

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

INFORME SOBRE LA INFLACIÓN

En este informe se analiza la inflación, la evolución económica y el comportamiento de los indicadores económicos del país, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, último párrafo, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 4 de noviembre de 2013. 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 2013.....	4
2.2. Salarios.....	11
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Tercer Trimestre de 2013	13
3.1. Condiciones Externas.....	13
3.1.1. Actividad Económica Mundial	13
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	18
3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación.....	19
3.1.4. Mercados Financieros Internacionales	20
3.2. Evolución de la Economía Mexicana	23
3.2.1. Actividad Económica.....	23
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	37
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	47
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	64
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 sobre la Inflación en 2014	75

RECUADROS

1. El Cambio de Año Base en la Medición del PIB y la Percepción sobre la Evolución de la Actividad Económica.....	25
2. Efectos del Desabasto de Gas Natural sobre la Actividad Económica	31
3. Política de Deslices del Precio de la Gasolina y Expectativas de Inflación	54
4. Estimación del Efecto de la Reforma Hacendaria sobre el INPC y el PIB	68

1. Introducción

El fortalecimiento de la política monetaria, la estabilidad en las expectativas de inflación y el buen funcionamiento de los mercados financieros en México han contribuido a un entorno en el que se ha venido consolidando el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento. Ello ha permitido aumentar el margen de maniobra del Banco de México en la conducción de la política monetaria.

Lo anterior propició que, ante el debilitamiento de la actividad económica y en un entorno de inflación baja, el Instituto Central pudiera implementar ajustes a la baja de 25 puntos base en el objetivo para la tasa de referencia en septiembre y en octubre, disminuyendo así el referido objetivo de 4 a 3.50 por ciento, sin que ello comprometiera el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento. Cabe destacar que dicho ajuste en la tasa de política respondió tanto a factores domésticos como externos, y se pudo instrumentar a pesar de la incertidumbre prevaleciente en los mercados financieros internacionales.

La inflación general continuó con la trayectoria descendente que inició desde abril. Ello obedeció a que el componente de inflación subyacente anual se mantuvo en promedio por debajo de 2.5 por ciento durante el tercer trimestre, cerca de sus mínimos históricos. Al comportamiento de la inflación general también contribuyó el desvanecimiento de los efectos de los choques que afectaron a la inflación no subyacente a finales del primer trimestre del año, mismos que, como anticipó el Banco de México, resultaron ser de carácter transitorio y no tuvieron efectos de segundo orden en el proceso de determinación de precios de la economía. Así, la inflación general se ubicó dentro del intervalo de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento a lo largo de todo el periodo de análisis objeto de este informe.

La actividad económica en México registró un importante debilitamiento durante el primer semestre de 2013. No obstante, en el tercer trimestre, algunos indicadores sugieren que la actividad productiva podría haber retomado una trayectoria positiva. El comportamiento mixto que algunos indicadores han mostrado recientemente, comienza a reflejar el hecho de que parte de los efectos de los choques que habían influido negativamente en la economía en los trimestres previos empezaron a disiparse en el trimestre que se reporta.

Esto ha sucedido en un entorno en el que la economía mundial continuó mostrando un crecimiento débil. Lo anterior fue resultado, por un lado, de un desempeño mixto en las economías avanzadas que en parte reflejó divergencias en su correspondiente etapa del ciclo económico y, por otro, de un crecimiento menor al esperado en las principales economías emergentes.

A principios del trimestre se observó una expansión en la economía de Estados Unidos que apuntaba a que la Reserva Federal podría empezar a reducir sus compras de activos en septiembre, lo que contribuyó a que continuara el proceso de descompresión de algunas primas de riesgo y el correspondiente incremento en las tasas de interés de largo plazo que inició en el trimestre previo. Sin embargo, la publicación de algunas cifras económicas durante agosto y septiembre mostró una moderación en dicha recuperación. Bajo estas circunstancias y ante la incertidumbre sobre los efectos de la discusión fiscal en ese país, la Reserva Federal decidió en septiembre mantener sin cambio el ritmo

de sus compras de activos, dando lugar con ello a una interrupción temporal del alza de las primas de riesgo que se había observado en los meses previos. En particular, se registró una disminución en las tasas de interés de largo plazo y una recuperación de los mercados financieros internacionales. Finalmente, en su reunión de octubre la Reserva Federal ratificó su decisión de mantener sin cambio el ritmo de sus compras de activos.

En cuanto a los mercados financieros nacionales, destaca que en un entorno global caracterizado por una elevada volatilidad, los ajustes observados en dichos mercados se han dado de manera ordenada sin afectar las expectativas de inflación ni la prima por riesgo inflacionario. Así, los aumentos de las tasas de interés de largo plazo registrados durante el periodo de mayo a agosto fueron resultado de factores externos, en particular, del proceso de descompresión de ciertas primas de riesgo en Estados Unidos antes mencionado. No obstante, en septiembre, el ajuste a la baja en la tasa de interés de referencia en México, junto con la evolución de las tasas de interés en los mercados financieros internacionales, contribuyeron a una reducción en las tasas de interés en el país a lo largo de todos los plazos. Por su parte, el ajuste que presentó el tipo de cambio durante el periodo que cubre este Informe fue ordenado y congruente con el referido entorno mundial.

Tomando en cuenta lo descrito y, en particular, el debilitamiento de la economía antes referido, se prevé que la inflación general permanezca en lo que resta de 2013 en niveles alrededor de 3.5 por ciento y que la inflación subyacente anual se ubique en niveles inferiores a 3 por ciento. Con la información que se cuenta al momento, se estima que el posible efecto de los cambios en materia impositiva sobre la inflación general para 2014 será moderado y transitorio, y que no dará lugar a efectos de segundo orden. Así, se espera que la trayectoria más probable para la inflación general anual fluctúe alrededor de 3.5 por ciento a lo largo del próximo año. En cuanto a la inflación subyacente, se anticipa que aun con los efectos derivados de los cambios impositivos, ésta se ubique en niveles inferiores a 3 por ciento en 2014. Adicionalmente, se estima que en 2015 la inflación general registre una trayectoria descendente para ubicarse alrededor del objetivo de 3 por ciento y que la inflación subyacente presente una ligera disminución.

Considerando los resultados adversos de la actividad productiva en el primer semestre del año, los cuales fueron más desfavorables que lo inicialmente esperado, es necesario hacer un ajuste a la baja en las proyecciones sobre el crecimiento del país en 2013 y 2014. En particular, el intervalo de pronóstico para la tasa de crecimiento del PIB de México en 2013 en su conjunto se revisa de entre 2.0 y 3.0 por ciento en el Informe anterior, a entre 0.9 y 1.4 por ciento. Para 2014, el intervalo para dicho pronóstico se modifica de entre 3.2 y 4.2 por ciento, a entre 3.0 y 4.0 por ciento. Estos pronósticos consideran el efecto sobre la actividad económica de la política fiscal expansionista implícita en el Paquete Económico aprobado para 2014, la cual aumentará los Requerimientos Financieros del Sector Público. Para 2015, considerando el efecto que gradualmente pudieran tener las reformas estructurales, se anticipa que la tasa de variación del PIB se ubique en el intervalo de entre 3.2 y 4.2 por ciento.

