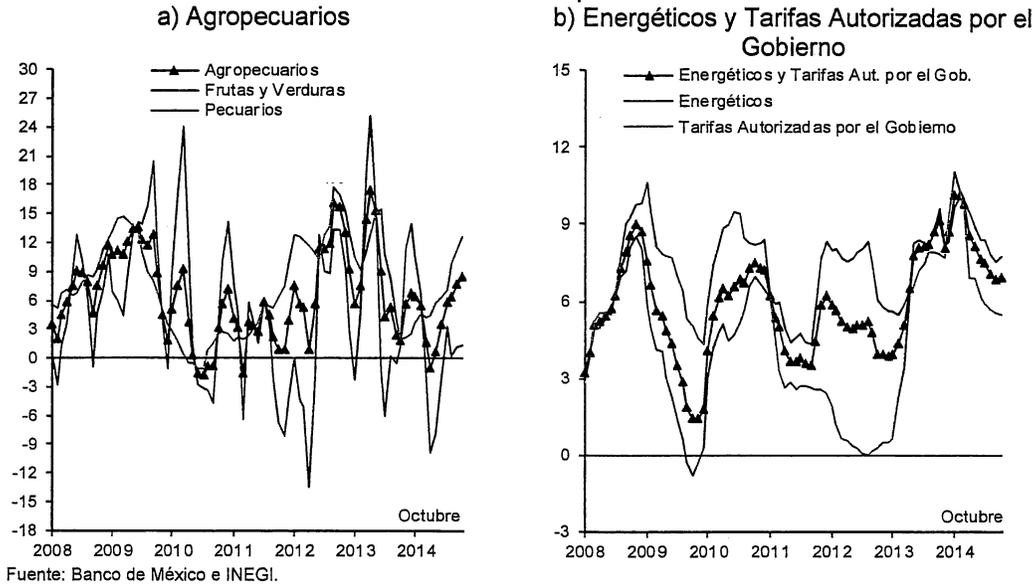
Fuente: Banco de México e INEGI.

Entre el segundo y tercer trimestre de 2014, el subíndice de precios de productos agropecuarios aumentó su variación anual promedio de 0.94 a 6.53 por ciento, alcanzando 8.46 por ciento en octubre (Cuadro 1, Gráfica 5a y Gráfica 6). El grupo de frutas y verduras pasó de una variación anual promedio de -6.86 a 1.48 por ciento entre los trimestres mencionados. Este incremento refleja el desvanecimiento del efecto de una elevada base de comparación y aumentos recientes en el precio del chile serrano y del jitomate, si bien en este último caso la tasa de variación anual aún fue negativa. Posteriormente, en octubre este indicador se situó en 1.31 por ciento, impulsado principalmente por reducciones en los precios de algunas verduras tales como el tomate verde. Por su parte, el grupo de productos pecuarios aceleró considerablemente su variación anual promedio en el lapso referido, pasando de 5.49 a 9.33 por ciento, registrando 12.62 por ciento en octubre. Como se mencionó, este aumento se debió a las condiciones adversas de oferta en Estados Unidos que impulsaron al alza los precios de la carne de res y de cerdo.

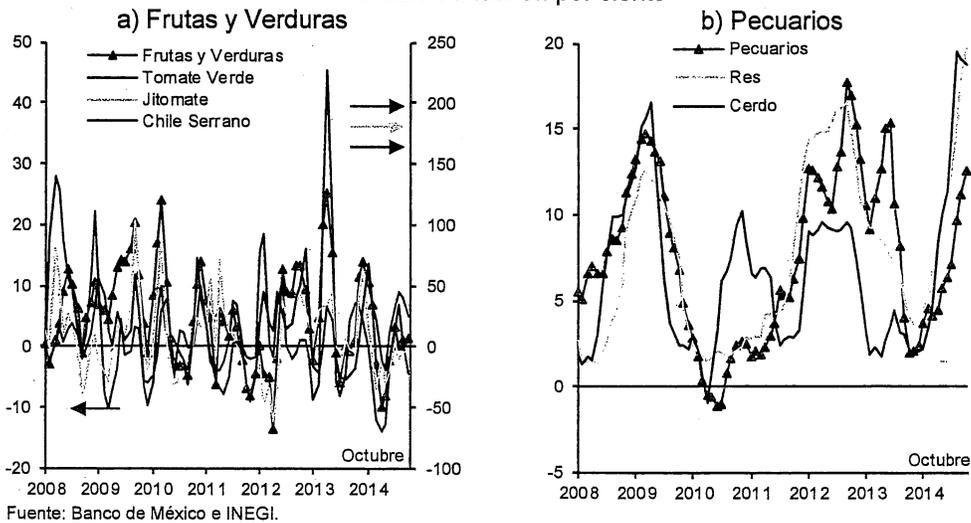
La tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno registró una disminución de 8.09 a 7.11 por ciento entre el segundo y tercer trimestre, ubicándose en 6.93 por

ciento en octubre (Cuadro 1, Gráfica 5b y Gráfica 7). El grupo de energéticos redujo su variación anual promedio en los trimestres referidos de 8.92 a 7.92 por ciento y a 7.74 por ciento en octubre, debido a disminuciones en el precio de la gasolina en ciudades de la frontera norte y a menores incrementos en el precio del gas doméstico. El grupo de tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno pasó de una variación anual promedio de 6.64 a 5.71 por ciento en el mismo lapso, registrando 5.48 por ciento en octubre. Este resultado se explica, principalmente, porque los ajustes al alza en las tarifas del transporte colectivo en varias ciudades no se repitieron con la misma intensidad que el año previo.

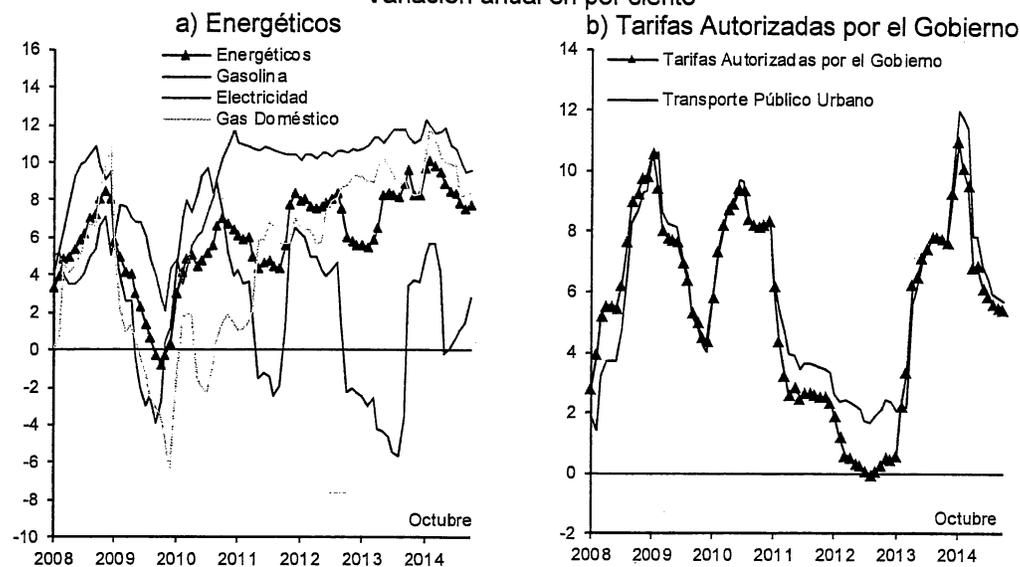
**Gráfica 5**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
 Variación anual en por ciento



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



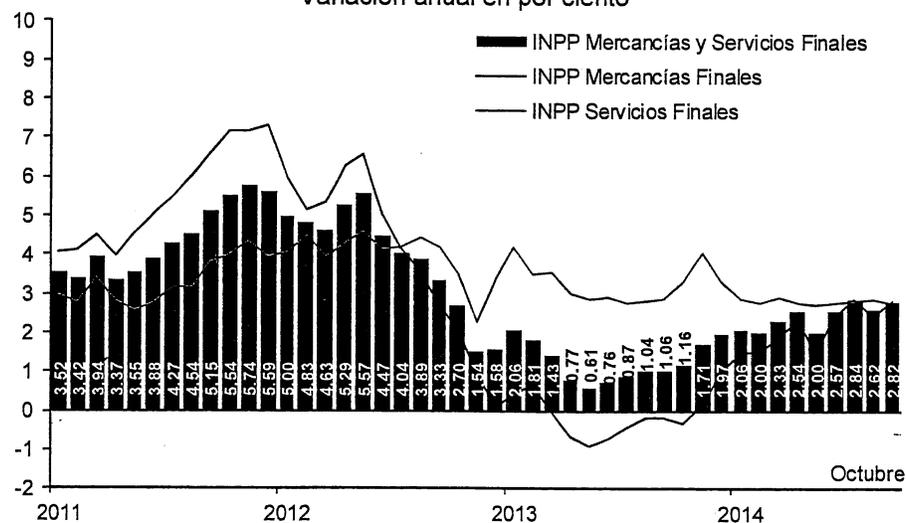
**Gráfica 7**  
**Índice de Precios No Subyacente**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere al Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, en el tercer trimestre de 2014 registró una tasa de variación anual promedio de 2.68 por ciento, mientras que en el trimestre previo fue 2.29 por ciento (Gráfica 8). Dicho comportamiento obedece, fundamentalmente, a incrementos de precios en productos agropecuarios, ciertos alimentos procesados y bienes asociados a la industria de la construcción. En octubre de 2014, la variación anual del INPP se situó en 2.82 por ciento.

**Gráfica 8**  
**Índice Nacional de Precios Productor**  
Variación anual en por ciento



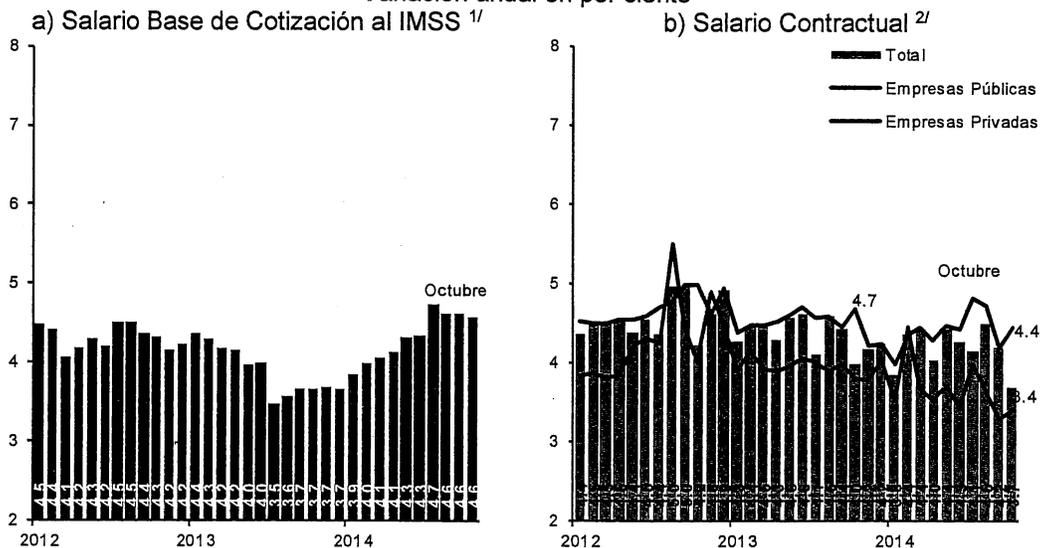
Fuente: Banco de México e INEGI.

## 2.2. Salarios

Durante el tercer trimestre de 2014, los principales indicadores salariales registraron incrementos en línea con la evolución reciente de la inflación. El salario base de cotización de los trabajadores afiliados al IMSS mostró un crecimiento de 4.7 por ciento en julio de 2014 en relación al mismo periodo del año previo. Posteriormente, este indicador disminuyó para ubicarse en 4.6 por ciento en agosto y septiembre. Aun así, en el trimestre de referencia la variación anual promedio del salario base de cotización fue 4.7 por ciento (4.3 por ciento en el trimestre anterior). En octubre, la variación anual del salario base de cotización se mantuvo en 4.6 por ciento (Gráfica 9a).

Por su parte, el incremento promedio al salario contractual negociado por empresas de jurisdicción federal fue 4.2 por ciento durante el tercer trimestre de 2014, cifra ligeramente inferior a la registrada en el mismo trimestre del año anterior (4.3 por ciento). Esta diferencia se debió a las menores variaciones provenientes de las empresas públicas. En particular, las empresas públicas negociaron un aumento de 3.9 por ciento (4.0 por ciento en el mismo trimestre de 2013). En lo que respecta a las empresas privadas, éstas concretaron un incremento promedio de 4.5 por ciento de julio a septiembre de 2014, cifra análoga al tercer trimestre de 2013. Posteriormente, en línea con la holgura prevaleciente en la economía, en octubre de 2014 se observó que la tasa de variación del salario contractual promedio disminuyó respecto al mismo mes del año previo, situándose en 3.7 por ciento (4.0 por ciento en el mismo mes del año anterior). Así, en octubre disminuyeron los incrementos de los salarios contractuales para las empresas públicas y privadas, registrando tasas de 3.4 y 4.4 por ciento, respectivamente (3.8 y 4.7 por ciento en octubre de 2013) (Gráfica 9b).

**Gráfica 9**  
**Indicadores Salariales**  
Variación anual en por ciento



1/ Durante el tercer trimestre de 2014 se registraron en promedio 17.1 millones de cotizantes al IMSS.

2/ 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 y STPS.

### 3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Tercer Trimestre de 2014

#### 3.1. Condiciones Externas

La economía mundial dio señales adicionales de debilitamiento y se registraron menores niveles de inflación durante el tercer trimestre. Las diferencias entre las economías avanzadas, así como entre éstas y las emergentes se intensificaron. En particular, mientras las economías de Estados Unidos y Reino Unido siguieron expandiéndose, aunque con cierta incertidumbre sobre la sostenibilidad de su recuperación, las de la zona del euro y Japón mantuvieron su debilidad. En China, el ritmo de la actividad se estabilizó, si bien a un ritmo menor que el del año previo, mientras que otras economías emergentes grandes como Brasil y Rusia, se desaceleraron sustancialmente. Esto causó una mayor incertidumbre respecto al rumbo de la actividad económica global, la inflación y la política económica, en particular la monetaria en las principales economías avanzadas. Ello, aunado a la intensificación de los riesgos geopolíticos y la alarma causada por la epidemia del ébola, se reflejó en un fuerte aumento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales. Al respecto, conviene destacar que existe el riesgo de que problemas estructurales, como el bajo crecimiento de la productividad y factores demográficos, pudieran estar limitando la capacidad de crecimiento en las principales economías avanzadas y algunas emergentes desde una perspectiva de largo plazo.

##### 3.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, la recuperación de la actividad económica continuó consolidándose, después de la fuerte expansión en el segundo trimestre. De acuerdo con la estimación inicial, el PIB creció a una tasa trimestral anualizada de 3.5 por ciento en el tercer trimestre, después del 4.6 por ciento registrado en el trimestre previo. No obstante, la reciente debilidad en la actividad económica global, así como la apreciación del dólar, pudieran ser factores que limiten el crecimiento de este país.

Durante el periodo referido, el gasto en inversión en equipo y el consumo privado registraron un crecimiento moderado (Gráfica 10a). Por su parte, la inversión residencial continuó mostrando una ligera recuperación, aunque mantuvo su rezago con respecto al resto de los componentes de la demanda interna privada. Las exportaciones netas contribuyeron significativamente al crecimiento del producto, más que contrarrestando la fuerte caída en el ritmo de acumulación de inventarios.

Por otro lado, las condiciones del mercado laboral continuaron mostrando un fortalecimiento gradual durante el tercer trimestre, si bien diversos indicadores sugieren que aún existe holgura en dicho mercado. En octubre, la nómina no agrícola creció en 214 mil plazas, con lo cual la creación de empleos mensual ha sido superior a las 200 mil posiciones en los últimos nueve meses. Asimismo, la tasa de desempleo descendió de 6.1 por ciento de la fuerza laboral en junio a 5.8 por ciento en octubre, su nivel más bajo desde mediados de 2008 (Gráfica 10b).<sup>1</sup> No obstante, otros indicadores, como el número de personas que trabajan tiempo

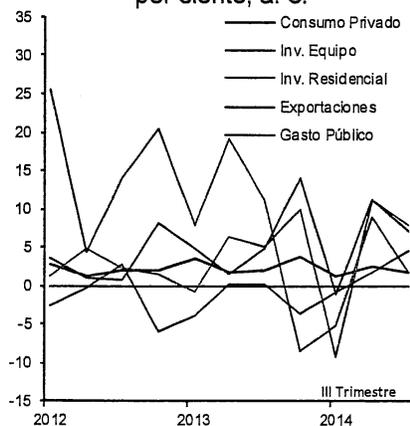
<sup>1</sup> En septiembre, la Reserva Federal situó a los pronósticos de tendencia central de la tasa de desempleo de largo plazo entre 5.2 y 5.5 por ciento.

parcial por razones económicas, así como la tasa de contrataciones y de renuncias, sugieren la existencia de cierta holgura en este mercado.

**Gráfica 10**

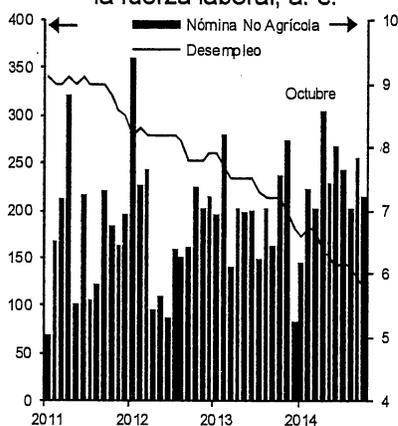
**Actividad Económica en Estados Unidos**

a) Componentes Seleccionados del PIB Real  
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



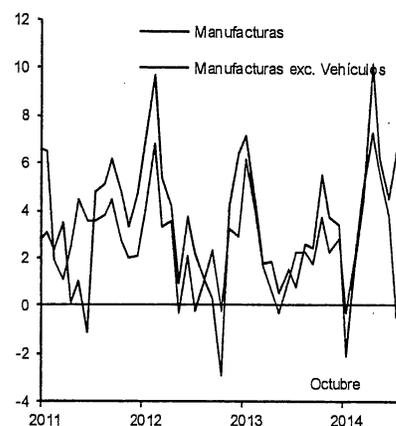
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: BEA.

b) Cambio Mensual en la Nómina No Agrícola y Tasa de Desempleo  
En miles de empleos y por ciento de la fuerza laboral, a. e.



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

c) Producción Manufacturera  
Variación sobre tres meses anualizada en por ciento, a. e.



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

Por otro lado, la producción manufacturera mantuvo su tendencia positiva durante el trimestre. En particular, si bien el crecimiento anualizado del sector se moderó de 7.0 por ciento en el segundo trimestre a 3.9 por ciento, principalmente por el componente de automóviles (Gráfica 10c), la capacidad utilizada del sector alcanzó durante el trimestre su nivel máximo en este ciclo económico. Los indicadores prospectivos, como el índice de gerentes de compras del sector manufacturero, apuntan a una continua expansión del sector en los próximos meses.

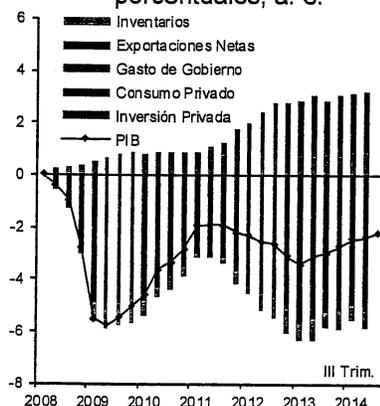
En la zona del euro, la actividad económica continuó mostrando debilidad en el tercer trimestre del año (Gráfica 11a), al crecer sólo 0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada, contribuyendo a la amplia holgura en el mercado laboral y a la persistente contracción del crédito. Asimismo, las tensiones geopolíticas derivadas de la crisis entre Rusia y Ucrania también tuvieron un impacto negativo sobre la actividad. Durante el periodo, el consumo privado continuó con un crecimiento modesto, limitado por la caída en la confianza de los consumidores, el sobreendeudamiento de los hogares y el elevado desempleo (Gráfica 11b). Después de una fuerte contracción el trimestre previo, la inversión privada se mantuvo deprimida en el tercer trimestre, debido en parte a la caída en el otorgamiento de financiamiento a las empresas (Gráfica 11c). Adicionalmente, la insuficiencia de reformas estructurales también ha contribuido a la débil dinámica de la inversión, del empleo y al lento crecimiento de la productividad.