La Junta de Gobierno estima que dada la política fiscal prevista, los ajustes hechos a la política monetaria en septiembre y octubre son congruentes con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. No obstante, juzga que no serían recomendables reducciones adicionales al objetivo para la

tasa de interés de referencia en el futuro previsible. Ello tomando en cuenta que, por un lado, si bien la economía presenta un grado de holgura considerable, se anticipa que éste se reduzca en el horizonte en el que opera la política monetaria y, por otro, que con los ajustes referidos la tasa de interés real ex-ante de corto plazo se ubica ya en niveles cercanos a cero. Así, se estima que la postura macroeconómica, dada la fase del ciclo por la que atraviesa la economía, es conducente a una recuperación paulatina de la actividad económica sin generar presiones inflacionarias. En todo caso, la Junta estará atenta a que los cambios de precios relativos derivados de las modificaciones fiscales no causen efectos de segundo orden sobre la inflación. Asimismo, se mantendrá vigilante a las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan la evolución de la actividad económica y la postura monetaria relativa de México frente a Estados Unidos, entre otros factores, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.

del
En
ina
su
sin

no
los
de
de
on
de
en
to
os
aís
de
on

ría
de
se
al
iva
ará
de
del
los
es
ón
ivo

er
te
el
ara
de
ara
to,
la
ste
os
ue
sa

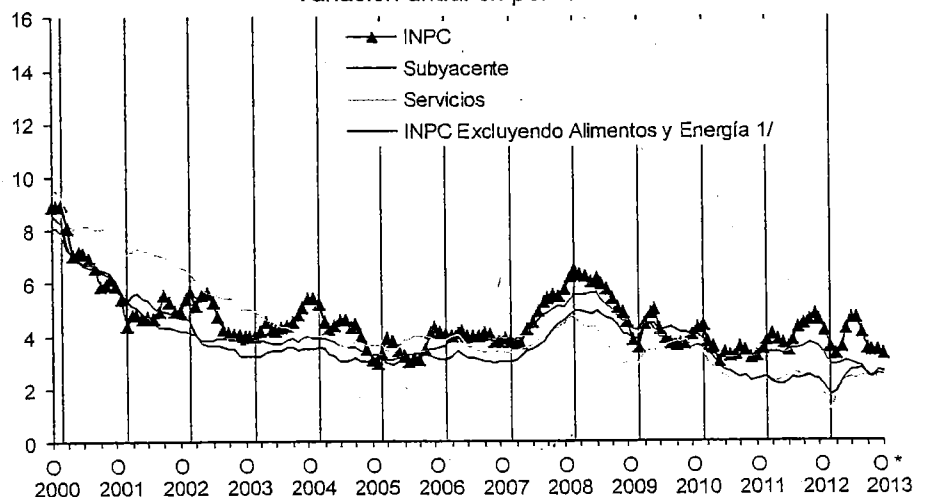
es
la
te,
la

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2013

Durante el tercer trimestre de 2013 la inflación general anual continuó con la trayectoria descendente iniciada en abril. A este comportamiento contribuyó que la inflación subyacente anual siguió mostrando una tendencia decreciente. Adicionalmente, el desvanecimiento de los efectos de los choques que afectaron a la inflación no subyacente en marzo y abril pasados también apoyó la disminución de la inflación general, mismos que, como anticipó el Banco de México, resultaron ser de carácter transitorio (Cuadro 1 y Gráfica 1).

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



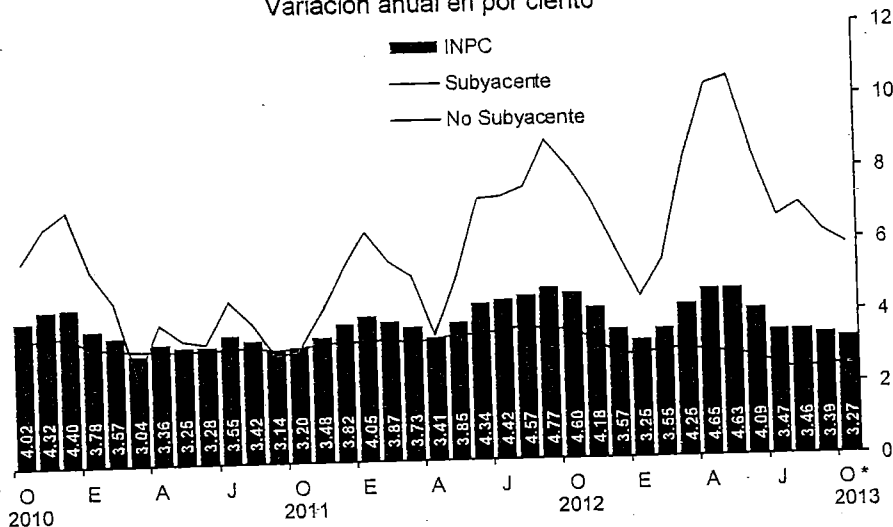
1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.

Fuente: Banco de México e INEGI.

*/ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

Así, a lo largo del periodo que cubre este Informe, la inflación general anual volvió a colocarse dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento, con lo que su promedio trimestral se ubicó en 3.44 por ciento, mientras que en el trimestre previo la cifra correspondiente fue de 4.46 por ciento. Cabe señalar que los fenómenos meteorológicos de la segunda quincena de septiembre de 2013 que afectaron a ciertos cultivos en distintos estados del país, en particular aquéllos de frutas y verduras, no han tenido efectos significativos sobre la evolución de la inflación. Así, en septiembre de 2013 la inflación general anual se ubicó en 3.39 por ciento en tanto que en la primera quincena de octubre fue 3.27 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2).

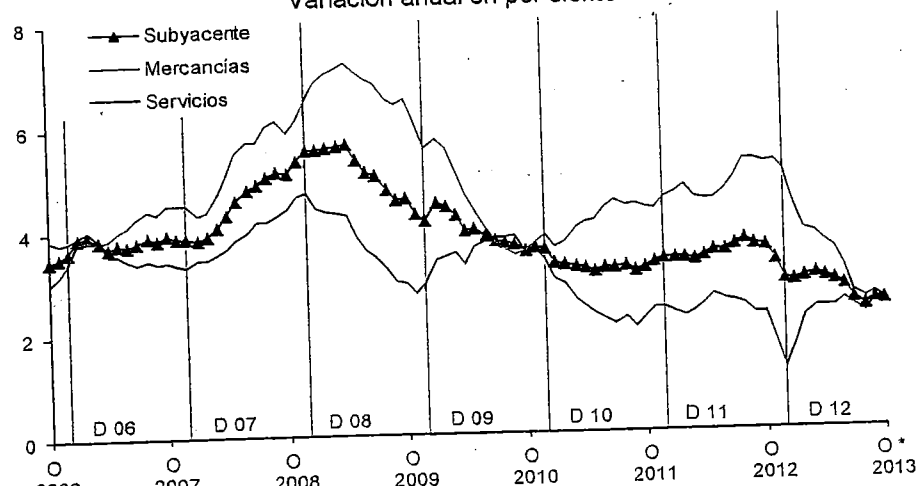
Gráfica 2
Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.
 */ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

La inflación subyacente anual, la cual es útil como medida de la tendencia de mediano plazo de la inflación general, registró niveles mínimos históricos en el periodo de análisis al alcanzar un nivel de 2.37 por ciento en el mes de agosto y un promedio de 2.46 por ciento en el tercer trimestre (2.87 por ciento el trimestre anterior). En la primera quincena de octubre de 2013, la variación anual de este indicador disminuyó a 2.46 por ciento desde 2.52 por ciento en septiembre (Cuadro 1 y Gráfica 3).