Como parte de su estrategia para apoyar la recuperación del crédito bancario en la región, el Banco Central Europeo (BCE) dio a conocer a finales de octubre los resultados de la evaluación integral realizada a 130 bancos europeos, mostrando avances significativos en el proceso de capitalización de los mismos y una relativa fortaleza ante un escenario adverso. Esta evaluación, que incluyó pruebas de estrés y una revisión de la calidad de los activos, tuvo por objetivo fortalecer los

balances de los bancos, aumentar la transparencia y la confianza en el sector, así como sentar las bases para el inicio del Mecanismo Único de Supervisión en noviembre de este año.<sup>2</sup>

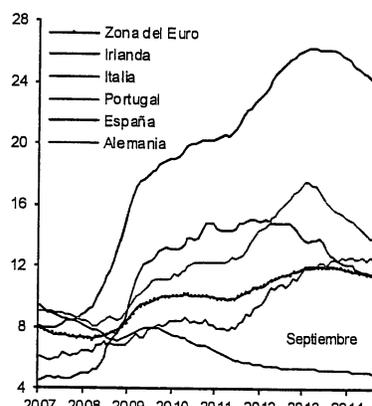
**Gráfica 11**  
**Actividad Económica en la Zona del Euro**

a) PIB Real y Contribuciones de sus Componentes con Relación a su Reciente Cresta (2008-1T=0) En por ciento y puntos porcentuales, a. e.



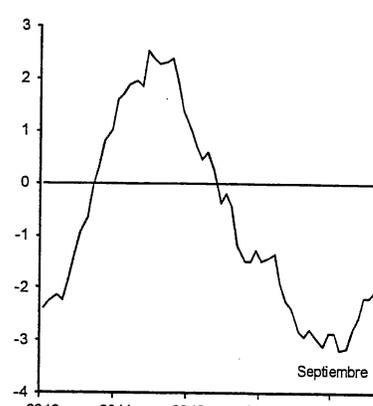
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Eurostat y Haver Analytics.

b) Tasa de Desempleo En por ciento de la fuerza laboral, a. e.



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

c) Crédito a Corporaciones No Financieras Variación anual en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Banco Central Europeo.

La economía del Reino Unido continuó con un crecimiento sostenido, si bien éste se redujo de 3.9 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre a 2.7 por ciento en el trimestre de referencia, particularmente por un menor dinamismo del sector de servicios. Por el lado de la demanda, el mercado de vivienda registró signos incipientes de debilidad ante el bajo nivel de aprobación de hipotecas y aumentos menores a los esperados en los precios de las casas.

En lo que se refiere a Japón, la actividad económica continuó contrayéndose en el tercer trimestre del año. El PIB disminuyó 1.6 por ciento a tasa trimestral anualizada, luego de la caída de 7.3 por ciento en el trimestre previo. El efecto negativo del incremento del impuesto al valor agregado en abril sobre la demanda interna ha sido más prolongado de lo anticipado, con un crecimiento moderado del consumo, a pesar de la mejoría del mercado laboral, y con una persistente debilidad de la inversión privada. Si bien durante el tercer trimestre la economía fue apoyada por las exportaciones, el menor crecimiento económico en Asia y en la zona del euro representa un riesgo a la baja para Japón.

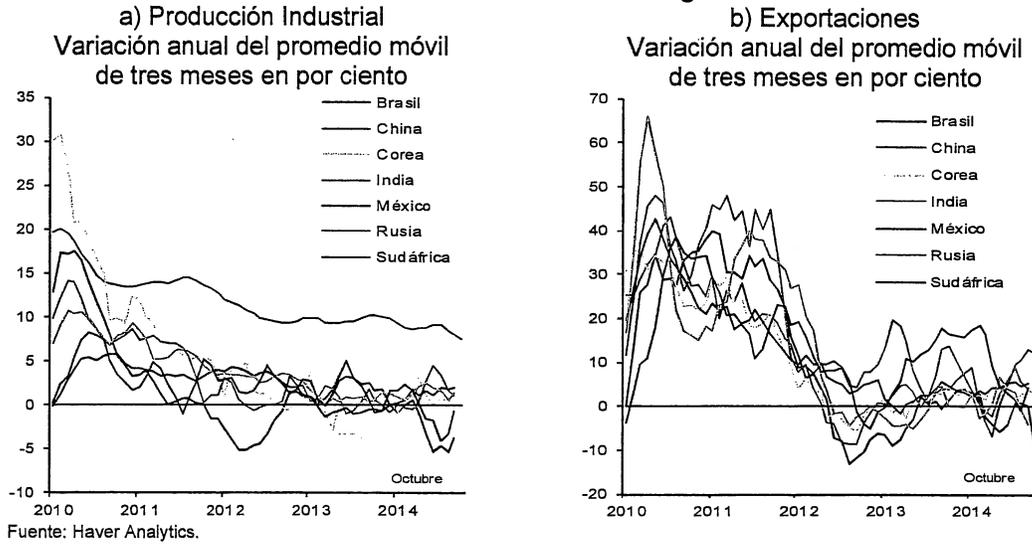
En las economías emergentes, en general, las perspectivas de crecimiento se han deteriorado, si bien con diferencias entre países y regiones, ante la persistente debilidad en su demanda interna y de sus exportaciones (Gráfica 12). Esto último ha sido el resultado no sólo del menor crecimiento mundial, sino también de la reducción asociada en los precios de las materias primas. Adicionalmente en algunas de estas economías, los riesgos a la baja se han intensificado ante el elevado endeudamiento del sector privado, y en algunos casos del sector público.

<sup>2</sup> Los resultados mostraron que 25 bancos registraron un déficit de capital por 25 mil millones de euros, de los cuales 12 bancos lo han cubierto con medidas de capitalización anticipadas. Los 13 bancos restantes, con un faltante neto de capital de 9.5 mil millones de euros, tendrán 9 meses para eliminar dicho déficit.

Lo anterior, en un contexto de un limitado margen de maniobra en la política fiscal y monetaria en algunas de estas economías.

**Gráfica 12**

**Actividad en Economías Emergentes**

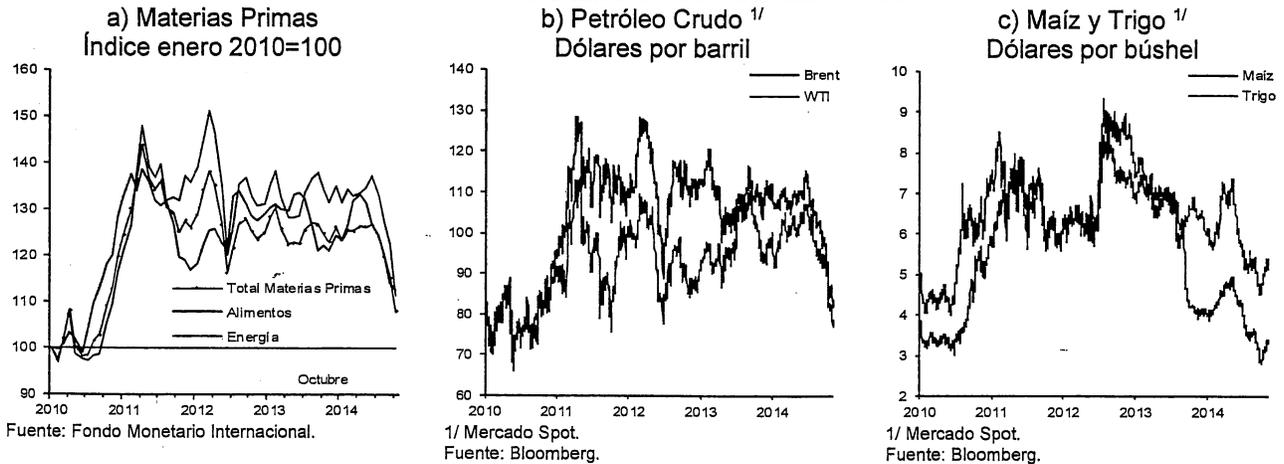


**3.1.2. Precios de las Materias Primas**

Los precios internacionales de las materias primas disminuyeron durante el periodo que cubre este Informe (Gráfica 13a). Esta caída fue reflejo tanto de una debilidad en la demanda global, como de factores de oferta y la apreciación del dólar. En el caso del petróleo crudo, a pesar de los riesgos geopolíticos en Medio Oriente y Ucrania, los precios cayeron debido a una reducción en la demanda, al incremento en la producción en algunos países y a menores problemas de distribución en Estados Unidos (Gráfica 13b). Por su parte, los precios de los granos bajaron ante perspectivas favorables para su oferta, si bien registraron cierta recuperación en los últimos días (Gráfica 13c).

**Gráfica 13**

**Precios Internacionales de las Materias Primas**



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

Durante el tercer trimestre la inflación a nivel mundial disminuyó (Gráfica 14), tanto por los menores precios internacionales de energía y alimentos, como por la holgura prevaleciente, particularmente en las economías avanzadas. En este contexto, han resurgido temores sobre la posibilidad de que se registren inflaciones muy bajas y/o negativas en algunas economías.

En Estados Unidos, la inflación y sus expectativas se redujeron ligeramente durante el tercer trimestre, especialmente por la fortaleza del dólar y los menores precios de la gasolina, si bien se prevé que una vez que dicho efecto se desvanezca, conforme se consolide la recuperación económica, ésta se incremente gradualmente hacia el objetivo de 2 por ciento. De esta manera, las inflaciones anuales general y subyacente se ubicaron en 1.7 por ciento en septiembre. Por su parte, la variación anual del deflactor del gasto en consumo fue de 1.4 y 1.5 por ciento en septiembre, en su medida amplia y subyacente, respectivamente.

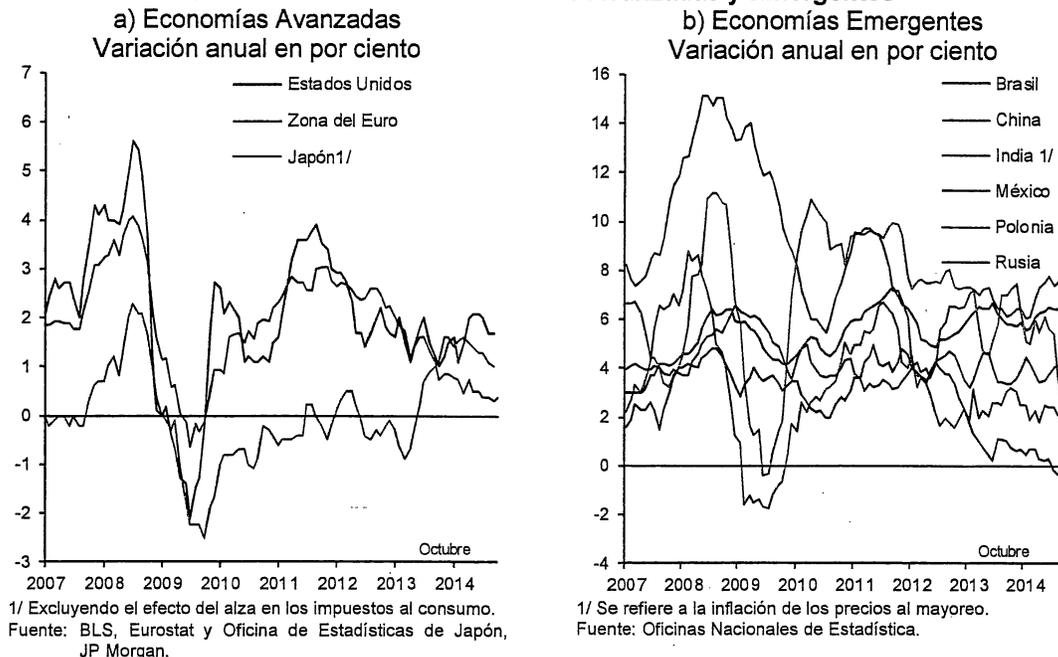
En la zona del euro, los riesgos de deflación se han intensificado, debido a la continua debilidad de la demanda agregada y a la caída en los precios de las materias primas, que han resultado en una disminución adicional de las expectativas de inflación, incluyendo las de mediano y largo plazo. Así, la inflación general anual se situó en 0.4 por ciento en octubre, mientras que la subyacente fue de 0.7 por ciento en el mismo mes, muy por debajo del objetivo del BCE de una cifra inferior pero cercana a 2 por ciento. De acuerdo con el BCE, la dinámica de la inflación ha sorprendido a la baja y se espera que se mantenga en niveles reducidos en los próximos meses, antes de comenzar a aumentar gradualmente en 2015 y 2016.

En el Reino Unido, la inflación general anual alcanzó en septiembre su nivel más bajo en cinco años, con una lectura de 1.2 por ciento, mientras que la subyacente se ubicó en 1.5 por ciento. Esta tendencia descendente en los precios se explica en parte por el bajo crecimiento de los salarios, así como por la menor inflación de los bienes importados, a raíz del descenso en los precios de los productos primarios y una menor inflación global. Por su parte, la inflación en Japón descendió durante el trimestre. La inflación general, excluyendo el efecto del alza en el impuesto al consumo, se ubicó en 1.0 por ciento en septiembre, mientras que el componente que excluye alimentos y energía se ha estabilizado en 0.6 por ciento desde junio.

Por su parte, en la mayoría de las economías emergentes no se presentaron presiones inflacionarias de consideración, en un entorno de crecimiento moderado y caídas en los precios de alimentos y energéticos. Entre las principales economías, China e India mostraron una desaceleración significativa en el crecimiento de sus precios durante el periodo, mientras que en Brasil y Rusia la inflación creció ligeramente con respecto a junio, ubicándose por encima de sus respectivos objetivos de inflación.

Gráfica 14

Inflación General en Economías Avanzadas y Emergentes



3.1.4. Mercados Financieros Internacionales

Considerando el entorno de débil crecimiento y baja inflación a nivel global, la postura monetaria en la mayoría de las economías se espera continúe siendo acomodaticia en los siguientes trimestres. Sin embargo, derivado de la fase cíclica por la que atraviesan, se anticipan crecientes diferencias, particularmente entre las principales economías avanzadas.

En el caso de Estados Unidos, la Reserva Federal dio a conocer en septiembre sus nuevos planes de normalización de su balance, resaltando que éstos no implicarían un cambio en su postura de política monetaria. Al igual que antes de la crisis, el ajuste en la política monetaria se realizará a través de acciones que influyan en la tasa de fondos federales y no mediante un manejo activo del balance del Banco Central. Posteriormente, la Reserva Federal decidió en su reunión de octubre concluir su programa de compra de activos, al considerar que se ha registrado una mejoría substancial en las perspectivas del mercado laboral desde su introducción y que existe la fortaleza suficiente en la economía para alcanzar su meta de pleno empleo en un contexto de estabilidad de precios. Además, reiteró que probablemente mantendrá el rango actual de la tasa de fondos federales por un tiempo considerable después de finalizado dicho programa, especialmente si la inflación proyectada continúa situándose por debajo de la meta de largo plazo de 2 por ciento y las expectativas de inflación permanecen bien ancladas. La Reserva Federal destacó que, en caso de que la información indique un avance más rápido de lo esperado en el logro de sus objetivos, incrementará el rango objetivo de la tasa de fondos federales antes. En contraste, si dicho avance resulta menor al anticipado, los incrementos en el rango objetivo probablemente se pospongan. Por otra parte, el cambio en el mensaje de la Reserva Federal respecto a las condiciones del mercado laboral, de un escenario en el que había señalado que

prevalecía una holgura significativa, a otro en el que la subutilización del factor trabajo ha disminuido gradualmente, provocó que los analistas no pospusieran, sino que anticiparan su expectativa de la fecha del primer incremento de la tasa de política monetaria, a pesar de que esto no se infería de la información en los instrumentos financieros.

En su reunión de septiembre, el Banco Central Europeo (BCE) anunció medidas adicionales de estímulo monetario con el fin de incentivar el crédito y hacer frente a la debilidad en las perspectivas de inflación y de la actividad económica. Así, el BCE disminuyó sus tasas de interés de política monetaria en 10 puntos base, al tiempo que indicó el inicio de un programa de compra de valores respaldados por activos del sector privado no financiero, así como de un tercer programa de compra de bonos cubiertos emitidos por instituciones financieras. Además, enfatizó que podría utilizar instrumentos no convencionales adicionales para hacer frente al riesgo de un periodo prolongado de baja inflación. Estos programas complementarán las medidas anunciadas en junio y fortalecerán las nuevas facilidades de financiamiento de largo plazo dirigidas a ciertos sectores (TLTROs), con un impacto considerable en el balance del BCE. Finalmente, en sus reuniones de octubre y noviembre el BCE mantuvo inalteradas sus tasas de política monetaria y acordó detalles operativos de los programas anunciados en septiembre para la compra de activos, tales como fecha de inicio, duración y condiciones de elegibilidad.

El Banco de Inglaterra, en sus reuniones de política monetaria durante el periodo que cubre este Informe, mantuvo su tasa de referencia en 0.5 por ciento, no modificó el saldo de su programa de compra de activos y conservó sin cambios su guía futura ("*forward guidance*") para su tasa de referencia. En las minutas de octubre, la mayoría de los miembros del Comité de Política Monetaria señalaron que no existe evidencia suficiente de presiones inflacionarias para justificar un alza en la tasa de interés, enfatizando que, cuando dicho incremento tenga lugar, éste será gradual.

Por su parte, en su reunión de octubre el Banco de Japón expandió su programa de relajamiento cuantitativo y cualitativo para el logro de su objetivo de estabilidad de precios del 2 por ciento. Dicha institución decidió acelerar el ritmo de expansión anual de la base monetaria, de entre 60 y 70 billones de yenes a 80 billones de yenes. Asimismo, anunció un aumento en sus compras de bonos gubernamentales japoneses de 50 a 80 billones de yenes y su intención de ampliar en 3 años la madurez promedio de las compras de bonos, a un rango de 7 a 10 años. Por otra parte, el Banco Central triplicó el saldo objetivo anual de sus compras de fondos negociados en la bolsa (*exchange-traded funds*) y de fondos de inversión inmobiliarios a 3 y 90 billones de yenes, respectivamente.

En las economías emergentes, continuaron observándose diferencias en la conducción de la política monetaria. En algunas economías, como Brasil, Rusia y Sudáfrica, el incremento en las presiones inflacionarias y cambiarias llevó a sus bancos centrales a aumentar su tasa de interés de referencia. En contraste, los bancos centrales de Chile, Corea, Hungría, Perú, Polonia y Rumanía disminuyeron sus tasas de interés ante un entorno de inflación baja y un crecimiento menor al esperado.

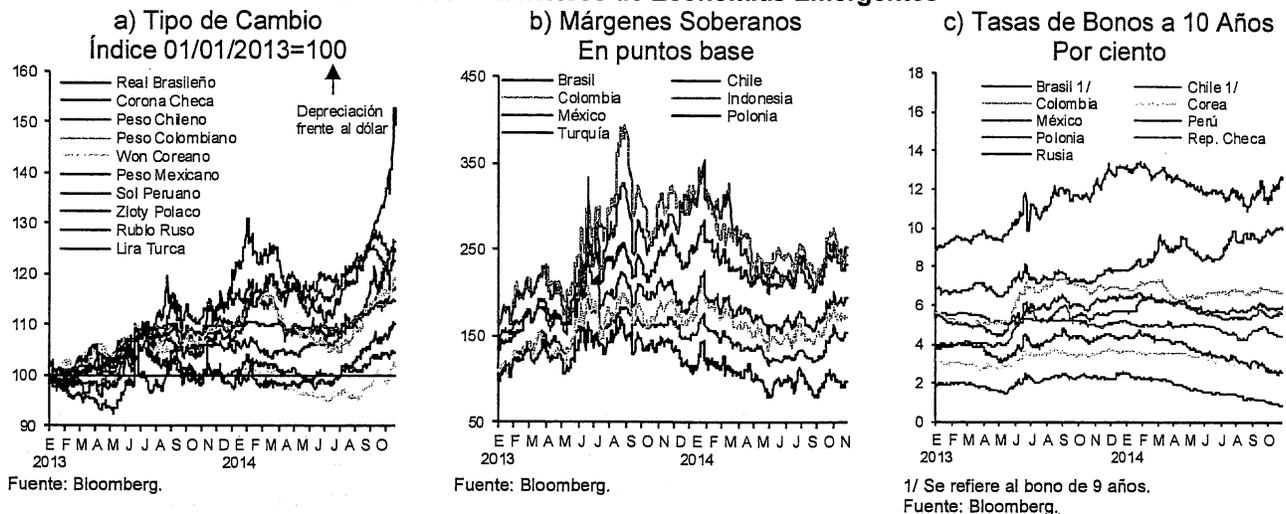
Los mercados financieros internacionales registraron un fuerte aumento de volatilidad en el periodo que cubre este Informe, la cual se tradujo en importantes movimientos en los tipos de cambio, en los mercados accionarios a nivel global, y

en una menor demanda de activos financieros de mayor riesgo. La elevada volatilidad se atribuye al deterioro en las perspectivas de la economía mundial, ante un crecimiento menor al esperado en varias economías, particularmente en la zona del euro, riesgos geopolíticos y el temor por la epidemia del ébola, así como a las diferencias observadas y esperadas en la evolución de la política monetaria en las principales economías avanzadas.

Así, el dólar se apreció significativamente frente a las principales monedas, mientras que el euro y el yen se depreciaron. En las economías emergentes se observó una depreciación generalizada de sus tipos de cambio con respecto al dólar. Adicionalmente, los márgenes por riesgo soberano de este grupo de economías aumentaron ante una mayor aversión al riesgo en los mercados, particularmente en septiembre y octubre. Por su parte, las tasas de interés de largo plazo en estas economías también registraron una evolución diferenciada, influenciadas en algunos casos por menores expectativas de inflación, pero también por distintas perspectivas de crecimiento y fundamentos macroeconómicos desiguales (Gráfica 15). Finalmente, los flujos de capitales a economías emergentes mostraron un incremento hasta inicios de septiembre, con salidas continuas posteriormente.

**Gráfica 15**

**Indicadores Financieros de Economías Emergentes**



Teniendo en consideración lo anterior, conviene señalar que la posibilidad de un crecimiento de la economía mundial menor al previsto, así como la incertidumbre sobre la velocidad en la que la Reserva Federal normalizará su política monetaria, podrían intensificar la volatilidad en los mercados financieros internacionales, en particular en los de las economías emergentes con fundamentos macroeconómicos menos sólidos.

**3.2. Evolución de la Economía Mexicana**

**3.2.1. Actividad Económica**

La información más reciente sugiere que la reactivación de la actividad productiva del país que se observó en el segundo trimestre del año continuó en el tercer trimestre, si bien a un ritmo más moderado. Este desempeño fue resultado,

principalmente, del dinamismo de la demanda externa, así como de una débil mejoría de la demanda interna.

En el tercer trimestre de 2014, las exportaciones manufactureras continuaron exhibiendo el mayor dinamismo que comenzaron a mostrar desde finales del primer trimestre. Dicho desempeño fue reflejo, en lo principal, del impulso de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos, toda vez que las exportaciones al resto del mundo registraron un estancamiento (Gráfica 16a). A su vez, el repunte en las exportaciones manufactureras dirigidas a Estados Unidos reflejó incrementos tanto de las exportaciones del sector automotriz, como del resto de las manufacturas (Gráfica 16b y Gráfica 16c).

**Gráfica 16**  
**Indicadores de las Exportaciones Manufactureras**  
Índice 2007=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: Banco de México.

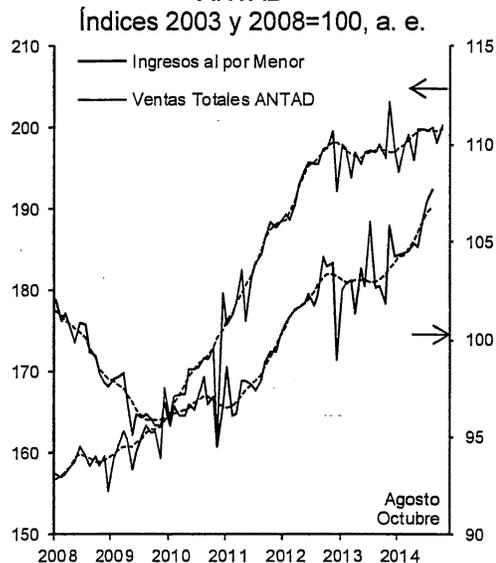
Por su parte, algunos indicadores del consumo privado y de la inversión fija bruta sugieren que en el tercer trimestre de 2014 estos componentes del gasto interno continuaron mostrando una reactivación, si bien relativamente más débil que en el trimestre previo.

- i. En cuanto al consumo privado, aunque las ventas de la ANTAD han exhibido dos incrementos trimestrales desestacionalizados consecutivos, en el tercer trimestre del año dicha expansión fue más moderada. Por su parte, en el bimestre julio-agosto los ingresos que obtuvieron las empresas comerciales al menudeo por las actividades de comercialización y prestación de servicios presentaron cierta reactivación (Gráfica 17a).<sup>3</sup> Asimismo, hacia finales del segundo trimestre y principios del tercero, el indicador mensual del consumo privado en el mercado interior mostró una tendencia hacia la recuperación (Gráfica 17b).

<sup>3</sup> Con la información de agosto de 2014, el INEGI publicó los resultados de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales, en sustitución de los de la Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales. Con base en la nueva encuesta, el INEGI reporta los índices de ingresos por suministro de bienes y servicios en empresas comerciales al por menor y al por mayor, en lugar de los índices de ingresos por ventas de bienes en establecimientos comerciales al menudeo y al mayoreo que se obtenían de la encuesta anterior.

**Gráfica 17**  
**Indicadores de Consumo**

a) Ingresos en Empresas Comerciales al por Menor y Ventas a Tiendas Totales de la ANTAD <sup>1/</sup>

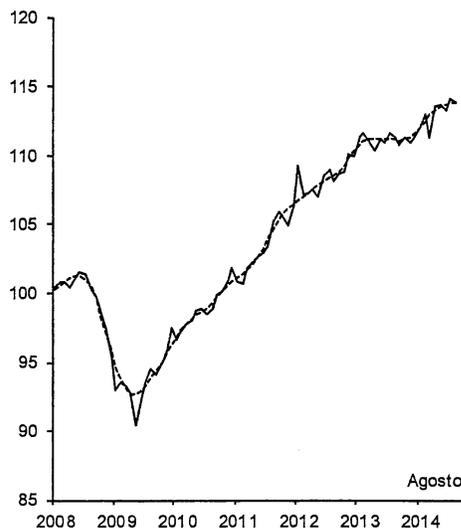


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

<sup>1/</sup> Ingresos por suministro de bienes y servicios al por menor tiene Base 2008=100 y Ventas Totales ANTAD tiene Base 2003=100.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ANTAD y de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales, INEGI.

b) 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.

ii. No obstante lo anterior, algunos de los determinantes del consumo continúan mostrando cierta debilidad. En particular, si bien en el tercer trimestre las remesas familiares exhibieron una mejoría en relación con lo registrado en el segundo trimestre (Gráfica 18a), la masa salarial de los trabajadores continúa siendo afectada por los bajos niveles del ingreso promedio real de la población ocupada. Por su parte, el índice de confianza del consumidor sigue estando por debajo de los niveles alcanzados a principios de 2013 (Gráfica 18b). Como se muestra más adelante en este Informe, el crédito al consumo ha continuado desacelerándose (ver Sección 3.2.2).

iii. En el primer bimestre del tercer trimestre de 2014, la inversión fija bruta continuó aumentando (Gráfica 19a). Esto ha sido resultado del dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo nacional, así como de un mayor nivel de importaciones de bienes de capital (Gráfica 19b). Asimismo, la recuperación de la inversión privada en vivienda ha continuado, a la vez que el resto de la construcción privada mantiene una trayectoria ascendente (Gráfica 19c) (ver Recuadro 1).

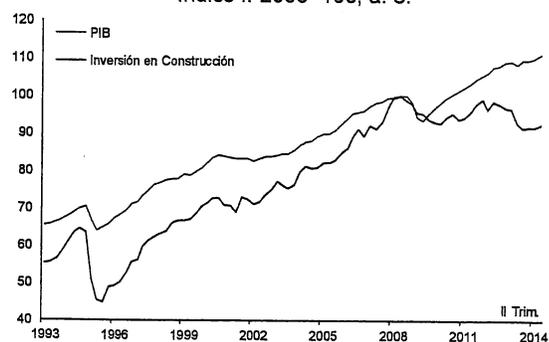
## Recuadro 1 La Inversión en el Sector de la Construcción y la Actividad Económica en México

### 1. Introducción

En los últimos años, el sector de la construcción en México ha mostrado un comportamiento débil. Incluso dentro del entorno de desaceleración que registró la economía en su conjunto desde mediados de 2012, la construcción presentó una evolución relativamente más desfavorable, por razones idiosincrásicas a dicho sector (Gráfica 1). No obstante, en lo que va de 2014 se ha observado cierta reactivación del sector, lo cual refleja el hecho de que algunos de los choques que lo habían afectado han comenzado a revertirse.

En particular, en este Recuadro se describe brevemente cómo la construcción privada, especialmente la de vivienda, presentó profundas adversidades, y cómo recientemente ha mostrado indicios de reactivación. Por otra parte, se expone que la construcción pública también mostró una desaceleración desde 2012. Adicionalmente, si bien la inversión impulsada del sector público reportada por la SHCP ha presentado una reactivación, esto no necesariamente significa que el gasto público ya haya tenido un impacto sobre la actividad productiva. Finalmente, los indicadores más oportunos apuntan a cierta recuperación de la inversión en construcción, además de que, dado el Plan Nacional de Infraestructura y la reciente aprobación de las reformas estructurales, se anticipa un fortalecimiento en los siguientes trimestres.

**Gráfica 1**  
Inversión en Construcción y PIB  
Índice II-2008=100; a. e.



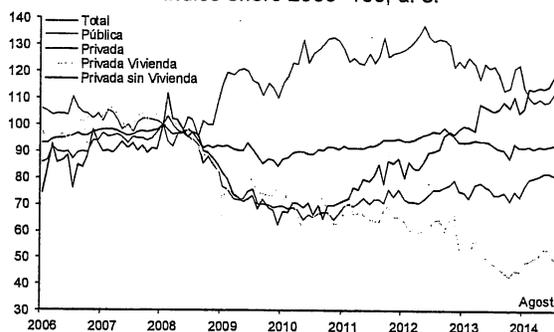
Fuente: INEGI. Para el caso de la inversión en construcción, la desestacionalización fue elaborada por el Banco de México.

### 2. Inversión en Construcción del Sector Privado

El sector de la construcción privada ha presentado un comportamiento diferenciado respecto de los dos subsectores que lo componen, el residencial y el no residencial (Gráfica 2). En cuanto a la inversión en la construcción residencial, después de la crisis financiera

internacional, ésta no presentó una recuperación, incluso cuando el resto de la economía ya venía mostrando una reactivación. De hecho, sólo hasta principios de 2014 se registró una incipiente mejoría y todavía se ubica lejos de los elevados niveles que mostró en 2008. Al respecto, cabe señalar que el sector de la vivienda privada ha enfrentado importantes adversidades, inclusive desde la crisis económica global. Si bien éstas son complejas, a manera de resumen cabe destacar que el hecho de que la producción residencial haya continuado estancada después de la crisis financiera mundial podría deberse a que las empresas desarrolladoras parecerían haber construido más viviendas de las que se requerían para enfrentar su demanda. En particular, es posible que antes de la crisis el sector hubiera operado bajo estándares financieros laxos, en un ambiente de abundante disponibilidad de recursos y elevada demanda, lo cual podría haber inducido un crecimiento excesivo e insostenible de la producción de vivienda. La crisis dificultó la obtención de recursos por parte de dicho sector e hizo evidentes sus problemas estructurales. Así, una vez que la economía mexicana entró en una fase de recuperación posterior a la crisis, la producción de vivienda no logró recuperarse e inclusive las principales desarrolladoras de vivienda quebraron.

**Gráfica 2**  
Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante  
Índice enero 2008=100, a. e.

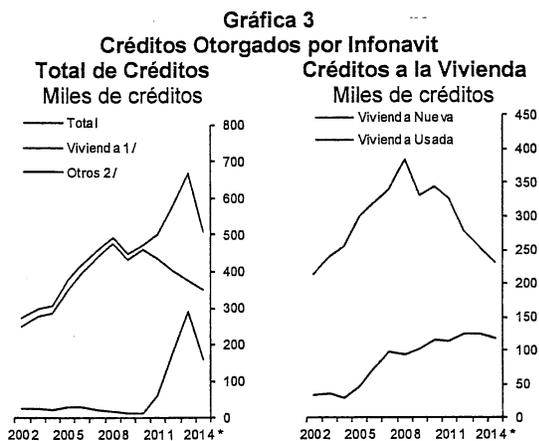


a. e. / Cifras con ajuste estacional. Para el caso de la construcción pública y privada la desestacionalización fue elaborada por el Banco de México con cifras del INEGI.

Fuente: INEGI, Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC).

Lo anterior fue exacerbado por algunos eventos que influyeron en el comportamiento del mercado de vivienda. Entre ellos, pueden mencionarse un desplazamiento de la demanda por vivienda a favor de las casas usadas y en contra de las viviendas nuevas.

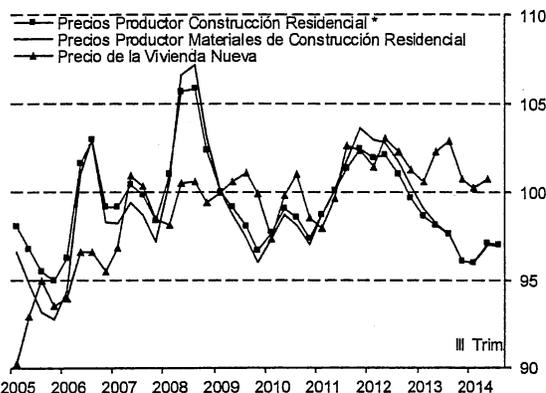
En efecto, como puede observarse en la Gráfica 3, la reactivación de los créditos a la vivienda del Infonavit en 2012, que es un indicador de la demanda total por vivienda, se debió al crecimiento de aquéllos otorgados para la vivienda usada. Esto podría haber inhibido la recuperación del sector de la construcción residencial, a pesar de que la demanda total por vivienda parecería haber mostrado cierta recuperación congruente con el ciclo económico. Esto puede haber sido reflejo de que las viviendas usadas tienen mejores características que las nuevas en términos de ubicación y tamaño. Además, es posible que se haya facilitado el acceso a créditos para comprar vivienda usada. Por otra parte, al parecer una serie de choques de oferta asociados con incrementos en los precios de los insumos, particularmente en 2011 y 2012 (Gráfica 4), para la construcción haya obstaculizado un mayor ajuste a la baja en los precios de las viviendas nuevas que las hiciera más atractivas.



1/ Incluye vivienda nueva y usada.  
 2/ Desde 2011 se incluyen los créditos del programa Renueva tu Hogar. Este programa otorga créditos destinados a mejorar la vivienda que se habita (pintar, impermeabilizar, cambiar los muebles de la cocina o baño, etc.).  
 \*) Cifras a septiembre de 2014 anualizadas.  
 Fuente: Dirección de Política de Vivienda e Información, Comisión Nacional de Vivienda (CONAVI).

Más recientemente, con el cambio de administración se anunció que se publicarían las reglas respecto a las características que las viviendas debían presentar a fin de que sus posibles compradores fueran elegibles para recibir los subsidios otorgados por el gobierno. No obstante, la publicación de dichas reglas no fue inmediata, lo que pudo haber ocasionado que las empresas constructoras prefirieran detener sus actividades. Es posible que la publicación del Plan Nacional de Vivienda en febrero de 2013 y de las reglas para el otorgamiento de subsidios en julio del mismo año, al resolver la incertidumbre en relación a las reglas que regirían el sector haya contribuido a la reactivación que se ha observado más recientemente.

**Gráfica 4**  
**Precios Vivienda y Costos de Producción**  
Índice I-2009=100

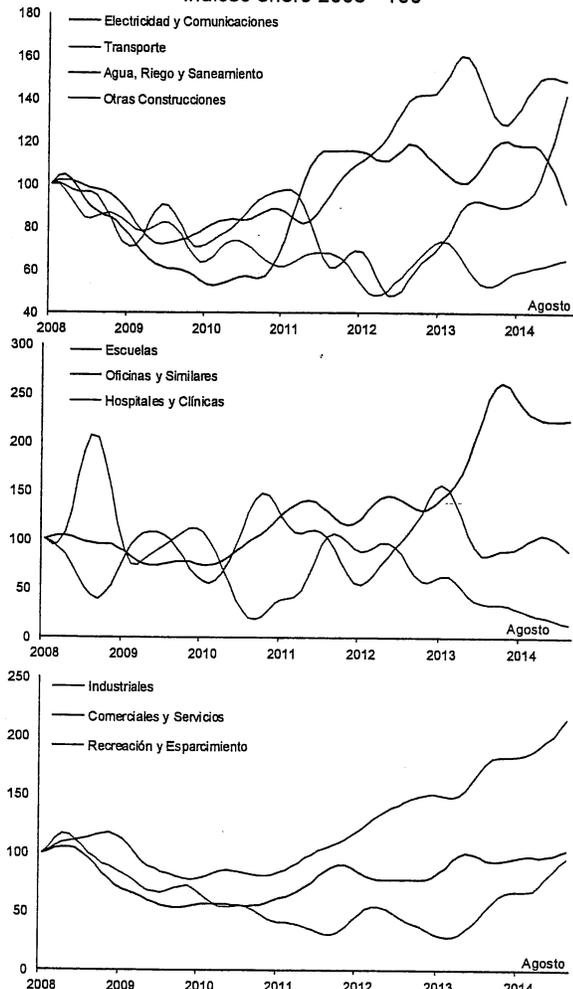


Fuente: SHF e INEGI.

\*) El Índice de Precios Productor de la Construcción Residencial, además del subíndice de precios de materiales para la construcción también incluye a los subíndices correspondientes a los precios de alquiler de maquinaria y equipo, y de precios de la mano de obra, los cuales no han presentado incrementos significativos en sus niveles. Se reportan índices en términos relativos respecto a los precios al consumidor.

En contraste con lo anterior, la construcción privada no residencial presentó un comportamiento más congruente con el ciclo económico. En particular, si bien mostró un fuerte deterioro desde principios de 2008 hasta mediados de 2010, para finales de ese año exhibió una reactivación importante que, de hecho, condujo a que hacia mediados de 2013 y lo que va de 2014 ya lograra superar los niveles observados antes del estallido de la crisis global. La reactivación de la construcción privada no residencial observada en los últimos cuatro años fue relativamente generalizada hacia dentro de sus diferentes segmentos, lo cual parecería ser consecuencia del mayor dinamismo de la demanda agregada registrado en esos años (Gráfica 5). En efecto, con base en información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras del INEGI, durante ese período se observó una fuerte reactivación en las obras privadas de construcción en plantas industriales, edificios comerciales y de servicios y edificios de oficinas, así como en obras de los sectores de electricidad y comunicaciones y de riego y saneamiento. Incluso en los últimos dos años también se presentó cierta recuperación en la construcción de edificios asociados con los servicios de recreación y esparcimiento. Las únicas excepciones a este renovado dinamismo parecerían ser las obras de transporte y la construcción de escuelas y hospitales, en las que aún no se observa una reactivación notoria. Cabe destacar, no obstante, que estos renglones representan una proporción más reducida de la construcción privada que la mayoría de los tipos de obra anteriormente citados.

**Gráfica 5**  
**Construcción Privada No Residencial**  
Índices enero 2008 =100\*



\* Series de tendencia.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI, ENEC.

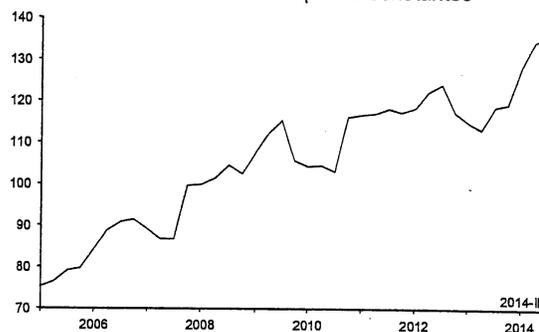
### 3. Inversión en Construcción del Sector Público

Por su parte, como se puede observar en la Gráfica 2, según información proveniente de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras, la construcción pública registró un estancamiento a partir de 2010, si bien se ubicó en niveles elevados. Adicionalmente, desde 2012 mostró una tendencia negativa, aunque en meses más recientes parecería haber dejado de caer.

Cabe señalar que la información reportada por la SHCP respecto a la inversión impulsada por parte del sector público indica que dicho rubro ha presentado una recuperación en meses recientes (Gráfica 6). No obstante, esta reactivación aún no se ha reflejado en la información de Cuentas Nacionales sobre la inversión

en construcción. En efecto, dada la metodología para su cálculo, la información de la SHCP no necesariamente refleja la actividad real ya generada por el sector público.