Gráfica 3
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



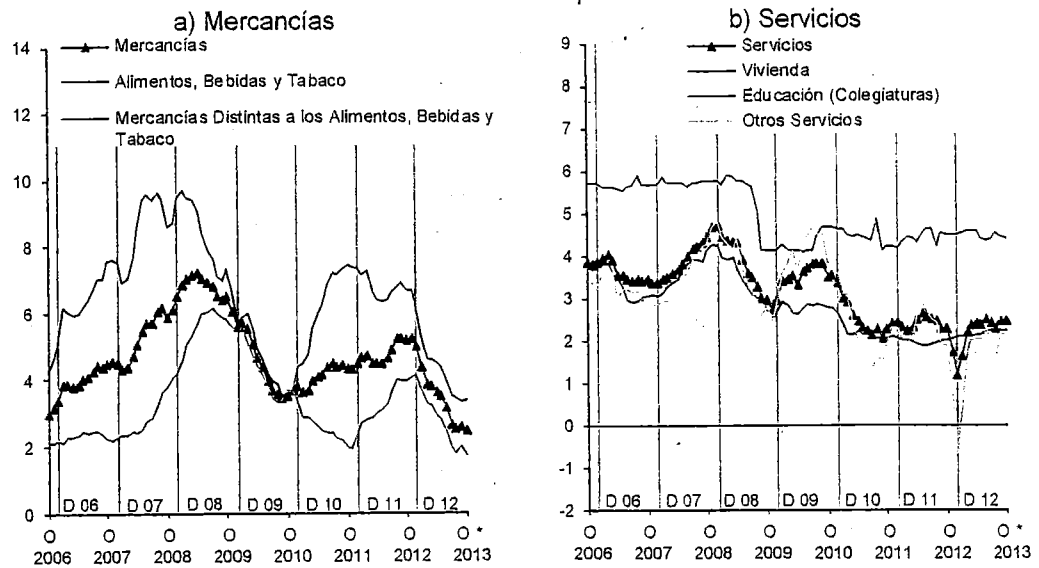
Fuente: Banco de México e INEGI.
 */ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

El subíndice de precios subyacente de las mercancías disminuyó su variación promedio de 3.42 a 2.58 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2013. Lo anterior se debe en gran parte tanto a la dilución de los efectos de los

incrementos en los precios internacionales de materias primas que impulsaron al alza dicho indicador en el tercer trimestre el año previo, como al debilitamiento de la demanda agregada (Cuadro 1 y Gráfica 4a). Cabe señalar que en este rubro destacó la mayor proporción y duración de ofertas a lo largo del periodo objeto de este Informe respecto a lo observado en el mismo lapso en años previos. De esta forma, tanto las mercancías alimenticias como las no alimenticias disminuyeron sus tasas de crecimiento anual promedio pasando de 4.27 y 2.74 por ciento en el segundo trimestre del año a 3.44 y 1.90 por ciento, en el tercer trimestre. En el primer grupo destacó el menor ritmo de crecimiento en los precios de los productos derivados del maíz, del trigo y de la soya, en tanto que en las mercancías no alimenticias se presentaron menores variaciones en los precios de productos como automóviles y artículos de limpieza y de higiene personal (Cuadro 1).

La inflación anual del subíndice de precios subyacente de los servicios se mantuvo en niveles considerablemente inferiores a 3 por ciento, registrando una variación promedio en el tercer trimestre de 2.36 por ciento, que se compara con 2.41 por ciento del trimestre anterior. Teniendo en consideración que este indicador es el que mejor refleja los determinantes domésticos que afectan la inflación, esto es indicativo de la ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda (Cuadro 1 y Gráfica 4b). Al interior de este subíndice, el grupo de los servicios distintos a educación y vivienda redujeron su variación anual promedio al pasar de 2.08 por ciento en el segundo trimestre a 1.87 por ciento en el tercero, sobresaliendo las disminuciones de precios en los servicios de telefonía móvil y en los de transporte aéreo, así como las menores tasas de crecimiento en los precios de algunos servicios de alimentación y en servicios turísticos en paquete (Cuadro 1).

Gráfica 4
Índice de Precios Subyacente: Mercancías y Servicios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.
*/ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

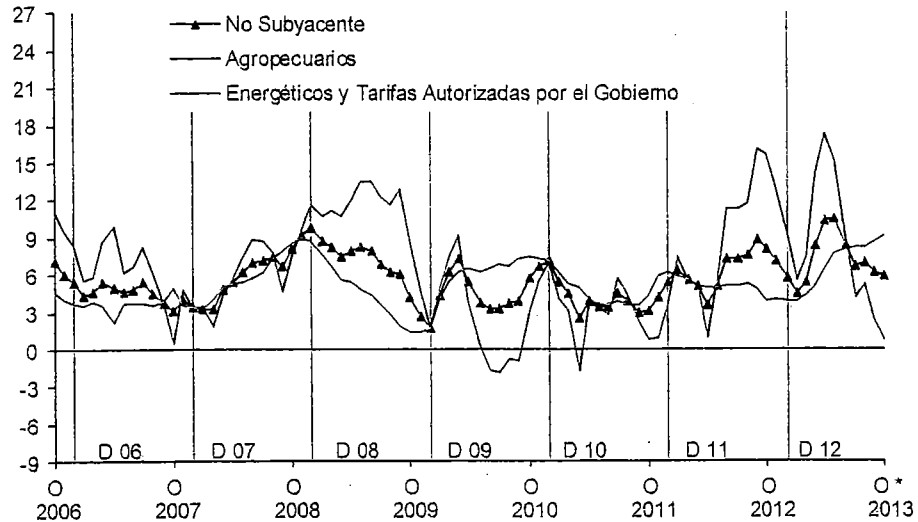
Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
Variación anual en por ciento