**Gráfica 6**  
**Inversión Impulsada del Sector Público SHCP**  
Índice I-2008 = 100 en pesos constantes\*



Fuente: Elaboración por Banco de México con cifras de la SHCP y del INEGI.

\*/ Los flujos trimestrales de inversión impulsada reportados por la SHCP en pesos corrientes se deflactaron con el Índice Nacional de Precios al Consumidor del INEGI. Se reportan las cifras considerando promedios móviles de cuatro trimestres.

Al respecto, cabe detallar las principales diferencias entre el cálculo de la inversión impulsada reportada por la SHCP y el de la inversión en construcción de Cuentas Nacionales publicada por el INEGI.

- a) De acuerdo a la Ley de Ingresos de la Federación del año 2010 al 2015, el gasto de operación en proyectos de infraestructura de Pemex se considera como inversión en construcción, el cual no estaría siendo incorporado por el INEGI como tal, sino como consumo intermedio de la producción.<sup>1,2</sup>
- b) La fuente de la SHCP incluye las erogaciones en estudios de preinversión en construcción, mientras que en el Sistema de Cuentas Nacionales del INEGI ésta excluye actividades dedicadas exclusivamente a la prestación de servicios profesionales como asistencia técnica y elaboración de proyectos los cuales están relacionados con estudios de preinversión.

<sup>1</sup> La LIF 2015 aprobada el 30 de octubre pasado establece que: "los gastos de mantenimiento y operación de los proyectos integrales de infraestructura de Petróleos Mexicanos [...] serán registrados como inversión".

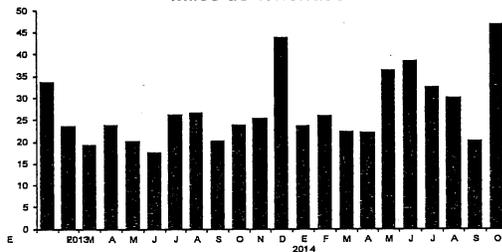
<sup>2</sup> Por el lado de la demanda agregada, el Sistema de Cuentas Nacionales lo clasificaría indirectamente ya sea como consumo privado, de gobierno o exportaciones en función del consumidor final del bien producido por Pemex (petróleo crudo, gasolinas, etc.).

- c) Si bien ambas fuentes de información incluyen al sector público federal (gobierno federal, Pemex, CFE, IMSS e ISSSTE) el INEGI incluye además la inversión de gobiernos estatales y municipales.<sup>3</sup>
- d) Las estadísticas de finanzas públicas de la SHCP están reportadas en flujo de efectivo, mientras que la construcción pública del INEGI está registrada en términos devengados.
- e) Como fuente de información, la SHCP utiliza los registros de las erogaciones del sector público, mientras que las Cuentas Nacionales utilizan encuestas, donde las empresas encuestadas reportan el valor de su producción, así como el sector, ya sea privado o público, que los contrató para la elaboración de la obra.

**4. Reciente Reactivación del Sector de la Construcción**

Como se mencionó, y se puede observar en la Gráfica 2, en meses recientes el sector de la construcción ha presentado cierta reactivación. En efecto, a la tendencia positiva de la construcción privada no residencial, se añadió el repunte de la residencial, a pesar de que la pública sigue mostrando una tendencia negativa. Adicionalmente, la información más oportuna apunta a que esta recuperación podría continuar en los siguientes meses. En efecto, desde mayo de 2014 los indicadores de registro e inicios de construcción de vivienda nueva han mostrado un incremento en relación a los observados el año previo (Gráficas 7 y 8). Asimismo, además de que se ha reactivado el otorgamiento de subsidios, los asociados a vivienda nueva han crecido en mayor proporción que los de vivienda usada, lo que también apunta a una mayor actividad en el sector de la construcción.

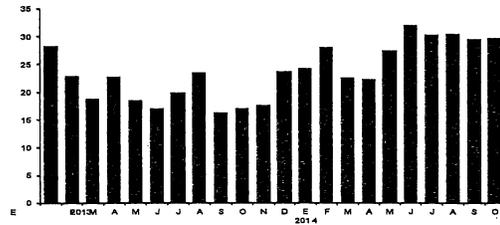
**Gráfica 7**  
Registros de Vivienda  
Miles de viviendas



Fuente: Registro Único de Vivienda.

<sup>3</sup> Dentro de las estadísticas de finanzas públicas del sector público federal publicadas por la SHCP se considera la inversión realizada por estados y municipios financiada principalmente a través de aportaciones y convenios de descentralización. Asimismo, no incluye la inversión realizada por estos niveles de gobierno financiada con recursos propios (participaciones, impuestos locales y endeudamiento), la cual sí estaría reflejada en Cuentas Nacionales.

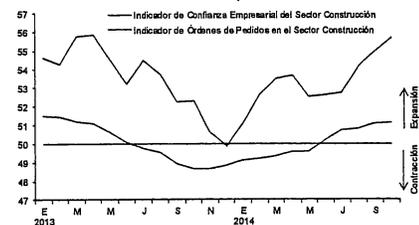
**Gráfica 8**  
Inicios de Vivienda  
Miles de viviendas



Fuente: Registro Único de Vivienda.

También cabe apuntar que el indicador de confianza de los empresarios de la construcción se ubicó por encima del umbral de expansión desde enero de 2014. Asimismo, las órdenes de pedidos en el sector de la construcción, después de situarse por varios meses en la zona de contracción, en los últimos meses presentaron una ligera señal de recuperación (Gráfica 9). En adición a lo anterior, en un sondeo entre directivos empresariales del sector de la construcción realizado por el Banco de México para este Recuadro, se encontró que la mayoría de éstos (59 por ciento) anticipa un mayor dinamismo en la actividad del sector durante la segunda mitad de 2014.

**Gráfica 9**  
Indicadores de Opinión Empresarial en el Sector Construcción: Indicador de Confianza Empresarial e Indicador de Órdenes de Pedidos  
Puntos e índice de difusión (media móvil 12 meses)



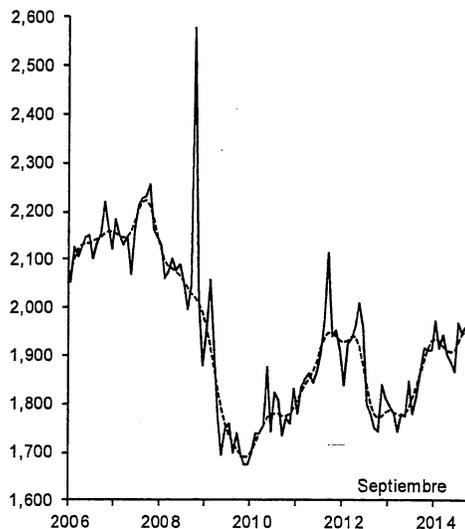
Fuente: Estimaciones del Banco de México con información de la Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE) levantada por el INEGI y la Encuesta Mensual Regional de Actividad Económica en los Sectores no Manufactureros levantada por el Banco de México.

**5. Perspectivas y Conclusión**

El hecho de que el Plan Nacional de Infraestructura 2014-2018 contemple diversas obras de gran envergadura, también sugiere un panorama alentador para el sector de la inversión en construcción. En particular, destaca la previsión de la construcción del nuevo aeropuerto de la Ciudad de México. Adicionalmente, la aprobación de la reforma energética también apunta a una mayor inversión por parte del sector privado en el sector petrolero, de gas natural y de electricidad. No obstante, cabe señalar que para alcanzar la inversión prevista en los nuevos proyectos, es necesario mantener un ambiente macroeconómico que favorezca el crecimiento económico de México, así como fortalecer el marco institucional.

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

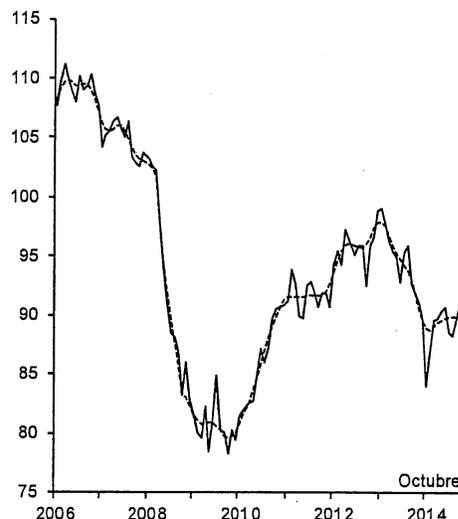
a) Remesas Familiares  
Millones de dólares, a. e.



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: Banco de México.

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

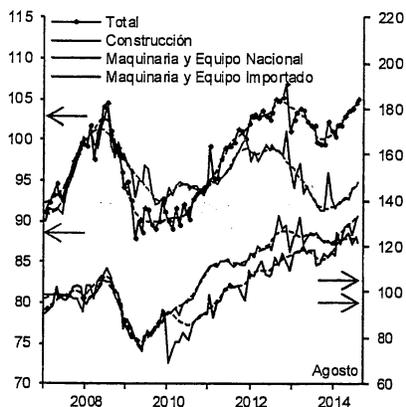


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

**Gráfica 19**  
**Indicadores de Inversión**

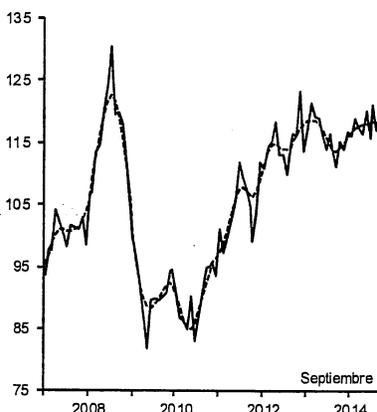
a) Inversión y sus Componentes  
Índice 2008=100, a. e.



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

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

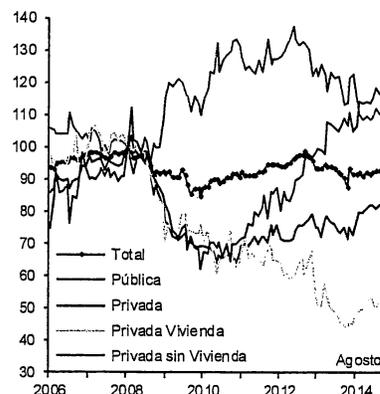
b) Importaciones de Bienes de Capital  
Índice 2007=100, a. e.



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: Banco de México.

c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante  
Índice enero 2008=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional. Para el caso de la construcción pública y privada (vivienda y privada total sin vivienda) la desestacionalización fue elaborada por el Banco de México con cifras del INEGI.

Fuente: INEGI.

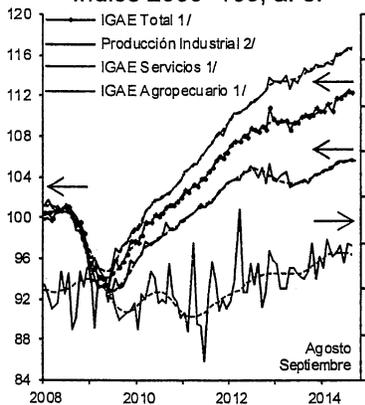
El impulso de la demanda externa, así como la recuperación de la interna, condujeron a que en el tercer trimestre del año en curso la actividad productiva

mantuviera su expansión, aunque a un ritmo más moderado (Gráfica 20a). En particular:

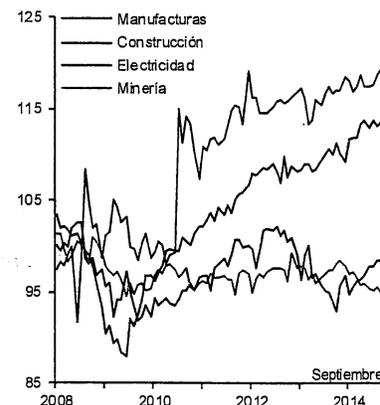
- En el tercer trimestre de 2014, la producción industrial mantuvo la tendencia positiva que comenzó a mostrar desde principios de 2014, si bien a un ritmo más lento que en el segundo trimestre. Dicha trayectoria ha reflejado, principalmente, el desempeño de la industria manufacturera, el repunte en el sector de la construcción y una mejoría en el sector de electricidad. Por su parte, la minería continuó reportando una tendencia negativa (Gráfica 20b).
- En cuanto al sector servicios, si bien registró una caída en agosto de 2014, se espera que prevalezca su tendencia positiva en el tercer trimestre. Esta tendencia se ha derivado de un incremento en los servicios de comercio asociados a la demanda externa y de un débil repunte en aquellos servicios más relacionados con la demanda interna, tales como las actividades de gobierno, el comercio interior, y los servicios de esparcimiento y otros servicios (Gráfica 20c).
- En cuanto a las actividades primarias, éstas presentaron en los primeros dos meses del tercer trimestre de 2014 un desempeño positivo, reflejo, en buena medida, de un clima favorable para las siembras y cosechas del ciclo otoño-invierno, particularmente de sorgo. Asimismo, los cultivos perennes, en general, también exhibieron aumentos en sus volúmenes de producción.

**Gráfica 20**  
**Indicadores de Producción**  
b) Actividad Industrial  
Índice 2008=100, a. e.

a) Indicadores de la Actividad Económica  
Índice 2008=100, a. e.

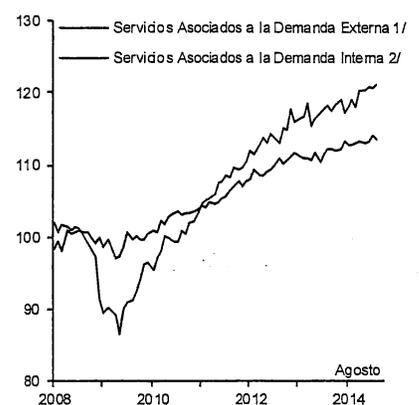


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ Cifras a agosto de 2014.  
2/ Cifras a septiembre de 2014 con información del Indicador de la Actividad Industrial.  
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

c) IGAE del Sector Servicios  
Índice 2008=100, a. e.

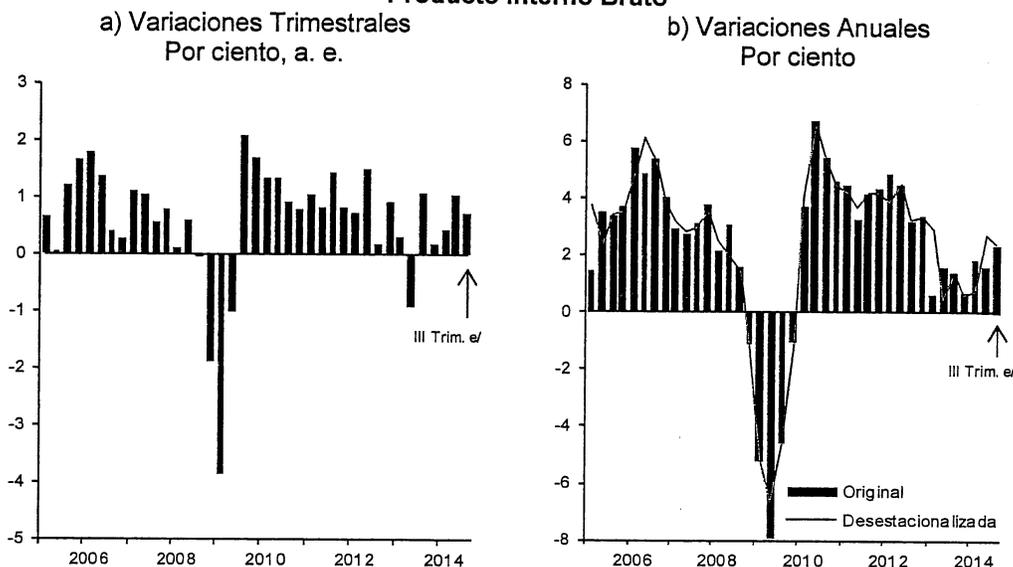


a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ Incluye los sectores de comercio y de transportes, correos y almacenamiento, e información en medios masivos.  
2/ Incluye el resto de los sectores de las actividades terciarias.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Reflejando lo anterior, para el tercer trimestre de 2014 se estima un crecimiento trimestral desestacionalizado del PIB de alrededor de 0.6 por ciento, el cual se

compara con los incrementos de 0.17, 0.44 y 1.04 por ciento registrados en los tres trimestres previos, en orden cronológico (Gráfica 21a). En términos anuales desestacionalizados, se prevé un crecimiento del PIB de alrededor de 2.2 por ciento para el tercer trimestre del año en curso, el cual se compara con los de 0.6, 0.7 y 2.7 por ciento observados en los tres trimestres anteriores. Con datos sin desestacionalizar, se anticipa una variación anual del PIB de 2.2 por ciento en el tercer trimestre, cifra que se compara con las de 0.7, 1.9 y 1.6 por ciento en los tres trimestres previos (Gráfica 21b).

**Gráfica 21**  
**Producto Interno Bruto**



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

e/ Estimación de Banco de México.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. Desestacionalización del tercer trimestre de 2014 efectuada por el Banco de México.

A pesar de la gradual reactivación de la actividad económica, la información más reciente sugiere que en el tercer trimestre de 2014 persistieron condiciones de holgura en el mercado laboral, si bien éstas parecerían estar disminuyendo. En particular:

- i. El número de trabajadores asegurados en el IMSS ha mostrado una trayectoria creciente, incluso más dinámica en comparación con la que ha registrado el empleo total de la economía (Gráfica 22a).
- ii. Como consecuencia de lo anterior, se ha observado una recomposición del empleo a favor de ocupaciones en el sector formal, lo cual ha conducido a una tendencia negativa en las tasas de informalidad desde mediados de 2012 (Gráfica 22b).
- iii. Por su parte, las tasas de desocupación nacional y urbana continúan reportando niveles elevados e incluso superiores a los registrados a finales de 2013, a pesar de que en agosto y septiembre de 2014 mostraron una disminución. Cabe mencionar que, en parte, la persistencia de altas tasas de desocupación en México podría estar siendo influida por el hecho de que, dadas las condiciones prevalecientes en Estados Unidos y su

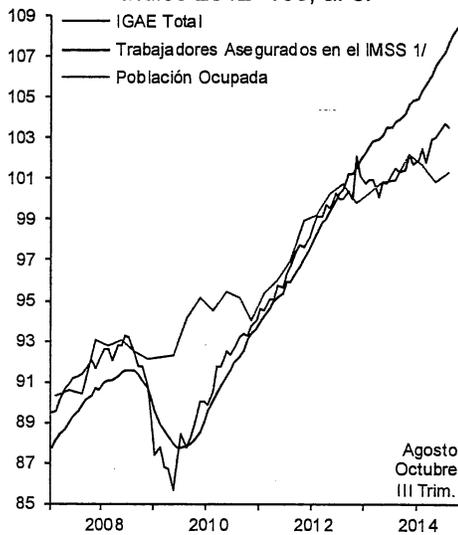
mercado laboral, la migración de mexicanos a ese país ha disminuido, lo que a su vez ha aumentado la oferta de trabajo en el mercado laboral mexicano (Gráfica 22c).

- iv. Reflejando lo anterior, se continúa observando una tendencia negativa de las remuneraciones reales promedio de la población ocupada. Esto, a su vez, ha provocado que la masa salarial muestre una trayectoria descendente, y sugiere que hasta el momento no se han presentado presiones sobre la inflación por el lado de los costos laborales (Gráfica 22d).

**Gráfica 22**

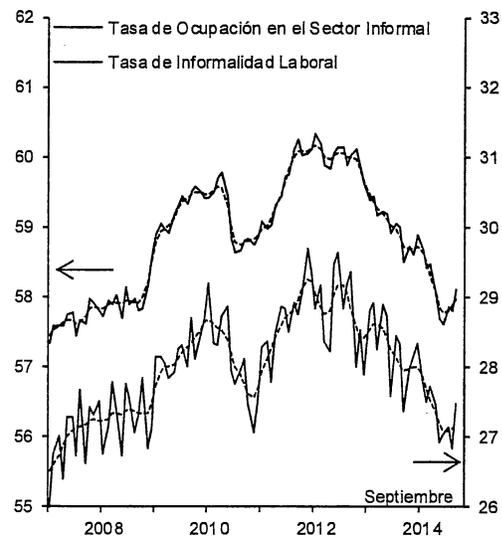
**Indicadores del Mercado Laboral**

**a) IGAE Total, Trabajadores Asegurados en el IMSS y Población Ocupada**  
Índice 2012=100, a. e.



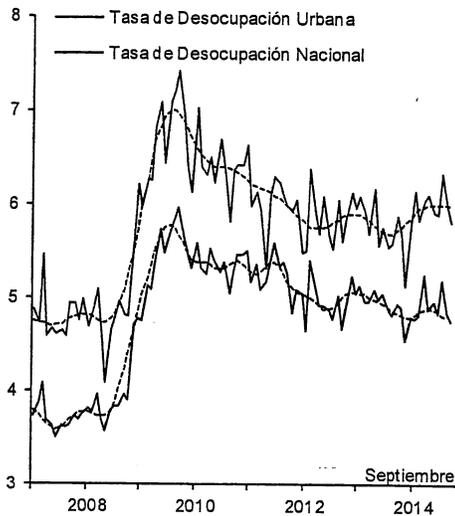
a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.  
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

**b) Tasa de Informalidad**  
Por ciento, a. e.



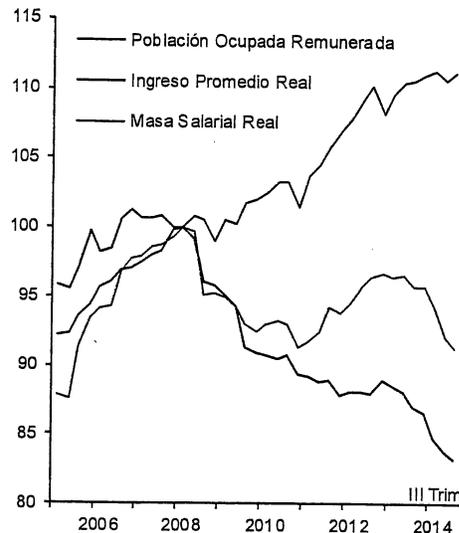
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI.

c) 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.

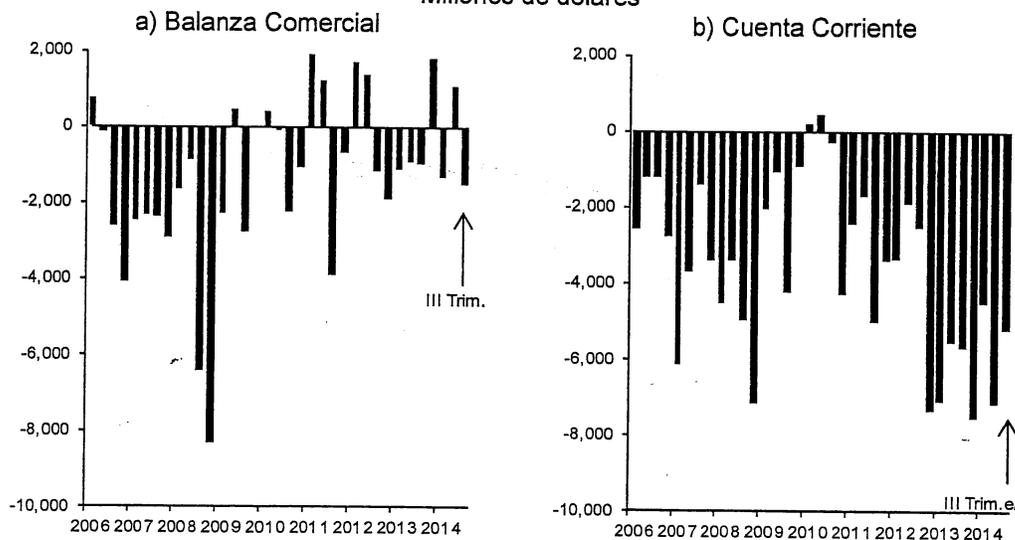
d) Masa Salarial Real Total  
Índice I-2008=100, a. e.



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

Finalmente, en el tercer trimestre de 2014 se observó un déficit en la balanza comercial de 1,513 millones de dólares (Gráfica 23a). Por su parte, la información disponible sugiere que en ese trimestre la cuenta corriente registró un déficit moderado y que el país continuó captando recursos a través de la cuenta financiera que permitieron el financiamiento cómodo de dicho déficit (Gráfica 23b).

**Gráfica 23**  
**Balanza Comercial y Cuenta Corriente**  
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

e/ Estimación de Banco de México.  
Fuente: Banco de México.

### 3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

En el tercer trimestre de 2014, las fuentes de recursos financieros de la economía moderaron su ritmo de expansión respecto al trimestre previo. Ello obedeció, por un lado, a un menor dinamismo de las fuentes internas –luego de la recuperación que mostraron en el primer semestre del año–, y por otro, a un menor crecimiento de las fuentes externas a la luz del incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

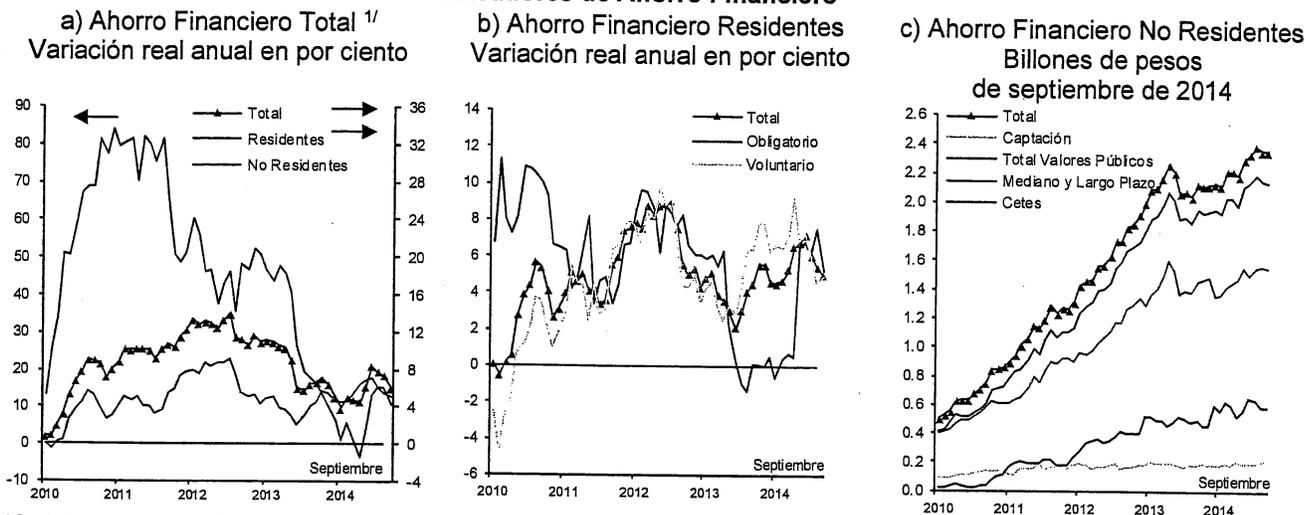
En lo que concierne a las fuentes internas, el saldo del ahorro financiero interno –definido como el saldo del agregado monetario M4 en poder de residentes menos el saldo de billetes y monedas en poder del público– presentó un ritmo de crecimiento inferior al observado en el trimestre anterior, producto de las menores tasas de expansión, tanto de su componente voluntario, como del obligatorio (Gráfica 24). Lo anterior fue reflejo, en parte, de una reducción en la valuación de los instrumentos de mediano y largo plazo que componen la cartera de los fondos para el retiro, a consecuencia del incremento de las tasas de interés de estos instrumentos que tuvo lugar durante el trimestre ante el entorno de volatilidad en los mercados financieros internacionales. Por su parte, en el trimestre de referencia la base monetaria continuó expandiéndose con un dinamismo similar al del trimestre previo, en un entorno de recuperación de la actividad económica y de bajas tasas de interés.<sup>4</sup>

En lo que respecta a las fuentes externas, éstas también presentaron una moderación en su ritmo de crecimiento respecto del trimestre previo. Por un lado, el saldo del ahorro financiero del sector no residente se mantuvo prácticamente sin cambio en relación con el cierre de junio (Gráfica 24). Al respecto, conviene señalar que se observó una recomposición en los activos en poder de dicho sector, al reducirse su tenencia de valores gubernamentales de corto plazo (CETES), mientras que incrementó la de valores gubernamentales de mediano y largo plazos. El incremento en la tenencia de instrumentos de mayor plazo se dio aun cuando estos instrumentos vieron afectada su valuación a raíz del mencionado aumento en las tasas de interés. Por otra parte, a la moderación del ritmo de crecimiento de las fuentes externas también contribuyó una disminución en el flujo de recursos del exterior destinados a financiar a las empresas privadas no financieras.

En relación con la utilización de recursos financieros en la economía, el financiamiento al sector privado no financiero moderó su ritmo de crecimiento con respecto al observado en el trimestre previo. Durante el tercer trimestre de 2014 el financiamiento a las empresas privadas no financieras registró una tasa de crecimiento menor que la observada en el periodo abril-junio del año en curso. Esta moderación obedeció, en buena medida, a una disminución en el ritmo de expansión del financiamiento externo asociada principalmente a un efecto de base de comparación debido a un monto inusualmente elevado de colocaciones en el mercado de deuda externa en el tercer trimestre de 2013. Por su parte, el financiamiento interno al sector empresarial mostró un menor dinamismo en el trimestre de referencia, particularmente derivado de menores flujos crediticios de la banca comercial (Gráfica 25).

<sup>4</sup> La base monetaria se define como el saldo de billetes y monedas en circulación más los depósitos bancarios en cuenta corriente en el Banco de México.

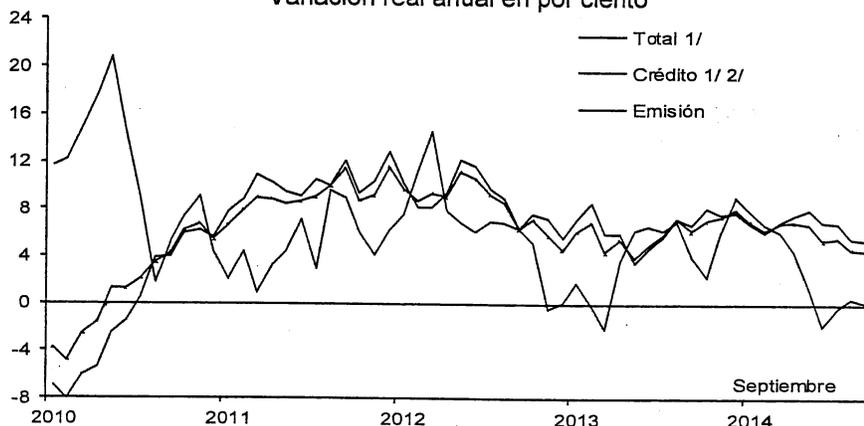
**Gráfica 24**  
**Indicadores de Ahorro Financiero**



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

Profundizando en lo anterior, el crédito otorgado por la banca comercial a las empresas registró una tasa de crecimiento real anual de 3.3 por ciento en el tercer trimestre de 2014, cifra menor al 4.4 por ciento observado en el segundo trimestre del año. Esto último, derivado de un menor dinamismo en el ritmo de expansión del crédito a empresas grandes, toda vez que la cartera de crédito a pequeñas y medianas empresas continuó ampliándose a tasas relativamente elevadas. Por su parte, el crédito directo de la banca de desarrollo continuó creciendo a tasas similares a las observadas en el periodo abril-junio de 2014 (Gráfica 26a). En este entorno, las tasas de interés y los índices de morosidad del crédito de la banca a las empresas continuaron sin mostrar variaciones significativas en el periodo que se reporta (Gráfica 26b y Gráfica 26c).

**Gráfica 25**  
**Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras**  
Variación real anual en por ciento



<sup>1/</sup> Estas cifras se afectan por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a sofomes no reguladas.  
<sup>2/</sup> 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.

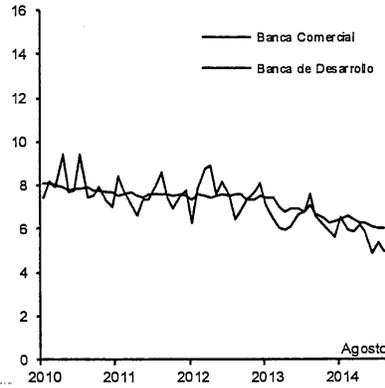
**Gráfica 26**

**Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras**

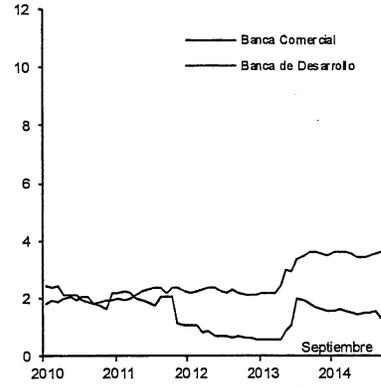
a) Crédito Vigente de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras



b) Tasas de Interés de Nuevos Créditos de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras <sup>1/</sup> Por ciento



c) Índices de Morosidad del Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras <sup>2/</sup> Por ciento



1/ 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.

2/ 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.

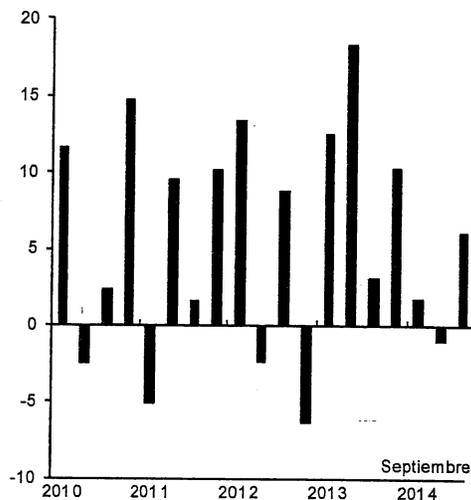
En el mercado de deuda interna, la colocación neta de valores de mediano y largo plazo por parte de las empresas privadas no financieras en el tercer trimestre de 2014 fue mayor que la registrada el trimestre previo (Gráfica 27a). En particular, el monto total emitido en el mercado interno, neto de amortizaciones, fue de 6.0 mil millones de pesos (mmp) en julio-septiembre de 2014 —resultado de una colocación bruta de 18.9 mmp y de amortizaciones brutas por 12.9 mmp—, superior al monto neto de -1.0 mmp que se registró en el trimestre previo. En este contexto, se continuó observando una tendencia de menores tasas de interés de valores privados internos, tanto para las colocaciones de mediano como para las de corto plazo (Gráfica 27b).

Por su parte, los segmentos que componen la cartera de crédito a los hogares tuvieron un desempeño mixto en el tercer trimestre de 2014. Por un lado, la cartera hipotecaria de la banca comercial y sus sofomes se expandió a una tasa real anual promedio de 5.6 por ciento, manteniendo un dinamismo similar al registrado en los trimestres previos (Gráfica 28a). Ello, en un entorno de tasas de interés e índices de morosidad que no mostraron cambios sustanciales (Gráfica 28b). No obstante, el crédito vigente del Infonavit continuó expandiéndose a tasas relativamente bajas (Gráfica 28a). Respecto a la calidad de la cartera del Infonavit, después del deterioro que había mostrado en los trimestres previos, el índice de morosidad se mantuvo relativamente estable en el tercer trimestre del año (Gráfica 28b).

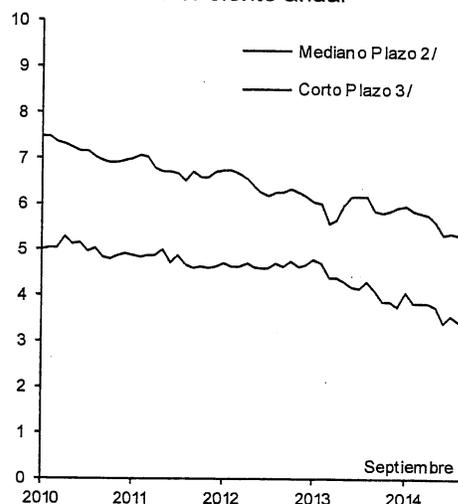
**Gráfica 27**

**Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno**

a) Colocación Neta de Valores a Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras <sup>1/</sup>  
Miles de millones de pesos



b) Tasas de Valores de Empresas Privadas No Financieras  
Por ciento anual



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

2/ Colocaciones con un plazo mayor a un año.

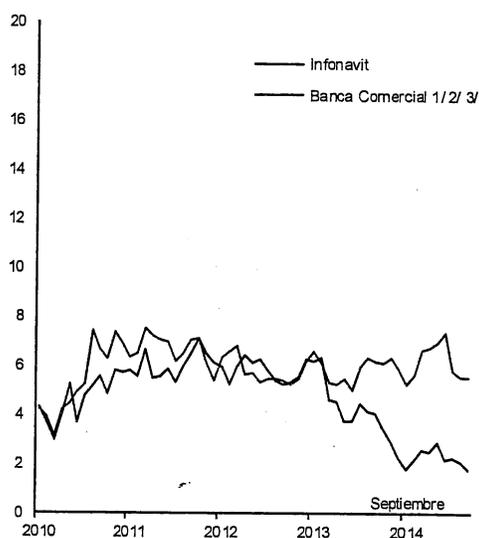
3/ Colocaciones con un plazo de hasta un año.

Fuente: Banco de México, con información de Valmer e Indeval.

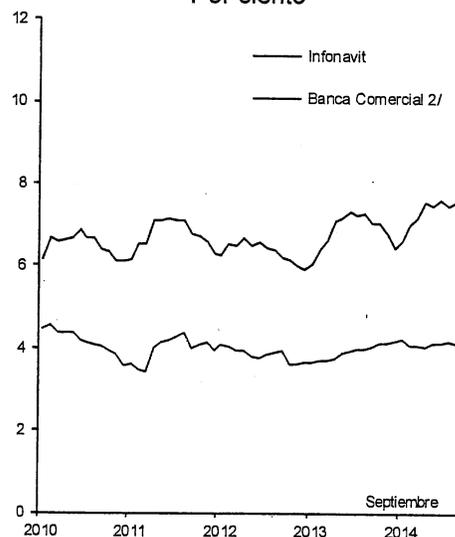
**Gráfica 28**

**Crédito a la Vivienda**

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



b) Índices de Morosidad del Crédito a la Vivienda <sup>4/</sup>  
Por ciento



1/ Las cifras se ajustan para no ser distorsionadas por el efecto 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.

2/ Se incluyen a las sofomes de la banca comercial.

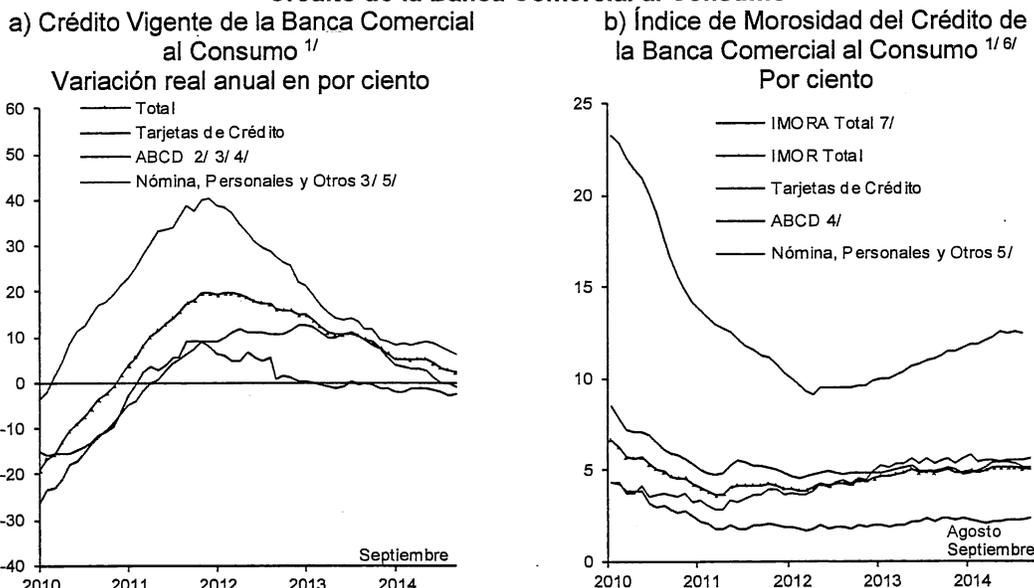
3/ Las cifras se ajustan para no verse afectadas por la incorporación de algunas sofomes reguladas a la estadística de crédito bancario.

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.