	Variación Anual							Promedio por ciento	
	Abril 2013	Mayo 2013	Junio 2013	Julio 2013	Agosto 2013	Septiembre 2013	1q Octubre 2013	Trim II 2013	Trim III 2013
INPC	4.66	4.63	4.09	3.47	3.46	3.39	3.27	4.46	3.44
Subyacente	2.36	2.88	2.79	2.50	2.37	2.62	2.46	2.87	2.46
Mercancías	3.63	3.49	3.14	2.64	2.51	2.69	2.47	3.42	2.58
Alimentos, Bebidas y Tabaco	4.48	4.38	3.94	3.50	3.46	3.36	3.40	4.27	3.44
Derivados del Maíz	3.40	2.89	1.50	1.45	1.12	0.89	1.13	2.59	1.15
Tortilla de Maíz	3.11	2.50	0.97	1.01	0.71	0.57	0.70	2.19	0.78
Derivados del Trigo	6.44	6.63	6.52	5.71	4.73	3.19	3.33	6.53	4.53
Pan Blanco	9.76	9.60	9.09	8.82	5.40	1.77	1.13	9.48	5.24
Pan Dulce	7.54	7.72	3.39	7.00	5.68	3.99	4.23	7.88	5.54
Derivados de la Soya	4.16	3.14	2.15	1.01	1.20	0.89	0.81	3.15	1.03
Mercancías No Alimenticias	2.95	2.79	2.49	1.96	1.75	1.98	1.73	2.74	1.90
Automóviles	1.95	1.60	1.48	0.51	0.87	0.78	1.08	1.68	0.72
Artículos de Limpieza	4.12	4.01	3.83	2.06	1.83	2.05	1.89	3.99	1.98
Artículos de Higiene Personal	5.28	5.11	4.41	3.89	3.13	3.96	2.72	4.93	3.66
Servicios	2.37	2.36	2.49	2.38	2.24	2.46	2.46	2.41	2.36
Vivienda	2.10	2.14	2.21	2.21	2.26	2.21	2.20	2.15	2.23
Educación (Colegiaturas)	4.57	4.40	4.34	4.41	4.55	4.42	4.42	4.43	4.46
Otros Servicios	2.01	1.99	2.24	1.97	1.55	2.10	2.14	2.08	1.87
Loncherías, Fondas, Torterías y Taquerías	5.11	5.03	4.76	4.72	4.18	3.87	3.77	4.97	4.28
Servicio de Telefonía Móvil	-7.99	-9.12	-4.95	-7.35	-9.10	-7.33	-5.19	-7.39	-7.93
Transporte Aéreo	-5.70	-8.03	-8.18	-11.66	-19.09	-16.37	-16.11	-7.32	-15.61
Servicios Turísticos en Paquete	2.72	3.15	3.93	1.80	2.42	0.88	2.15	3.26	1.71
No Subyacente	10.32	10.56	8.39	6.60	7.01	6.20	6.86	9.76	6.80
Agropecuarios	17.26	16.30	8.39	4.22	6.19	2.33	0.71	13.80	3.90
Frutas y Verduras	25.13	15.51	-1.22	-6.01	0.22	-0.63	-1.49	12.69	-2.14
Tomate Verde	227.28	102.81	-27.86	-40.48	-23.05	22.34	40.21	83.46	-16.73
Jitomate	32.71	43.49	-5.82	-21.19	5.64	-1.57	-11.04	19.09	-8.10
Limón	98.89	76.82	17.00	4.08	20.78	24.19	18.76	65.29	16.22
Pecuarios	12.66	15.08	15.38	10.60	8.15	4.04	1.94	14.37	7.53
Huevo	39.59	50.52	48.20	22.05	11.58	-2.39	-5.81	46.01	9.44
Pollo	13.68	18.09	20.60	13.20	10.17	4.91	1.22	17.44	9.37
Carne de Res	8.47	8.16	7.58	7.35	6.69	5.18	4.16	8.07	6.40
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	6.47	7.76	8.06	8.12	8.16	8.66	9.16	7.42	8.32
Energéticos	6.48	8.24	8.36	8.26	8.13	8.91	9.78	7.67	8.43
Gasolina	11.31	11.03	11.49	11.77	11.79	11.72	11.70	11.28	11.76
Electricidad	-4.20	-4.29	-4.62	-5.43	-5.59	-3.53	3.45	-4.38	-4.86
Gas Doméstico	9.68	10.17	9.67	9.38	8.81	9.07	8.41	9.84	9.09
Tarifas Autorizadas por Gobierno	6.26	6.51	7.15	7.50	7.87	7.87	7.78	6.64	7.75
Colectivo	8.42	9.01	10.49	11.39	12.24	12.21	11.98	9.31	11.95
INPC Excluye Alimentos (Dentro y Fuera de Casa) y Energía ^{1/}	2.68	2.64	2.72	2.49	2.41	2.68	2.63	2.68	2.83

1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.
Fuente: Banco de México e INEGI.
^{*/} Información a la primera quincena de octubre de 2013.

El índice de precios no subyacente registró una disminución en su tasa de variación anual promedio al pasar de 9.75 por ciento el trimestre previo, a 6.60 por ciento en el tercer trimestre, para luego disminuir a 5.85 por ciento en la primera quincena de octubre (Cuadro 1 y Gráfica 5). Lo anterior se debió, principalmente, a que los efectos de los choques climáticos y sanitarios que impactaron negativamente la disponibilidad de algunos productos agropecuarios a finales del primer trimestre continuaron deshaciéndose en el tercer trimestre del año.

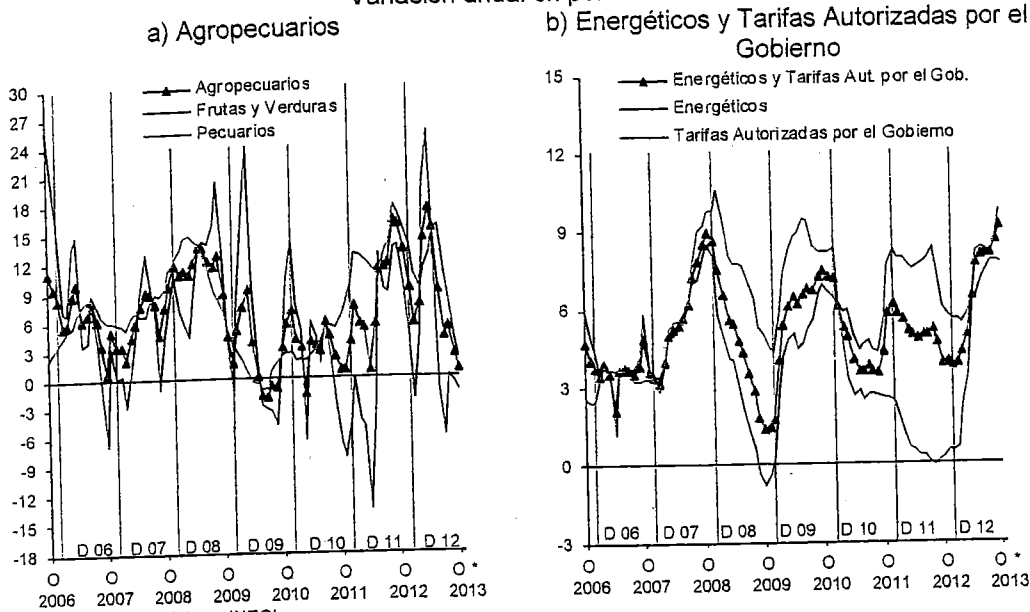
Gráfica 5
Índice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.
 */ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

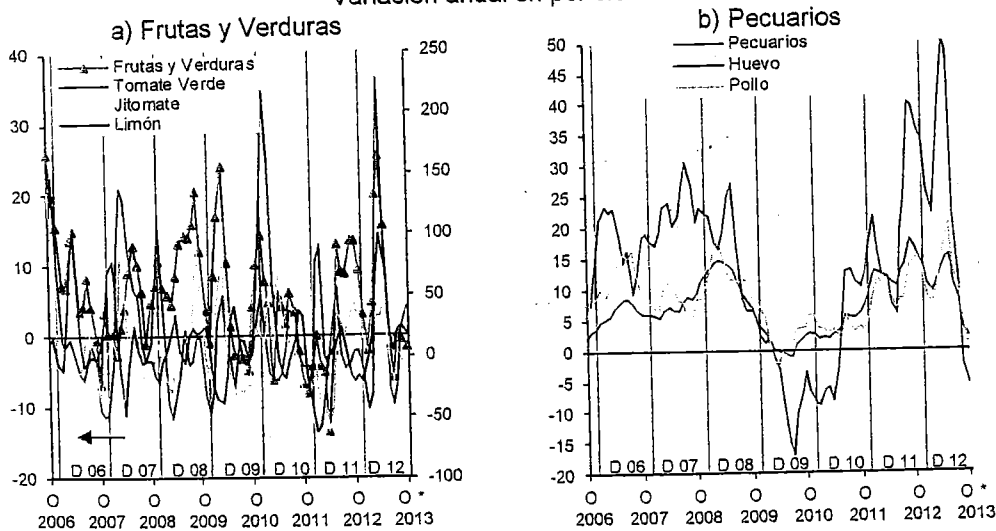
De esta forma, el subíndice de precios de productos agropecuarios pasó de registrar una tasa de crecimiento anual de 17.25 por ciento en abril a una de 2.33 por ciento en septiembre. Así, la variación promedio de dicho indicador se ubicó en 3.90 por ciento en el tercer trimestre de 2013, en tanto que en el segundo trimestre ésta fue de 13.80 por ciento. Varios de los productos cuyos precios en trimestres previos se habían visto afectados de manera relevante por choques climáticos y sanitarios, como tomate verde, jitomate, limón, huevo y pollo, mostraron disminuciones en sus precios y tasas de crecimiento más bajas en el tercer trimestre respecto al segundo. Como resultado de ello la variación anual promedio del grupo de las frutas y verduras pasó de 12.69 a -2.14 por ciento entre el segundo y tercer trimestre, en tanto que la del grupo de los productos pecuarios disminuyó de 14.37 a 7.53 por ciento en el mismo periodo (Cuadro 1, Gráfica 6a y Gráfica 7). Es importante señalar que a pesar de que en 2013 se presentó el nivel máximo histórico de lluvias para el mes de septiembre desde que se tiene registro, éstas no afectaron de manera significativa la producción nacional agropecuaria y por tanto no tuvieron un impacto considerable en el INPC.

Gráfica 6
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.
*/ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

Gráfica 7
Índice de Precios Agropecuarios
Variación anual en por ciento

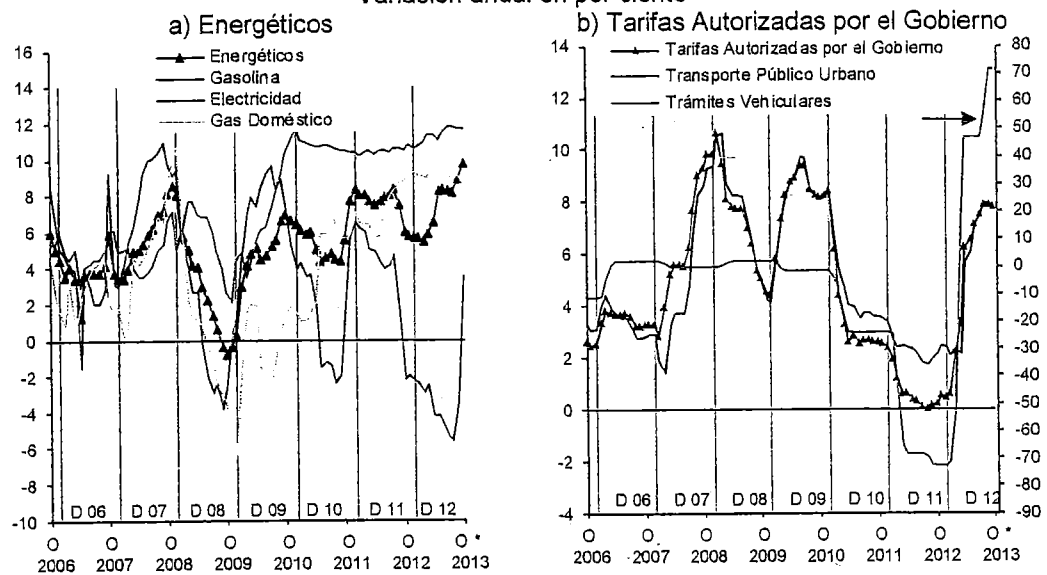


Fuente: Banco de México e INEGI.
*/ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

En lo que respecta al subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, en el tercer trimestre de 2013 éste registró una variación anual promedio de 8.32 por ciento, mientras que en el trimestre previo dicha variación había sido de 7.42 por ciento. Este comportamiento se explica principalmente por tres factores: i) el mayor desliz en los precios de las gasolinas

respecto al año anterior; ii) el desvanecimiento del efecto derivado de la eliminación de la tenencia vehicular en varias entidades ocurrido el año anterior; y iii) los aumentos en las tarifas de transporte público que tuvieron lugar en algunas localidades del país en el trimestre previo. De esta forma, el primer punto mencionado contribuyó a que el grupo de energéticos aumentara su tasa de variación anual promedio de 7.67 a 8.43 por ciento del segundo al tercer trimestre, mientras que la eliminación de la tenencia vehicular y los aumentos en las tarifas del transporte público elevaron la variación anual promedio del grupo de tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno, de 6.64 a 7.75 por ciento en el mismo lapso (Cuadro 1, Gráfica 6b y Gráfica 8).

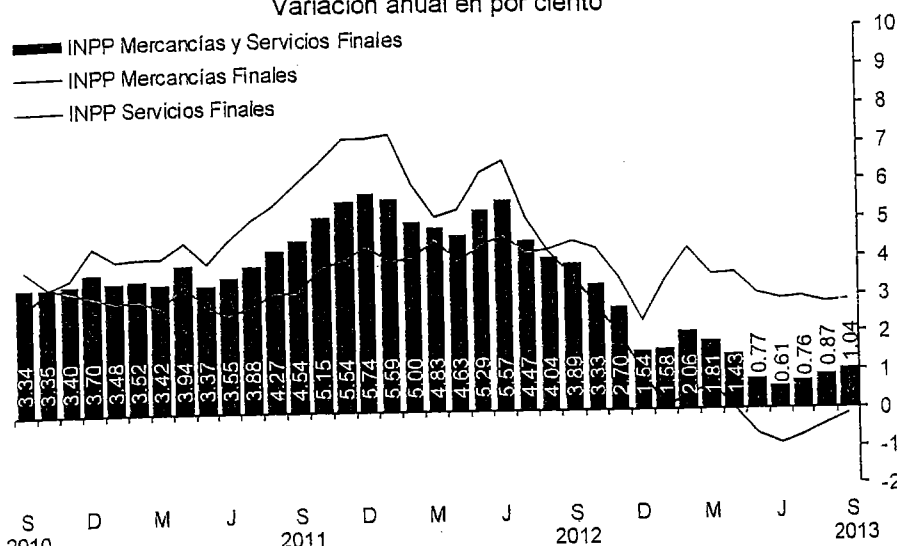
Gráfica 8
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.
*/ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

Por su parte, el Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, redujo su variación anual promedio por quinto trimestre consecutivo, de 0.93 por ciento en el segundo trimestre a 0.89 por ciento en el tercero (Gráfica 9). Lo anterior obedeció a que la tasa anual promedio de precios de las mercancías se mantuvo en terreno negativo, siendo -0.43 por ciento en el tercer trimestre del año (-0.53 por ciento en el segundo). En relación a los servicios, éstos disminuyeron el ritmo de crecimiento anual de sus tarifas, pasando de 3.15 por ciento en el segundo trimestre del año a 2.85 por ciento en el tercero.