En lo que toca al crédito de la banca comercial al consumo, éste siguió desacelerando su ritmo de crecimiento durante el tercer trimestre de 2014, en especial el que se otorga a través de tarjetas de crédito (Gráfica 29a). En particular, el crédito vigente de la banca comercial al consumo se expandió durante julio-septiembre a una tasa real anual de 2.8 por ciento, por debajo del 4.9 por ciento observado en abril-junio de 2014. En este entorno, las tasas de interés y los índices de morosidad correspondientes no presentaron movimientos significativos. Respecto de este último punto, destaca que el índice de morosidad ajustado –que considera los castigos de cartera acumulados en los últimos doce meses– se mantuvo en niveles similares a los observados en el segundo trimestre de 2014, interrumpiendo la tendencia al alza que había venido registrando en trimestres previos (Gráfica 29b). Si bien esta dinámica del indicador de morosidad es congruente con la reactivación de la actividad económica que inició el trimestre previo, será importante mantenerse atentos a que la cartera de crédito no presente deterioros adicionales en los siguientes trimestres.

**Gráfica 29**  
**Crédito de la Banca Comercial al Consumo**



- 1/ Incluye la cartera de crédito de las sofomes reguladas de tarjetas de crédito: Tarjetas Banamex, Santander Consumo, Banorte-ixe Tarjetas y Sociedad Financiera Inbursa.
  - 2/ Entre junio de 2010 y mayo de 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la compra de cartera automotriz de una institución bancaria.
  - 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 para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.
  - 5/ Otros se refiere a créditos para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.
  - 6/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
  - 7/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.
- Fuente: Banco de México.

En suma, el financiamiento al sector privado no financiero ha mostrado una evolución congruente con el desempeño de la actividad económica. Hacia adelante, en la medida en que se materialice la expectativa de un mayor crecimiento de la actividad productiva, es de esperarse un incremento gradual en la demanda de recursos financieros por parte del sector privado no financiero. Por consiguiente, teniendo en consideración que los requerimientos financieros del

sector público se mantendrán elevados el siguiente año, un entorno externo menos favorable podría significar una menor disponibilidad de recursos para el sector privado. En particular:

- i. Considerando la evolución observada de las fuentes de recursos financieros hasta el tercer trimestre del año, se espera que para el cierre de 2014 éstas se sitúen en 9.0 por ciento del PIB, cifra ligeramente superior al 8.6 por ciento registrado en 2013 (Cuadro 2). Ello como resultado de un incremento de las fuentes internas de recursos de 4.8 a 5.4 puntos porcentuales del producto. En relación a las fuentes externas, se prevé que éstas disminuyan respecto al año previo de 3.8 a 3.6 por ciento del PIB como resultado de los menores flujos de capital hacia las economías emergentes. Respecto a la utilización de los recursos financieros, se espera que el flujo de financiamiento al sector privado se sitúe en 2.9 puntos del producto, inferior al observado en 2013 de 3.9 por ciento del producto. En contraste, se prevé que los recursos destinados al sector público –que incluyen a los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y el financiamiento a los estados y municipios– pasen de 3.4 a 4.5 por ciento del PIB.
- ii. Para 2015 se anticipa una reducción en las fuentes de financiamiento. Ello obedece, principalmente, a la contracción en la disponibilidad esperada de recursos financieros del exterior –que pasarían de 3.6 por ciento del producto en 2014 a 2.3 por ciento en 2015–, derivado del retiro de estímulo monetario esperado en Estados Unidos (Cuadro 2). Por su parte, el financiamiento al sector público, de acuerdo con los Criterios Generales de Política Económica 2015, disminuirá de 4.5 a 4.3 puntos porcentuales del PIB.<sup>5</sup> Con ello, se esperaría una disminución en los recursos financieros canalizados al sector privado de 2.9 a 2.5 puntos del producto.
- iii. Para 2016, se prevé un panorama similar al de 2015 en términos de los flujos de las fuentes internas de recursos financieros, así como de las fuentes externas (Cuadro 2). Por el lado de la utilización de recursos, los requerimientos de financiamiento del sector público disminuirían a 3.8 por ciento del producto en línea con lo expuesto en los Criterios Generales de Política Económica 2015 ya señalados, generando con ello una mayor disponibilidad de recursos para el financiamiento al sector privado, mismo que se elevaría a 3.1 por ciento del PIB.

El ejercicio anterior resalta la importancia de continuar con el proceso de consolidación fiscal en los próximos años, ya que ello, además de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, permitirá la canalización de mayores recursos al sector privado.

---

<sup>5</sup> Lo anterior, en congruencia con el balance público contenido en la Ley de Ingresos de la Federación 2015 aprobada el pasado 30 de octubre.

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

	Flujos Anuales							
	2009	2010	2011	2012	2013	2014 <sup>e/</sup>	2015 <sup>e/</sup>	2016 <sup>e/</sup>
<b>Total de Recursos</b>	<b>4.0</b>	<b>9.3</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>8.6</b>	<b>9.0</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>
Fuentes Internas	3.4	4.1	5.7	4.4	4.8	5.4	5.6	5.6
M4 Voluntario	1.7	2.6	4.2	3.0	4.1	4.0	4.2	4.2
M4 Obligatorio <sup>1/</sup>	1.7	1.5	1.5	1.4	0.7	1.4	1.4	1.4
Fuentes Externas	0.6	5.2	4.3	5.6	3.8	3.6	2.3	2.3
M4 no Residentes	0.5	2.9	3.0	4.5	1.3	1.4	0.5	0.6
Valores y Crédito del Exterior <sup>2/</sup>	0.2	2.3	1.3	1.1	2.5	2.2	1.8	1.7
<b>Total de Usos</b>	<b>4.0</b>	<b>9.3</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>8.6</b>	<b>9.0</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>
Reserva Internacional <sup>3/</sup>	0.5	2.2	2.4	1.8	1.0	1.4	1.1	1.1
Financiamiento al Sector Público	3.4	3.8	2.9	3.7	3.4	4.5	4.3	3.8
Requerimientos Financieros del Sector Público <sup>4/</sup>	2.6	3.4	2.7	3.2	3.0	4.2	4.0	3.5
Estados y Municipios	0.8	0.4	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Financiamiento al Sector Privado	0.0	2.5	3.5	3.1	3.9	2.9	2.5	3.1
Externo	-0.4	0.5	0.7	0.8	1.6	0.9	0.7	0.7
Interno <sup>5/</sup>	0.4	2.0	2.8	2.4	2.4	2.0	1.8	2.4
Otros conceptos <sup>6/</sup>	0.2	0.8	1.1	1.4	0.2	0.2	-0.1	-0.1

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

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

1/ Los flujos revalorizados anuales excluyen del M4 el efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE.

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

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

4/ De 2008 a 2013, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. De 2014 a 2016, los RFSP como porcentaje del PIB se obtienen de los Criterios Generales de Política Económica 2015. Las cifras de los flujos revalorizados excluyen el impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE sobre los RFSP.

5/ 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), así como la emisión de deuda interna.

6/ Incluye 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, así como pasivos no monetarios del IPAB, entre otros conceptos.

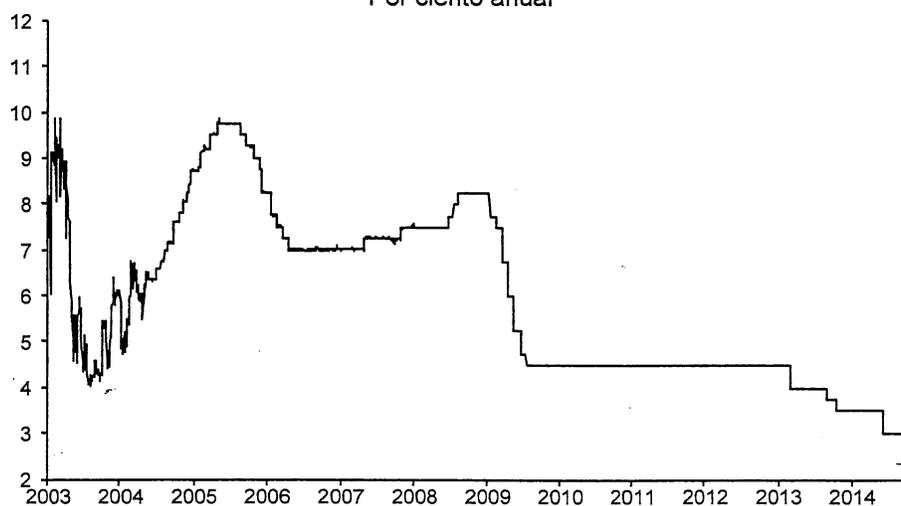
Fuente: Banco de México.

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

La conducción de política monetaria ha estado orientada a la consecución del objetivo permanente de inflación. Los avances estructurales en el combate a la inflación, entre los que destacan la reducción de su nivel, volatilidad y persistencia, la disminución del traspaso a los precios al consumidor de ajustes en precios relativos y de variaciones del tipo de cambio, el anclaje de las expectativas de inflación y la disminución en las primas de riesgo inflacionario, le han dado al Instituto Central un mayor margen de maniobra para alcanzar la meta de inflación a un menor costo para la sociedad en términos de actividad económica. Reconociendo lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México redujo en marzo de 2013 la tasa de interés de referencia en 50 puntos base. Posteriormente, ante una evolución favorable tanto de la inflación, como de sus expectativas, y condiciones de holgura en la economía, el mayor margen de maniobra antes referido permitió que este Instituto Central pudiera disminuir la tasa de interés de referencia en tres ocasiones adicionales, acumulando así otros 100 puntos base, y con ello apoyar la recuperación económica sin comprometer el proceso de convergencia al objetivo de inflación de 3 por ciento.

Durante el periodo que cubre este Informe, las expectativas de inflación se mantuvieron bien ancladas a pesar de que, como se mencionó, el incremento en el precio de algunos productos pecuarios llevó a la inflación a niveles por arriba de 4 por ciento. Al respecto, considerando la naturaleza transitoria de dicho choque sobre la inflación, que las expectativas de los agentes económicos anticipan una disminución importante de la inflación a finales de 2014 y principios de 2015 y que la probabilidad de que la inflación converja a 3 por ciento a mediados de 2015 es elevada, en su última reunión de política monetaria la Junta de Gobierno del Instituto Central decidió mantener en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día (Gráfica 30).

**Gráfica 30**  
**Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día <sup>1/</sup>**  
Por ciento anual



<sup>1/</sup> A partir del 21 de enero de 2008 se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

Fuente: Banco de México.

Entre los elementos que se tomaron en consideración para la conducción de la política monetaria durante este periodo destacan:

- a) Que el desvanecimiento de los efectos de los recientes choques en precios relativos, la ausencia de medidas tributarias que pudieran afectar el nivel general de precios en 2015, la eliminación del cobro por larga distancia telefónica nacional y la reducción en la tasa de variación anual de los precios de las gasolinas en ese año, permiten esperar que la inflación general anual cierre 2014 en alrededor de 4 por ciento, que se reduzca considerablemente a principios de 2015 y que alcance niveles cercanos a 3 por ciento a partir de mediados de ese año. Asimismo, derivado de lo anterior, se anticipa que la inflación subyacente se ubique por debajo de tres por ciento en 2015.
- b) Las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de instrumentos de mercado para el mediano y largo plazo que continúan en niveles cerca de 3 por ciento, mientras que aquéllas provenientes de encuestas para horizontes de mediano y largo plazo se han mantenido estables en 3.5 por ciento. Adicionalmente, aun cuando las correspondientes al cierre de 2014 se han incrementado, ubicándose cerca de 4 por ciento, las que se refieren al cierre de 2015 se han mantenido estables.
- c) Si bien se prevé que la brecha del producto continúe cerrándose, no se anticipan presiones sobre la inflación provenientes de la demanda agregada durante los próximos trimestres.
- d) La anticipación de que los mercados financieros en México sigan operando de manera ordenada y el traspaso de movimientos cambiarios a precios sea bajo, incluso si continúan episodios de volatilidad elevada en los mercados financieros internacionales, con su consecuente efecto sobre la cotización de la moneda nacional. Cabe destacar, no obstante, que el Banco de México se mantendrá atento a la incierta situación internacional, con el fin de reaccionar oportunamente ante cualquier evento que, a través de sus efectos sobre los mercados domésticos, pudiese interferir con la convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento.

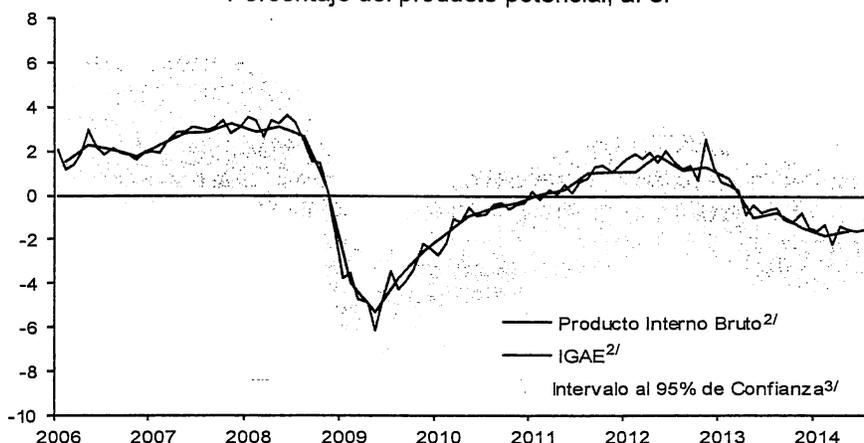
En lo que se refiere a la evolución del grado de holgura en la economía, se espera que tal holgura siga reduciéndose gradualmente en los siguientes trimestres, dada la recuperación prevista en el dinamismo de la actividad productiva. Sin embargo, y a pesar del grado de incertidumbre asociado con la estimación del producto potencial, no se espera que se presenten aumentos de costos unitarios de la mano de obra en el periodo referido. En particular:

- a) Se estima que la brecha del producto permanece en niveles negativos, aunque se prevé que continúe cerrándose en los próximos trimestres (Gráfica 31).<sup>6</sup>
- b) Como se mencionó, en el mercado laboral persisten condiciones de holgura (ver Sección 3.2.1).
- c) No obstante los recientes aumentos registrados en la tasa de crecimiento anual del salario base de cotización en el IMSS, la caída en el ingreso promedio real de la población ocupada nacional, junto con la tendencia

<sup>6</sup> Considerando que la estimación de este indicador está sujeta a cierto grado de incertidumbre, su interpretación debe ser cautelosa puesto que desde un punto de vista estadístico no presenta niveles significativamente diferentes de cero.

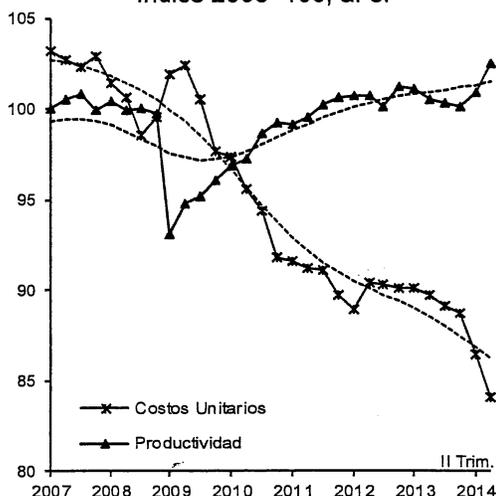
creciente presentada por la productividad laboral, han conducido a que los costos unitarios de la mano de obra para la economía en su conjunto sigan disminuyendo (Gráfica 32).

**Gráfica 31**  
**Estimación de la Brecha del Producto <sup>1/</sup>**  
Porcentaje del producto potencial, a. e.

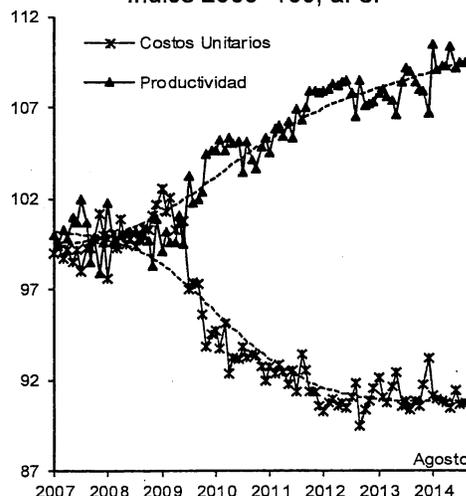


a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.  
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; véase Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2009, Banco de México, pág. 74.  
2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2014, cifras del IGAE a agosto de 2014.  
3/ Intervalo 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 32**  
**Productividad <sup>1/</sup> y Costo Unitario de la Mano de Obra**  
a) En la Economía Índice 2008=100, a. e.  
b) En el Sector Manufacturero 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.  
1/ Productividad con base en las horas trabajadas.  
Fuente: Costo Unitario elaborado por el Banco de México con cifras del INEGI. Índice Global de la Productividad Laboral en la Economía (IGPLE) publicado por INEGI.



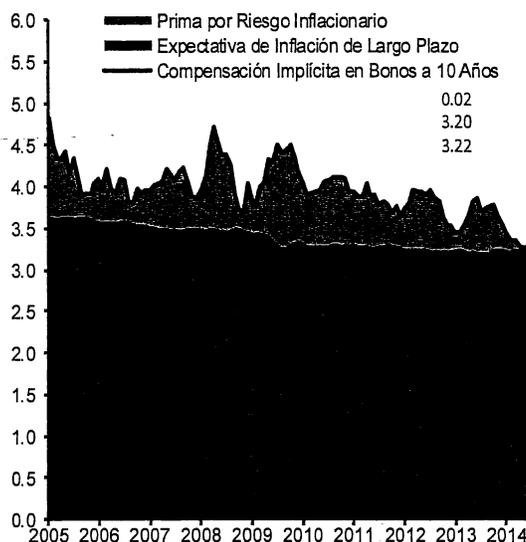
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.  
1/ Productividad con base en las horas trabajadas.  
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Indicador Mensual de la Actividad Industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En lo referente a las expectativas de inflación, destaca que aquéllas implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado de largo plazo continúan en niveles cercanos a 3 por ciento.<sup>7</sup> Así, este indicador de expectativas de inflación, que se estima a partir de instrumentos de mercado a 10 años, se mantuvo estable alrededor de 3.2 por ciento entre junio y octubre de 2014, mientras que la prima por riesgo inflacionario asociada se redujo aproximadamente de 12 a 2 puntos base en el mismo periodo (Gráfica 33a). De esta forma, la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre las tasas de interés nominales y reales de largo plazo) pasó de un nivel promedio de 3.4 por ciento, a uno de 3.3 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre año, alcanzando con ello niveles mínimos históricos (Gráfica 33b). En suma, la reducción que continúa registrando este indicador refleja que los tenedores de instrumentos referenciados a tasas nominales han venido demandando una menor cobertura por inflación futura.

**Gráfica 33**

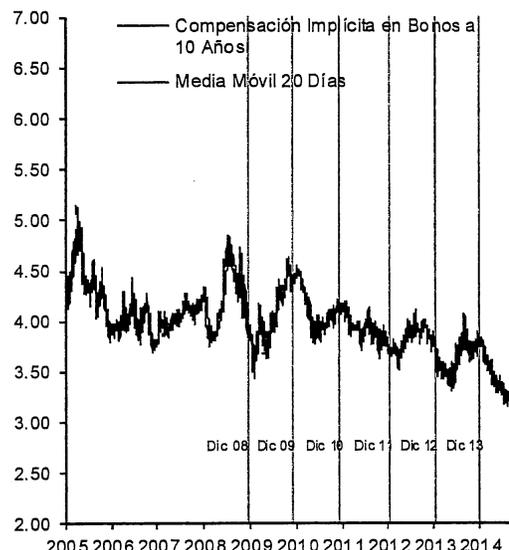
**Expectativas de Inflación**

a) Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario <sup>1/</sup>  
Por ciento



<sup>1/</sup> Último dato disponible: octubre 2014.  
Fuente: Estimación Banco de México.

b) Compensación Implícita en Bonos a 10 Años  
Por ciento



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

En lo que corresponde a las expectativas de inflación provenientes de la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la mediana de las mismas para el cierre de 2014 se ubicó en niveles cercanos a 4 por ciento, al pasar de 3.8 por ciento en junio de 2014 a 3.99 por ciento en octubre, ante el aumento observado en la inflación en los meses pasados.<sup>8</sup> La correspondiente a las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2014 se mantuvo

<sup>7</sup> Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2013.

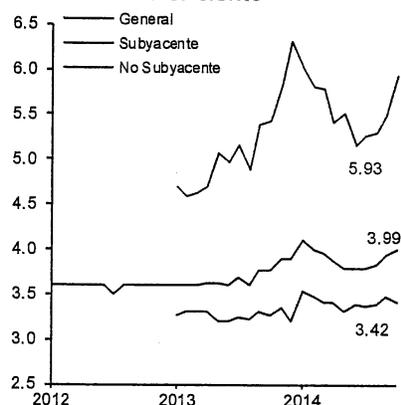
<sup>8</sup> La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2014 con base en la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex registró un comportamiento similar al ubicarse en 3.88 por ciento en la encuesta del 20 de junio de 2014 e incrementarse hasta 3.97 por ciento en la encuesta del 5 de noviembre de 2014.

alrededor de 3.4 por ciento en el mismo periodo, mientras que la expectativa de inflación no subyacente implícita en las medianas anteriores se incrementó de 5.16 a 5.93 por ciento (Gráfica 34a). Al respecto, cabe destacar que a pesar del comportamiento señalado, las expectativas de inflación para cada uno de los siguientes meses se han mantenido estables (Gráfica 34b).

Para 2015, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre del año se mantuvo alrededor de 3.5 por ciento entre junio y octubre. Al respecto, la mediana de las expectativas de inflación del componente subyacente registró una pequeña disminución de 3.21 por ciento a 3.17 por ciento, mientras que la expectativa implícita para el componente no subyacente pasó de 4.49 a 4.58 por ciento en el periodo referido. Por último, las expectativas correspondientes a mayores plazos se mantuvieron estables en torno a 3.5 por ciento (Gráfica 34c).<sup>9</sup>

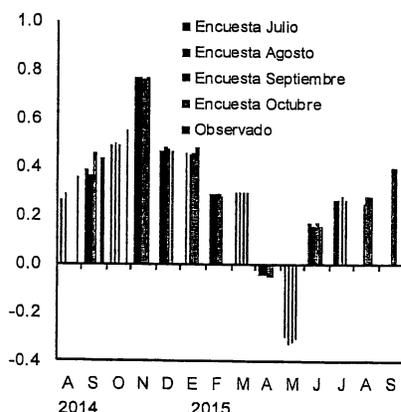
**Gráfica 34**  
**Expectativas de Inflación**

a) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2014 <sup>1/</sup>  
Por ciento



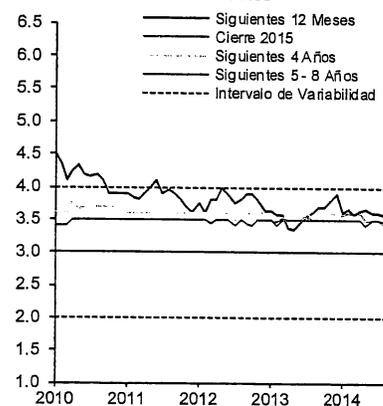
<sup>1/</sup> Último dato disponible: octubre 2014.  
Fuente: Encuesta de Banco de México.

b) Expectativas de Inflación Mensual  
Por ciento



Fuente: Encuesta de Banco de México.

c) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos <sup>2/</sup>  
Por ciento



<sup>2/</sup> Último dato disponible: octubre 2014.  
Fuente: Encuesta de Banco de México.

Luego de los bajos niveles de volatilidad que se observaron en los mercados financieros en julio de este año, ésta se incrementó considerablemente en los meses posteriores, lo que condujo a un comportamiento desfavorable en los precios de algunos activos financieros. Entre los factores que impulsaron esta mayor volatilidad destacan:

- i. Las menores perspectivas de crecimiento económico global, a pesar de la recuperación en Estados Unidos.
- ii. La incertidumbre sobre el momento en el que la Reserva Federal iniciará el aumento de su tasa de interés de referencia.
- iii. La divergencia en las expectativas acerca de las posturas de política monetaria de las principales economías avanzadas.

<sup>9</sup> Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo (periodo 2016-2020) de la Encuesta de Banamex, éstas también se han mantenido alrededor de 3.5 por ciento entre las encuestas del 20 de junio y el 5 de noviembre.

- iv. La apreciación del dólar estadounidense.
- v. Los riesgos geopolíticos.
- vi. El temor a la epidemia del ébola.

En este entorno, en los mercados financieros nacionales se dieron ajustes, si bien de manera ordenada y bajo condiciones adecuadas de liquidez. Así, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, que había registrado una tendencia al alza desde el segundo trimestre de 2014, mostró una elevada volatilidad, disminuyendo 5 por ciento entre principios de septiembre y mediados de octubre. No obstante, recientemente ha mostrado una recuperación, por lo que durante el trimestre en su conjunto la variación de dicho índice fue de un crecimiento de 4 por ciento (Gráfica 35a).

En cuanto a la cotización de la moneda nacional frente al dólar estadounidense, ésta pasó de niveles promedio de 13 a 13.6 pesos por dólar de finales de junio a principios de noviembre, registrando una depreciación de aproximadamente 4.5 por ciento, mientras que en el año en su conjunto ésta ha sido de 4 por ciento, en medio de una elevada volatilidad (Gráfica 35b y Gráfica 35c). Al respecto, cabe mencionar que el mercado cambiario del peso mexicano ha preservado condiciones de amplia liquidez, siendo la moneda de economías emergentes con mayor volumen de operación (Gráfica 36a y Gráfica 36b). Además, la existencia de un mercado de derivados profundo permite a los agentes económicos cubrir eficientemente sus riesgos cambiarios. En este contexto, el peso ha sido de las divisas que menos se han visto afectadas en el reciente episodio de volatilidad, toda vez que un conjunto de divisas de economías emergentes ha mostrado una depreciación frente al dólar en el mismo lapso de aproximadamente 10 por ciento.<sup>10</sup>

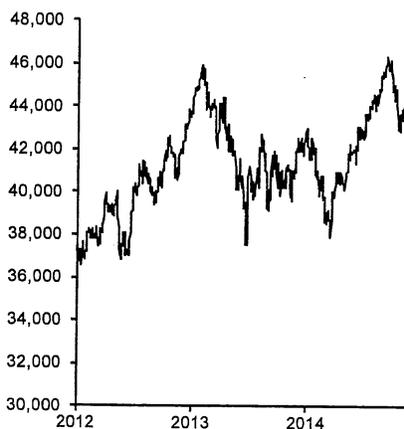
En este sentido, aunque no se puede descartar que continúen presentándose episodios de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales que impacten a la cotización del peso, es importante destacar que el régimen de tipo de cambio flexible ha permitido que dicha variable sirva como amortiguador de choques externos. Además, debido principalmente a que el traspaso de las fluctuaciones del tipo de cambio a los precios se ha reducido en los últimos años, el incremento en la volatilidad del tipo de cambio no representa necesariamente un riesgo importante para la inflación. Lo anterior ha sido posible gracias a que el Banco de México no ha acomodado monetariamente dichos choques, dado que este Instituto Central se ha mantenido al pendiente de que las variaciones en el tipo de cambio no se vieran reflejadas en la dinámica del proceso de formación de precios.

---

<sup>10</sup> La depreciación de otras monedas de economías emergentes considera el comportamiento promedio del tipo de cambio con respecto al dólar de las monedas de Brasil, Chile, Colombia, India, Perú, República Checa, Rusia, Tailandia y Turquía y se calcula con datos de Bloomberg.

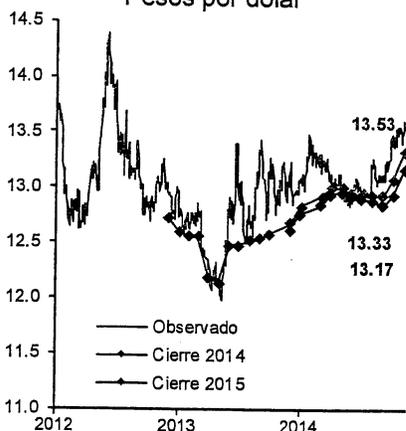
**Gráfica 35**  
**Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores,**  
**Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita del Tipo de Cambio**

a) Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores Índice



Fuente: Bloomberg.

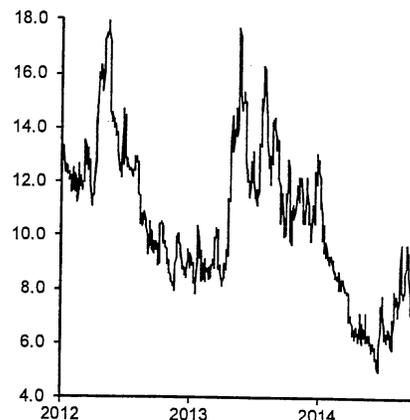
b) Tipo de Cambio Nominal y Expectativas del Tipo de Cambio al Cierre de 2014 y 2015 <sup>1/</sup> Pesos por dólar



<sup>1/</sup> El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato del tipo de cambio observado corresponde al 14 de noviembre de 2014. Para el caso de las expectativas, el último dato corresponde a la encuesta de octubre de 2014.

Fuente: Banco de México y Encuesta de Banco de México.

c) Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio <sup>2/</sup> Por ciento



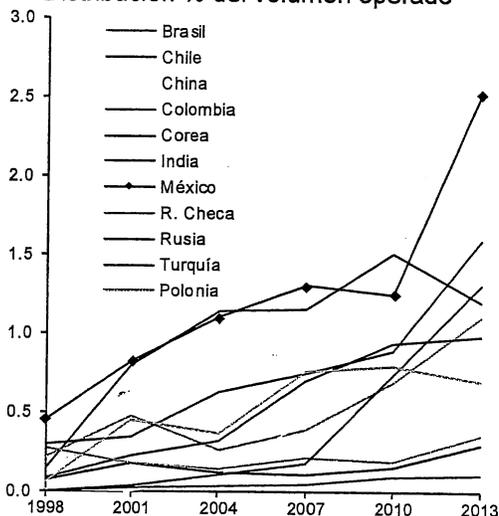
<sup>2/</sup> La volatilidad implícita en opciones del tipo de cambio se refiere a opciones a un mes. Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 36**

**Volumen de Operación en Mercado Cambiario**

a) Volumen de Operación en el Mercado Cambiario Global <sup>1/</sup>

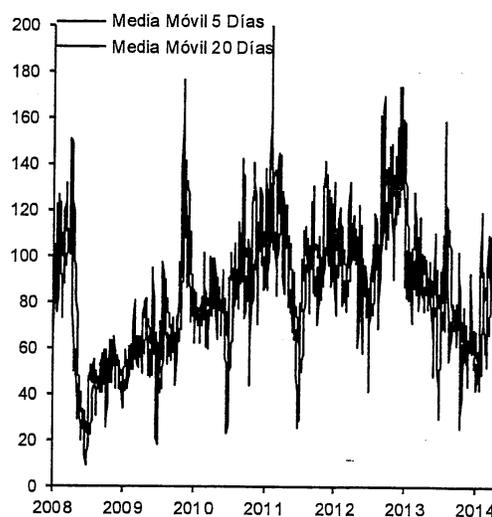
Distribución % del volumen operado <sup>2/</sup>



<sup>1/</sup> Debido a que dos monedas están involucradas en cada transacción, la suma de los porcentajes de participación de las monedas suma 200% en vez del 100%.

<sup>2/</sup> Datos correspondientes al mes de abril de cada año. Fuente: Encuesta Triannual del BIS.

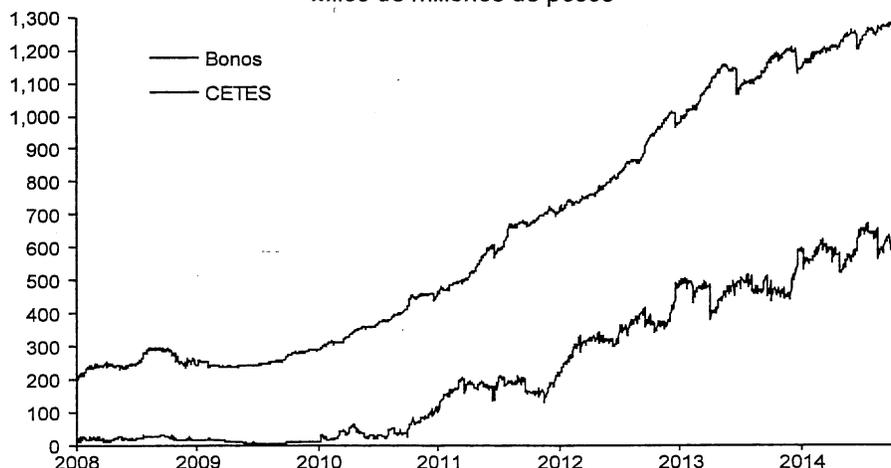
b) Volumen Operado en el Mercado Cambiario Índice 02-jul-2008=100



Fuente: Banco de México y Reuters.

A pesar de la mayor volatilidad registrada en los mercados financieros, México siguió atrayendo recursos del exterior dirigidos a la adquisición de instrumentos financieros en moneda nacional. Así, si bien la tenencia de inversionistas de instrumentos gubernamentales de corto plazo disminuyó en el tercer trimestre de 2014, la correspondiente a instrumentos gubernamentales de mediano y largo plazo continuó su tendencia creciente y permaneció en niveles elevados (Gráfica 37).

**Gráfica 37**  
**Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero**  
 Miles de millones de pesos

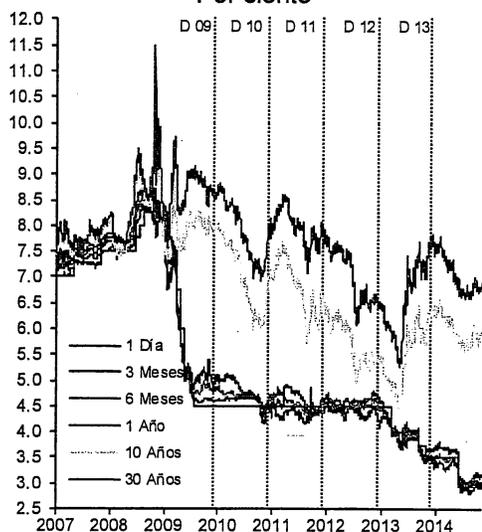


Fuente: Banco de México.

Con respecto a las tasas de interés en moneda nacional, éstas aumentaron marginalmente para prácticamente todos los plazos. En particular, la tasa de interés de valores gubernamentales a 3 meses se mantuvo alrededor de 2.9 por ciento desde finales de junio de 2014 hasta principios de noviembre. En lo correspondiente a las tasas de interés de largo plazo, éstas presentaron elevada volatilidad. Así, las correspondientes a 10 años, de finales de junio a principios de octubre pasaron de 5.7 a 6.0 por ciento, para después disminuir a principios de noviembre a niveles de alrededor de 5.9 por ciento (Gráfica 38a). Ante ello, la pendiente de la curva de rendimientos (diferencia de 10 años y 3 meses) se incrementó ligeramente al pasar de alrededor de 280 a 300 puntos base de finales de junio de 2014 a principios de noviembre (Gráfica 38b).

**Gráfica 38**  
**Tasas de Interés en México**

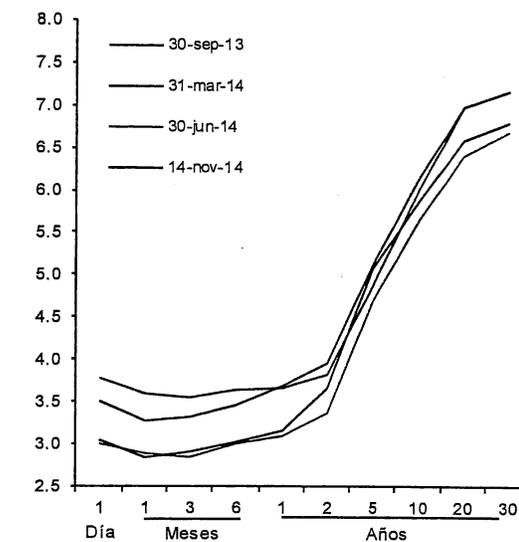
**a) Tasas de Interés de Valores Gubernamentales <sup>1/</sup>**  
**Por ciento**



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).

**b) Curva de Rendimientos**  
**Por ciento**



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Para profundizar en cuanto a la evolución de las tasas de interés de mayor plazo en México, conviene analizar el comportamiento de sus diferentes componentes: a) la tasa de interés de corto plazo (tasa de interés de referencia); b) las tasas de interés de corto plazo implícitas, las cuales consideran las expectativas de inflación de mediano y largo plazo; y, c) las primas por riesgo. Al respecto destaca lo siguiente:

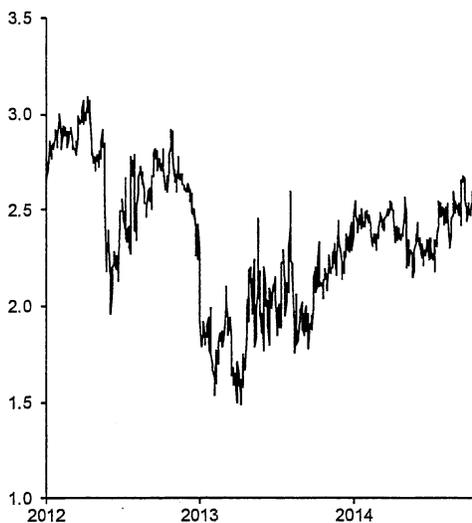
1. El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día se mantuvo en 3 por ciento durante el periodo que cubre este Informe.
2. Las tasas de interés de corto plazo esperadas se han mantenido sin cambios. En particular, de acuerdo a la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, la mediana de las expectativas para la tasa de interés de fondeo bancario al cierre de 2014 se mantuvo en 3 por ciento en las encuestas de junio a octubre. Una evolución similar se infiere de las expectativas implícitas en las tasas de interés de instrumentos de mercado.
3. Finalmente, en cuanto al comportamiento de las diversas primas de riesgo en México, cabe señalar que éstas tuvieron un comportamiento diferenciado. Así:
  - i. Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano para México, después de haber alcanzado niveles mínimos históricos en el segundo trimestre del año, se incrementaron ligeramente durante el tercer trimestre, si bien en menor medida que los correspondientes a otras economías

emergentes, regresando a los niveles que habían mostrado a finales del año pasado (ver Sección 3.1.4).<sup>11</sup>

- ii. Por lo que respecta a la prima por riesgo inflacionario, ésta continuó mostrando una trayectoria descendente en el período que cubre este Informe. En particular, durante el tercer trimestre de 2014, ésta se redujo alrededor de 10 puntos base con respecto al trimestre previo (Gráfica 33).
- iii. En cuanto al comportamiento de la prima por riesgo cambiario, que se estima mediante el diferencial entre la tasa de interés del bono gubernamental a 10 años emitido en pesos y la correspondiente al mismo plazo emitido en dólares, ésta presentó incrementos ante la mayor volatilidad registrada en mercado cambiario (Gráfica 39a).
- iv. Finalmente, la prima por plazo (estimada a través de la diferencia de la tasa de interés de 10 y de 2 años) presentó una ligera disminución al pasar de niveles de alrededor de 230 a 224 puntos base de finales de junio a principios de noviembre (Gráfica 39b).

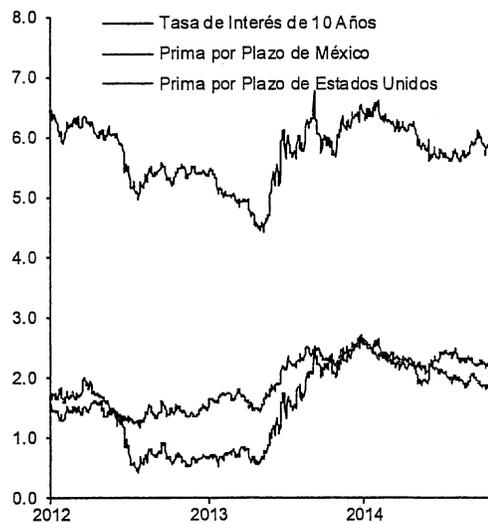
**Gráfica 39**  
**Primas de Riesgo**

a) Diferencial entre la Tasa de Bonos de 10 Años en Moneda Nacional y en Dólares Puntos porcentuales



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

b) Tasa de Interés en México del Bono Gubernamental a 10 Años y Prima por Plazo <sup>1/</sup> Puntos porcentuales, por ciento



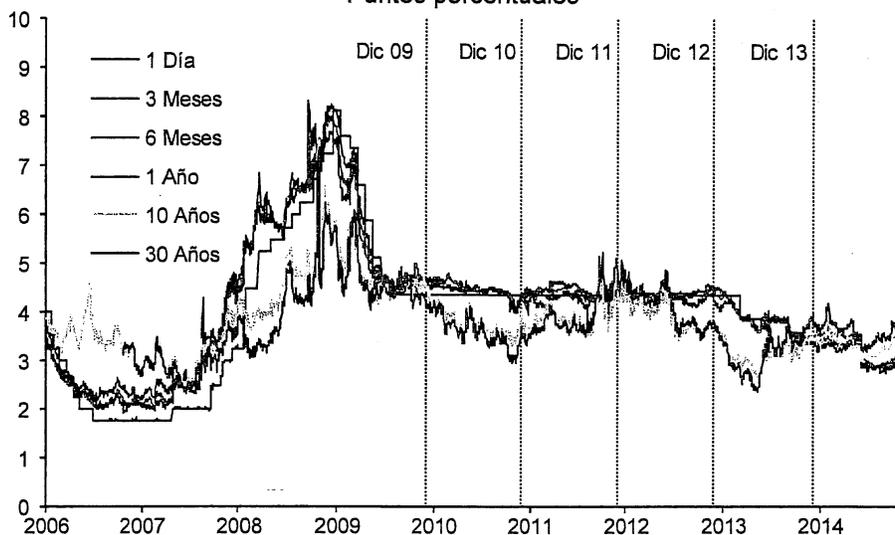
<sup>1/</sup> La prima por plazo se refiere a la diferencia entre la tasa de interés a 10 años y la tasa de interés a 2 años.