Gráfica 9
Índice Nacional de Precios Productor
 Variación anual en por ciento



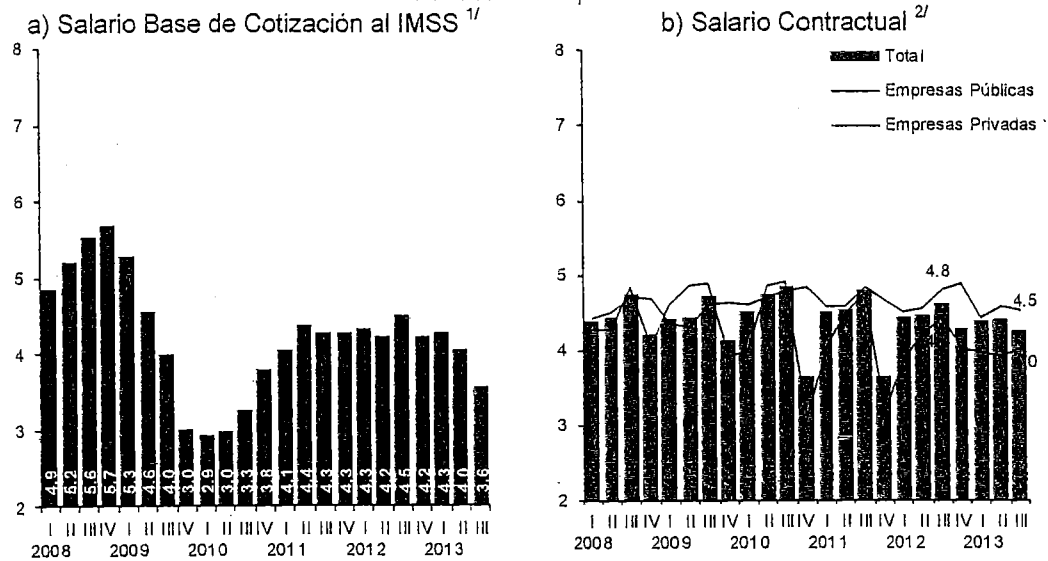
Fuente: Banco de México e INEGI.

2.2. Salarios

El comportamiento reciente de los principales indicadores salariales sugiere que, en general, los costos laborales siguen sin representar un elemento que genere presiones inflacionarias, dado que han venido siendo congruentes con la fase del ciclo por la que atraviesa la economía y han apoyado la convergencia de la inflación a la meta. En el tercer trimestre de 2013, el salario base de cotización (SBC) de los trabajadores afiliados al IMSS registró una variación anual de 3.6 por ciento, la cual fue menor al 4.0 por ciento del trimestre anterior (Gráfica 10a).

En lo que respecta a los salarios contractuales otorgados por las empresas de jurisdicción federal, éstos registraron un incremento anual promedio de 4.3 por ciento de julio a septiembre de 2013, cifra inferior a la registrada en el mismo trimestre del año anterior (4.6 por ciento). Esta diferencia se debió tanto a la variación del salario contractual en las empresas públicas, las cuales pactaron un aumento promedio de 4.0 por ciento (4.4 por ciento en el mismo trimestre de 2012), como a la del salario contractual de las empresas privadas, las cuales negociaron un incremento promedio de 4.5 por ciento de julio a septiembre de 2013 (4.8 por ciento en el tercer trimestre de 2012, Gráfica 10b).

Gráfica 10
Indicadores Salariales
 Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de IMSS y STPS.

1/ Durante el tercer trimestre de 2013 se registraron en promedio 16.4 millones de cotizantes al IMSS.

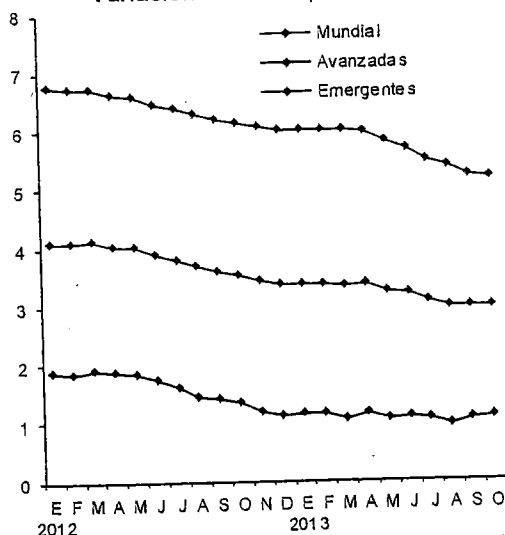
2/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2 millones.

3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Tercer Trimestre de 2013

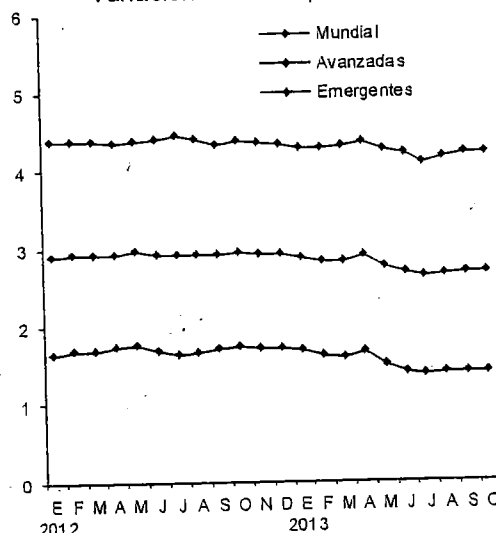
3.1. Condiciones Externas

Durante el tercer trimestre de 2013, se moderó la recuperación de la economía mundial, como resultado de un desempeño mixto en las economías avanzadas y un crecimiento menor al esperado en las principales economías emergentes. En este contexto, se observaron revisiones a la baja en los pronósticos de crecimiento para las economías emergentes en 2013 (Gráfica 11a). Por su parte, las perspectivas de inflación se mantuvieron en general estables para ambos grupos de países (Gráfica 11b). Los mercados financieros internacionales estuvieron sujetos a una gran volatilidad en el periodo que cubre este Informe debido a la incertidumbre respecto a los posibles cambios en la política monetaria y fiscal en Estados Unidos. En vista de lo anterior, la recuperación de la economía global sigue estando expuesta a diversos riesgos.

Gráfica 11
Evolución de Expectativas de Crecimiento del PIB e Inflación para 2013 ^{1/}
a) Crecimiento del PIB
Variación anual en por ciento



b) Inflación
Variación anual en por ciento



^{1/} Se calcula un promedio ponderado por región, utilizando como ponderador la participación del PIB de cada país basado en la paridad de poder de compra respecto al PIB total mundial en el año correspondiente.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Fondo Monetario Internacional y de Consensus Forecasts.

3.1.1. Actividad Económica Mundial

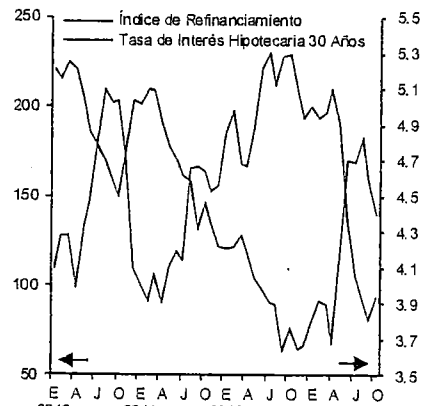
En Estados Unidos la recuperación de la actividad económica parece haberse moderado durante el tercer trimestre, debido a una reducción en el dinamismo de la demanda interna privada.¹ El menor crecimiento del gasto interno privado obedeció, entre otros factores, a los efectos de las condiciones financieras más

¹ De acuerdo a los pronósticos de Blue Chip de octubre, el PIB se habría expandido a una tasa trimestral anualizada de 2.0 por ciento en el tercer trimestre, cifra menor al 2.5 por ciento observado en el trimestre previo.

restrictivas derivadas del alza en las tasas de interés de largo plazo y a los recortes automáticos al gasto público. En particular, el aumento en las tasas de interés hipotecarias provocó un menor crecimiento de la inversión residencial, la cual había venido fortaleciéndose en los trimestres previos (Gráfica 12a). El crecimiento de la inversión en equipo también se desaceleró, a pesar de que las empresas privadas no financieras cuentan con una amplia disponibilidad de recursos. Esto podría reflejar cierto grado de cautela por parte de las empresas en respuesta al ambiente de lenta expansión de la economía y a la incertidumbre sobre la política fiscal en el país. Por su parte, el crecimiento del consumo privado se moderó en el periodo referido, debido a un menor aumento del ingreso personal disponible, reflejando el lento incremento de las remuneraciones laborales y una caída en la confianza de los consumidores (Gráfica 12b).

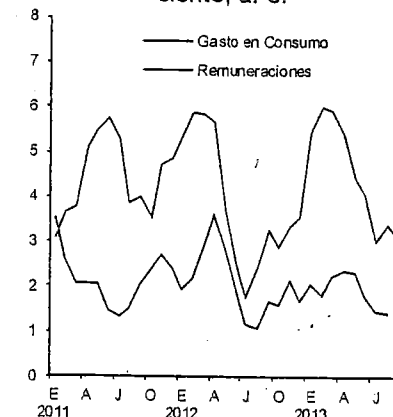
Gráfica 12
Actividad Económica en Estados Unidos

a) Indicadores de Vivienda
Índice enero 2011=100 y en por ciento



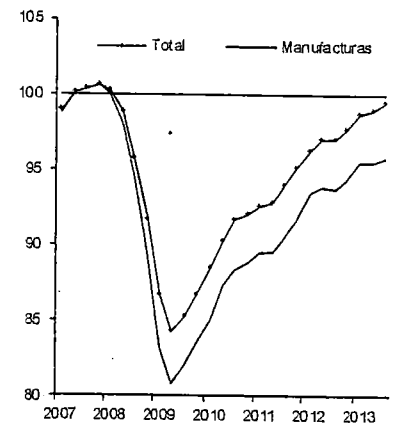
Fuente: MBA, Bloomberg.

b) Gasto en Consumo Personal Real y Remuneraciones de Empleados del Sector Privado
Variación sobre tres meses del promedio móvil de tres meses en por ciento, a. e.



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

c) Producción Industrial y Manufacturera
Índice IV 2007=100, a. e.



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

En Estados Unidos el mercado laboral continuó registrando una gradual recuperación, aunque a un ritmo menor al observado en los dos trimestres previos. El crecimiento promedio mensual de la nómina no agrícola fue de 143 mil plazas en el periodo julio-septiembre, comparado con 182 mil plazas durante abril-junio. La tasa de desempleo disminuyó de 7.6 por ciento en junio a 7.2 por ciento en septiembre, manteniendo así su tendencia a la baja. Sin embargo, ello fue reflejo en buena medida de la continua caída en la tasa de participación laboral.

Por otra parte, a pesar de la fuerte contracción de los servicios públicos, la producción industrial registró una mejoría en el periodo que cubre este Informe, al pasar de un crecimiento de 1.1 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre a 2.3 por ciento en el tercer trimestre. Esto obedeció a la recuperación de la actividad manufacturera y a una mayor expansión de la actividad minera (Gráfica 12c).

La falta de un acuerdo en el Congreso de Estados Unidos para aprobar una nueva extensión al acuerdo de reconducción presupuestal, provocó el cierre parcial del gobierno federal durante la primera mitad de octubre. Posteriormente, las autoridades de ese país aprobaron el 16 del mismo mes una legislación temporal para mantener el nivel actual de gasto hasta el 15 de enero de 2014 y la suspensión del techo de la deuda del gobierno federal de 16,699 miles de millones de dólares hasta el próximo 7 de febrero. Si bien se prevé un impacto directo modesto de este cierre parcial sobre el PIB del cuarto trimestre, existe preocupación sobre los efectos negativos de la falta de acuerdos duraderos en materia presupuestal y de deuda en Estados Unidos sobre la confianza del consumidor y las empresas, los planes de inversión, la generación de empleos en el sector privado, y, por lo tanto, sobre la recuperación económica.

A finales del segundo trimestre, la Reserva Federal señaló que, de continuar la recuperación de la economía y la mejoría en el mercado laboral, podría empezar a reducir sus compras de activos en la segunda mitad de 2013. Ante el surgimiento a principios del tercer trimestre de evidencia de que la recuperación de la actividad proseguía de acuerdo a lo previsto por la Reserva Federal, el proceso de descompresión de algunas primas de riesgo continuó, así como el correspondiente incremento en tasas de interés de largo plazo que había iniciado en el trimestre previo. Esto último debido a que en los mercados se había descontado que el ajuste en el ritmo de compras de valores por parte de la Reserva Federal iniciaría de manera gradual en septiembre. No obstante la publicación de cifras económicas mixtas durante agosto y septiembre, sugirió una moderación en la recuperación de la economía, en tanto que algunos indicadores del mercado laboral se debilitaron.