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

De acuerdo con la evolución de las tasas de interés de valores gubernamentales en México, y aunado a la disminución generalizada de las tasas de interés en Estados Unidos, los diferenciales de tasas de interés entre ambas economías aumentaron durante el periodo que cubre este Informe. En particular, el diferencial de tasas de interés a 10 años aumentó de alrededor de 310 puntos base a finales de junio a 355 puntos base a principios de noviembre (Gráfica 40).

<sup>11</sup> Se refiere al *Credit Default Swap* de 5 años.

**Gráfica 40**  
**Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos <sup>1/</sup>**  
 Puntos porcentuales



<sup>1/</sup> 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.

A pesar del entorno descrito, como se mencionó, las fuentes externas de financiamiento continuaron registrando un crecimiento, si bien a un ritmo más moderado. Así, la tenencia de extranjeros de instrumentos de deuda del Gobierno Federal en moneda nacional continuó reflejando la confianza de los inversionistas en el marco macroeconómico del país y en la estrategia de crecimiento sustentada en las reformas estructurales. Al respecto conviene destacar la importancia de mantener la fortaleza del referido marco para facilitar un ajuste ordenado de la economía mexicana a un entorno externo menos favorable. Lo anterior es de crucial importancia, dado que es probable que continúe la volatilidad en los mercados financieros internacionales en los siguientes meses, toda vez que no parece que los factores detrás de dicha volatilidad se disiparán en el futuro inmediato.

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

Las previsiones sobre la actividad de Estados Unidos en las que se basa el marco macroeconómico para México son las siguientes:<sup>12</sup>

- a) El crecimiento esperado para el PIB de Estados Unidos en 2014 se modifica, respecto al Informe precedente, de 2.1 a 2.2 por ciento, mientras que el correspondiente a 2015 se mantiene en 3.0 por ciento. Para 2016, la previsión sobre la expansión de este indicador se ubica en 2.9 por ciento.
- b) El pronóstico para el crecimiento de la producción industrial de Estados Unidos en 2014 permanece sin cambio en 4.0 por ciento respecto al Informe anterior. Para 2015, se anticipa una expansión de este indicador de 3.6 por ciento, cifra que se compara con la previsión en el Informe precedente de 3.7 por ciento. Para 2016, se espera un incremento de 3.3 por ciento.

**Crecimiento de la Economía Nacional:** La reactivación que registró la economía mexicana en el segundo trimestre continuó durante el tercero, aunque de manera moderada. Se sigue previendo que este dinamismo persista hacia adelante, sustentado, principalmente, por el impulso de la demanda externa, así como por una paulatina recuperación del gasto interno. De este modo, se espera que la tasa de crecimiento del PIB de 2014 se ubique entre 2.0 y 2.5 por ciento, rango que se compara con el intervalo reportado en el Informe precedente de entre 2.0 y 2.8 por ciento (Gráfica 41a). El menor dinamismo esperado para 2014 junto con la previsión de que continúe el impulso de la demanda externa y la reactivación de la interna, sugiere que en 2015 la tasa de expansión del PIB podría situarse entre 3.0 y 4.0 por ciento. En el Informe anterior dicho intervalo se situó entre 3.2 y 4.2 por ciento. Sin embargo, se anticipa que, de implementarse adecuadamente las reformas estructurales, éstas vayan teniendo un efecto positivo gradual sobre el crecimiento económico del país, lo que podría dar un intervalo de tasas de crecimiento mayores para 2016. En este sentido, el intervalo de pronóstico para 2016 se ubicaría de 3.2 a 4.2 por ciento.

**Empleo:** Tomando en cuenta que el dinamismo mostrado por el número de trabajadores asegurados en el IMSS ha continuado superando al de la actividad económica, el pronóstico para el crecimiento del empleo formal en 2014 se revisa de un intervalo de entre 570 y 670 mil trabajadores en el Informe previo a uno de entre 640 y 710 mil trabajadores. Para 2015 se continúa anticipando un aumento de entre 620 y 720 mil trabajadores. Para 2016, en parte como reflejo de la implementación de las reformas estructurales, se estima que el número de trabajadores asegurados en el IMSS muestre un comportamiento más favorable, por lo que se prevé un intervalo de entre 640 y 740 mil trabajadores.

<sup>12</sup> Las expectativas para la economía de Estados Unidos referentes a 2014 y 2015 se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en noviembre de 2014, mientras que las correspondientes a 2016 se basan en la publicación de Blue Chip de octubre de 2014 debido a que son las previsiones disponibles más recientes para dicho año.

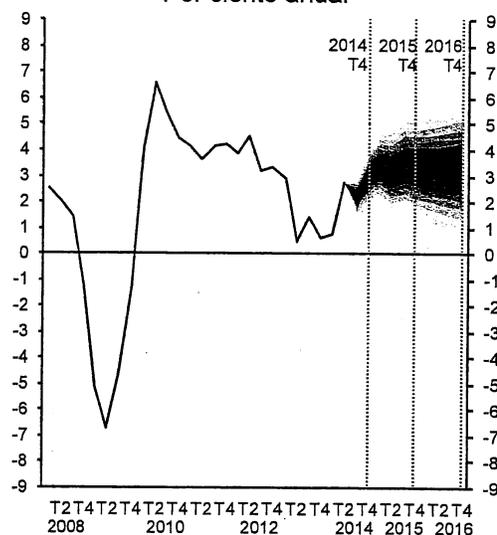
**Cuenta Corriente:** Para 2014, se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 4.0 y 26.0 miles de millones de dólares, respectivamente (0.3 y 2.0 por ciento del PIB, respectivamente). Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 11.5 y 34.4 miles de millones de dólares, respectivamente (0.8 y 2.5 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2016, se esperan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 15.5 y 38.8 miles de millones de dólares, respectivamente (1.0 y 2.6 por ciento del PIB, respectivamente). El deterioro previsto en las cuentas externas se explica principalmente por una mayor absorción en la economía y por la previsión de menores precios y plataforma de exportación de petróleo respecto a lo anteriormente esperado.

Si bien se anticipa que, debido a la fuerte desaceleración que presentó la actividad productiva a finales de 2013 y principios de 2014 persistan condiciones de holgura en la economía, también se estima que éstas continúen reduciéndose en el horizonte de pronóstico dado el dinamismo que se anticipa para la actividad económica (Gráfica 41b). A pesar de ello, no se esperan presiones sobre la inflación derivadas del comportamiento de la demanda agregada, aunque debido a la incertidumbre que naturalmente rodea la estimación del crecimiento potencial de la economía, se tendrá que vigilar con mucho cuidado la evolución de los indicadores de holgura.

**Gráfica 41**

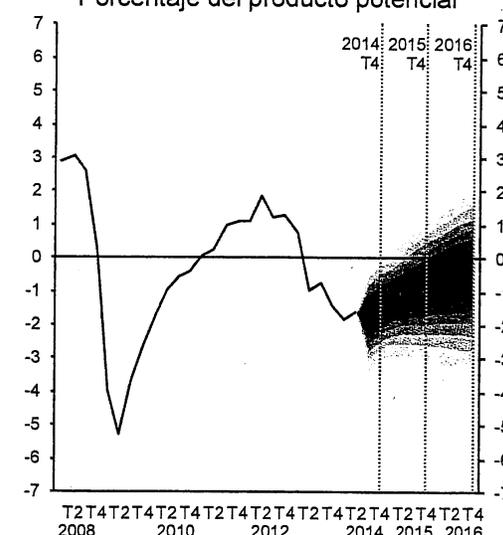
**Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto**

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



a. e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: INEGI y Banco de México.

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



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

Entre los riesgos a la baja asociados a las previsiones para el crecimiento del PIB destacan los siguientes:

- i. Un crecimiento de la economía mundial menor al previsto, particularmente de Estados Unidos.

- ii. Una disminución adicional en el precio internacional del petróleo o en la plataforma de producción que pueda afectar las cuentas externas del país y las finanzas públicas, haciendo necesario un ajuste al gasto público en 2015.
- iii. Una intensificación de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.
- iv. Incertidumbre causada por los acontecimientos sociales recientes que pudiera afectar la actividad económica.

El pronóstico de crecimiento también está sujeto a riesgos al alza, entre los que destacan los siguientes:

- i. Una recuperación de la economía de Estados Unidos más vigorosa que la anticipada.
- ii. Avances acelerados en la implementación de las primeras etapas de las reformas estructurales, en particular de la energética, que propicien una inversión mayor a la esperada.

**Inflación:** Teniendo en consideración que el efecto de los recientes choques de oferta sobre la inflación se espera sea de naturaleza transitoria y que hasta ahora no se han presentado efectos de segundo orden, se prevé que la inflación general anual disminuya en diciembre para cerrar el año alrededor de 4 por ciento. A principios de 2015, se espera que la inflación general anual se reduzca considerablemente al deshacerse el efecto aritmético asociado a los cambios en precios relativos derivados de las modificaciones fiscales de principios de 2014 y eliminarse los cobros por larga distancia telefónica nacional, lo que en conjunto con un menor incremento en los precios de las gasolinas, hacen prever que la inflación general anual se ubicará alrededor de 3 por ciento a partir de mediados de año (Gráfica 42). Para la inflación subyacente anual, las previsiones para 2014 apuntan a que ésta se mantenga cercana a 3 por ciento y por debajo de ese nivel en 2015 (Gráfica 43). Para 2016, se espera que tanto la inflación general como la subyacente se ubiquen en niveles cercanos a 3 por ciento.

Es importante señalar que la disminución en la tasa de crecimiento del precio de las gasolinas es un elemento clave para el proceso de determinación de precios en la economía, y fundamental para la convergencia de la inflación a su meta permanente y el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. Ello, debido a que en los últimos cuatro años la variación anual en el precio de las gasolinas fue superior a 10 por ciento, lo que consecuentemente generó una presión al alza sobre la inflación general proveniente del componente no subyacente.<sup>13</sup> De esta manera, a pesar de que en los últimos veinticuatro meses la inflación anual del componente subyacente del INPC ha estado en promedio cerca de 2.9 por ciento, la inflación general se ha ubicado en promedio en 3.9 por ciento debido, en parte, a la incidencia de los precios de la gasolina. Esto a su vez se ha visto reflejado en las expectativas de inflación general para horizontes de mayor plazo (promedio de los próximos 5-8 años) de los analistas económicos, que se han mantenido alrededor de 3.5 por ciento, toda vez que las correspondientes a la inflación subyacente se ubican en 3.1 por ciento.

<sup>13</sup> Un análisis detallado de este efecto se presentó en el Recuadro "Política de Deslíces del Precio de la Gasolina y Expectativas de Inflación" en el Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2013.

Así, en ausencia de un crecimiento significativamente mayor que la meta de inflación en el precio de las gasolinas, es posible que además del efecto aritmético directo sobre la inflación general, esto dé lugar a un incremento más moderado en algunos otros precios de la economía y genere una disminución en las expectativas de inflación de mayor plazo, consolidando así su anclaje alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento.

La previsión antes descrita para la trayectoria de la inflación se encuentra sujeta a diversos riesgos, entre los que destacan:

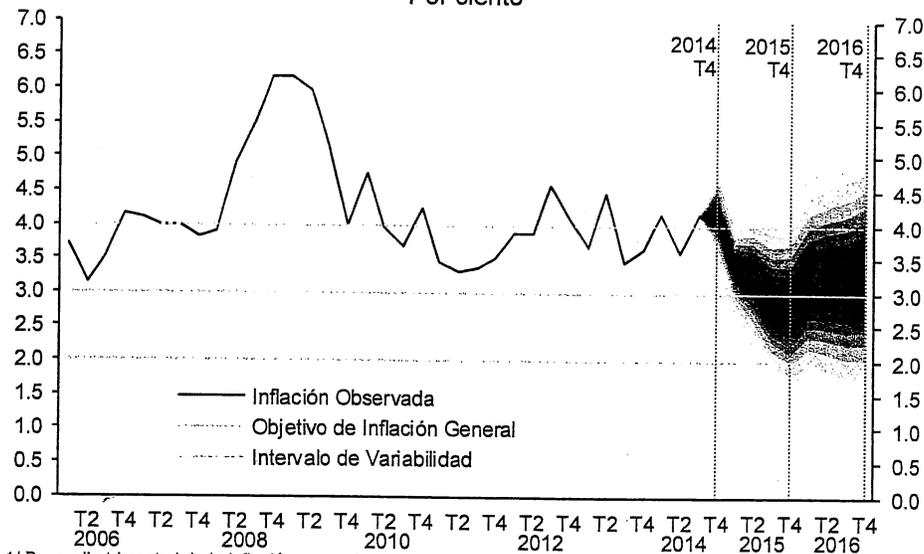
A la baja:

- i. La posibilidad de que la recuperación de la actividad económica en el país resulte menor a la anticipada.
- ii. Mayores disminuciones en los precios de los servicios de telecomunicaciones.

Al alza:

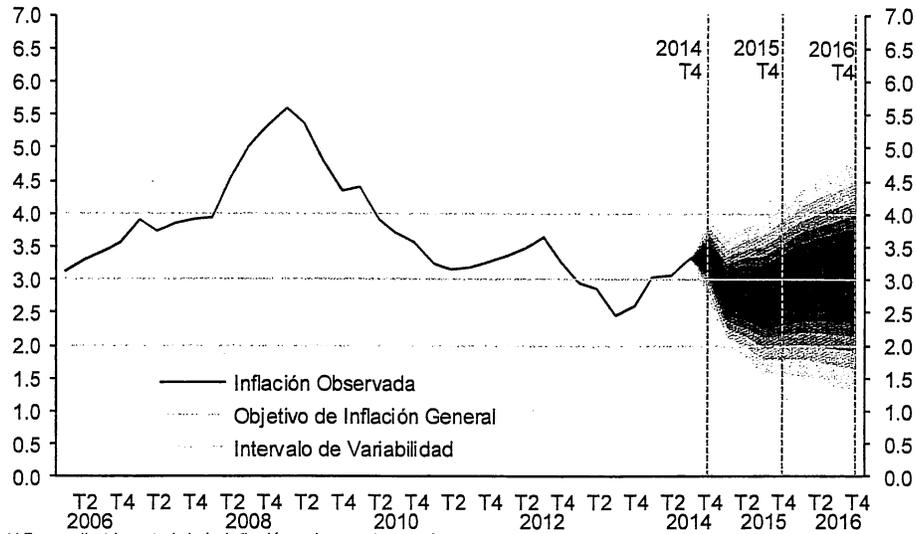
- i. Episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales que impliquen ajustes al tipo de cambio con su consecuente efecto sobre la inflación. No obstante, en caso de ocurrir, se esperaría un efecto moderado y transitorio sobre la inflación debido al bajo traspaso de las variaciones cambiarias a los precios.
- ii. La posibilidad de aumentos significativos en los salarios mínimos superiores a la inflación y al incremento en la productividad esperados.

**Gráfica 42**  
**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 43**  
**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.

Teniendo en cuenta lo expuesto, durante el periodo que cubre este Informe, la Junta de Gobierno mantuvo en 3 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, en virtud de que estimó que la postura monetaria era congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo. En particular, vigilará la evolución del grado de holgura en la economía ante la recuperación prevista, incluyendo los efectos que la implementación de las reformas estructurales pudiera tener sobre la oferta y demanda agregadas de la economía nacional. Asimismo, la Junta también se mantendrá vigilante de la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos. Todo esto con el fin de alcanzar la meta de inflación señalada.

Como se señaló en el Informe anterior, es alentador que haya culminado la etapa legislativa del reciente proceso de reformas estructurales encaminadas a incrementar la productividad del país, pues se prevé que éstas tengan un impacto positivo sobre el crecimiento potencial de México. Se anticipa que sus efectos se vayan reflejando gradualmente y que se hagan más evidentes en el mediano plazo, si bien es pertinente recordar que para que las reformas alcancen su potencial, es necesario garantizar que sean implementadas adecuadamente. Por otra parte, también es necesario reiterar que se debe continuar con el proceso de mejora del marco institucional, así como con el fortalecimiento de los fundamentos macroeconómicos, con el objetivo de que el país alcance tasas de crecimiento más altas, mejores empleos y un mayor bienestar para la población. Esto último cobra una mayor significancia ante la expectativa de que el entorno externo continúe siendo bastante incierto. Al respecto, conviene recordar que los beneficios de los esfuerzos que se han hecho en esta dirección en los últimos años se han palpado en los episodios recientes de volatilidad en los mercados financieros

internacionales, los cuales han podido ser absorbidos por nuestra economía sin mayores consecuencias.

Finalmente, es importante reiterar la gran relevancia que, para mejorar la eficiencia de la economía y para potenciar los efectos benéficos de las reformas estructurales sobre el crecimiento potencial, el empleo y el bienestar de la población, tiene el lograr una mejoría significativa del marco institucional en el país. En efecto, una transformación institucional que mejore el estado de derecho, la seguridad jurídica y, en general, la fortaleza de las instituciones con las cuales se rigen la sociedad en su conjunto y los agentes económicos en particular, no sólo redundará en un mejor desempeño económico y una mayor armonía social, sino que también se traducirá en un aprovechamiento más adecuado de los beneficios de las reformas estructurales y una mejor distribución de dichos beneficios entre la población del país.

## Anexo

### Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, las Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno Referentes a las Decisiones de Política Monetaria y los Informes Trimestrales en 2015

En el Cuadro 1 de este anexo se presenta el calendario para el año 2015 de los anuncios de política monetaria, así como de la publicación de las Minutas sobre las reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las decisiones de política monetaria y de los Informes Trimestrales. Es pertinente hacer notar que las decisiones de política monetaria se anunciarán a partir de 2015 en los días señalados que son jueves, a las 13:00 horas, siendo que hasta ahora dichos anuncios se han comunicado en fechas que corresponden a viernes y la hora de emisión del boletín ha sido a las 9:00 horas.

**Cuadro 1**  
Calendario para 2015

Mes	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria	Informes Trimestrales <sup>1/</sup>
Enero	29		
Febrero		12	18
Marzo	26		
Abril	30	9	
Mayo		14	19
Junio	4	18	
Julio	23		
Agosto		6	12
Septiembre	3	17	
Octubre	15	29	
Noviembre			4
Diciembre	3	17	

<sup>1/</sup> El Informe Trimestral que se publicará el 18 de febrero corresponde al del cuarto trimestre de 2014, el del 19 de mayo al del primer trimestre de 2015, el del 12 de agosto al del segundo trimestre de 2015, y el del 4 de noviembre al del tercer trimestre de 2015.

El calendario considera 8 fechas para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2015. Dos semanas después de cada anuncio se publicarán las Minutas correspondientes, siendo esto en días jueves. Sin embargo, como en años anteriores, el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central.



LXII LEGISLATURA  
CÁMARA DE DIPUTADOS

---

**Secretario General:** Mauricio Farah Gebara; **Secretario de Servicios Parlamentarios:** Juan Carlos Delgadillo Salas; **Secretario de Servicios Administrativos y Financieros:** Francisco de Jesús de Silva Ruiz; **Director General de Crónica y Gaceta Parlamentaria:** Gilberto Becerril Olivares; **Director del Diario de los Debates:** Luis Alfredo Mora Villagómez; **Jefe del Departamento de Producción del Diario de los Debates:** Oscar Orozco López; **Apoyo Documental:** Dirección General de Proceso Legislativo, Directora General, María Elena Sánchez Algarín. Oficinas de la Dirección del Diario de los Debates de la Cámara de Diputados del Congreso de la Unión: Palacio Legislativo, avenida Congreso de la Unión 66, edificio E, cuarto nivel, colonia El Parque, delegación Venustiano Carranza, CP 15969. Teléfonos: 5036-0000, extensiones 54039, 54044, 54037. Registrado como artículo de segunda clase en la Administración de Correos, el 21 de septiembre de 1921. **Página electrónica:** <http://cronica.diputados.gob.mx>