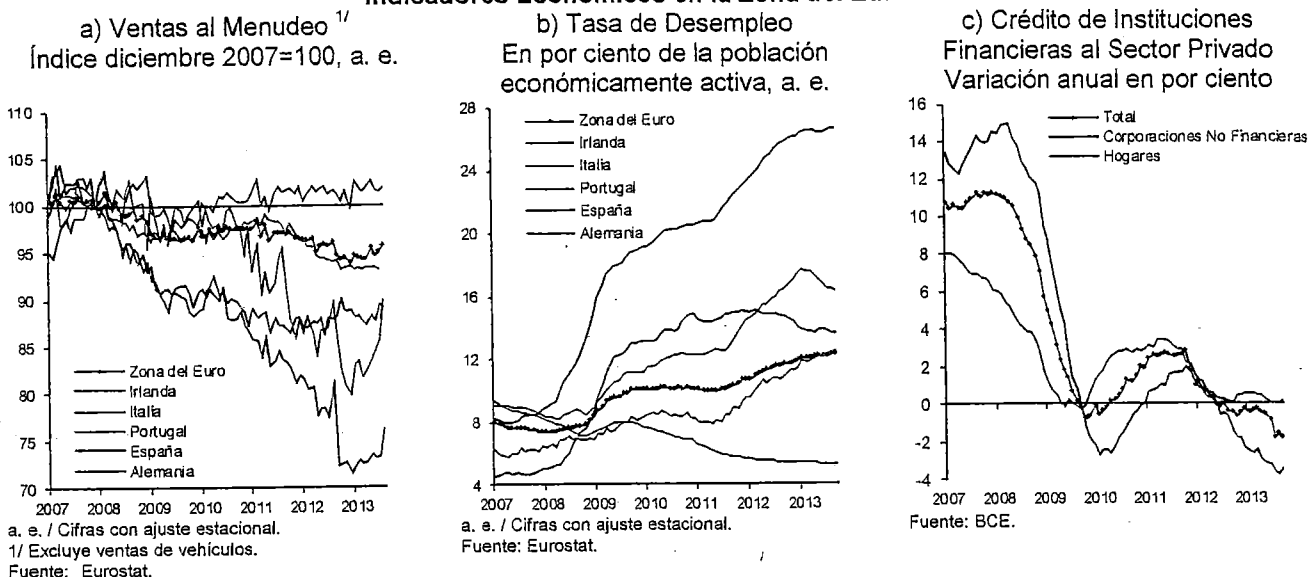
Bajo estas circunstancias y ante los temores en torno a las negociaciones sobre el presupuesto y el techo de endeudamiento del gobierno federal, la Reserva Federal decidió el 18 de septiembre mantener sin cambio el ritmo de sus compras de activos, e indicó que esperará a tener mayor evidencia de la mejoría de la economía y del mercado laboral antes de ajustar el monto mensual de dichas compras. Esta decisión dio lugar a una interrupción temporal del proceso de descompresión de las primas de riesgo antes mencionado, lo que resultó en una ligera disminución en las tasas de interés de largo plazo estadounidenses y en una recuperación en los mercados financieros internacionales. En este contexto, la Reserva Federal revisó a la baja sus expectativas de crecimiento para 2013 y 2014, y enfatizó que, dado que los riesgos que enfrenta la recuperación de la economía sólo disminuirán gradualmente, se requerirá que la tasa de fondos federales se sitúe considerablemente por debajo de su nivel de largo plazo por algún tiempo. Finalmente, la Reserva Federal ratificó en su reunión del 30 de octubre su decisión de mantener sin cambio el ritmo de sus compras de activos.

En la zona del euro, los índices de perspectivas de negocios y de confianza de los hogares apuntan a la continuación de una incipiente recuperación de la economía durante el tercer trimestre del año. Si bien la producción industrial se mantuvo débil durante el periodo julio-agosto, los indicadores disponibles de consumo de las familias sugieren una mejoría en este periodo (Gráfica 13a). Sin embargo, la recuperación de la demanda privada se ha visto limitada por los elevados niveles de endeudamiento y de desempleo, particularmente en los países de la periferia. La tasa de desempleo pasó de 12.1 por ciento en junio a

12.2 por ciento en septiembre (Gráfica 13b). Asimismo, la persistente fragmentación de los mercados financieros y la fragilidad de los balances de los bancos continúan limitando la recuperación económica. Así, los préstamos de las instituciones financieras al sector privado, particularmente a las corporaciones no financieras, continuaron sin presentar señales de recuperación (Gráfica 13c).

Gráfica 13

Indicadores Económicos en la Zona del Euro



Con el propósito de restaurar la confianza en el sistema bancario europeo y avanzar de manera más firme hacia una unión bancaria que contribuya a reducir la fragmentación de los mercados crediticios y fortalezca los bancos en la región, el Parlamento Europeo aprobó el 12 de septiembre la legislación para el establecimiento de la unión bancaria, a través del lanzamiento del Mecanismo Único de Supervisión Bancario (SSM, por sus siglas en inglés).² Dicha legislación confiere al Banco Central Europeo (BCE) la autoridad única de supervisión prudencial de los principales bancos de los países miembros, efectiva a partir de noviembre de 2014. Como parte de las actividades clave de preparación para asumir esta autoridad, el BCE llevará a cabo, en colaboración con las autoridades nacionales competentes, una evaluación integral a 130 bancos de 18 países de la región, la cual incluye: i) un análisis de los niveles de capital, liquidez y apalancamiento; ii) una revisión de la calidad de los activos; y iii) una prueba de estrés.³ La evaluación que dará inicio en noviembre de este año y finalizará en octubre de 2014 tiene como objetivos aumentar la fortaleza de los bancos, implementar las acciones correctivas necesarias y generar confianza en el sector.

En relación con los otros elementos necesarios para avanzar en la conformación de una unión bancaria, se espera que se alcance un acuerdo sobre las propuestas pendientes de reestructuración y resolución bancaria, de la creación de

² El Consejo Europeo aprobó la creación del SSM el 15 de octubre de 2013.

³ La prueba de estrés se llevará a cabo con base a un valor de referencia en el capital ordinario de nivel 1 equivalente al 8 por ciento de los activos ponderados por riesgo.

un esquema de seguro de depósito, y sobre la propuesta de un mecanismo de apoyo financiero, en caso de que como resultado de los procedimientos de evaluación anteriores, surgieran múltiples bancos con faltantes de capital.

La economía del Reino Unido mantuvo una sólida recuperación durante el tercer trimestre, sustentada en un mayor ímpetu en la demanda interna, en particular del sector vivienda. Asimismo, existe evidencia de un incipiente aumento de las exportaciones, ante la gradual recuperación de la zona del euro. Si bien indicadores prospectivos como la confianza de los hogares y las empresas apuntan a que continúe la expansión de la actividad económica en el corto plazo, aún existe una gran incertidumbre respecto al ritmo de crecimiento del empleo.

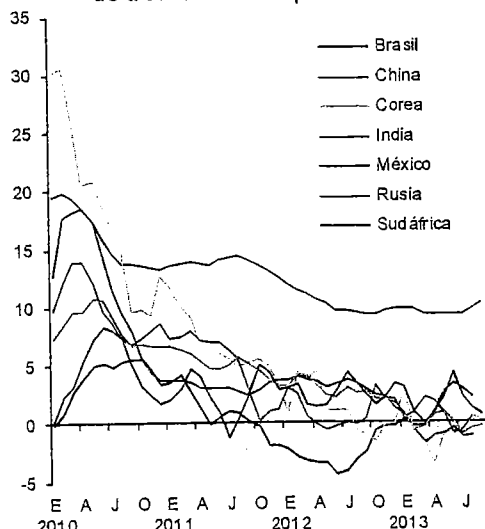
La economía de Japón, sustentada en una política monetaria y fiscal expansiva, continuó con su recuperación económica durante el tercer trimestre, aunque a un menor ritmo con respecto al trimestre previo. El consumo privado mostró una desaceleración durante el periodo. Además, las exportaciones registraron una caída marginal, aunque se espera mejoren moderadamente en los próximos meses apoyadas por una recuperación de la economía mundial y por la depreciación del yen. Por su parte, la inversión privada continuó expandiéndose, debido a un incremento en las utilidades corporativas, al igual que la inversión pública. Sin embargo, persisten dudas sobre el crecimiento de la economía japonesa en el mediano plazo, como reflejo de la incertidumbre que prevalece con relación a la implementación de las reformas estructurales pendientes.

En las principales economías emergentes, el crecimiento resultó en general menor al anticipado en el tercer trimestre, debido a una mayor debilidad de la demanda interna y a condiciones más restrictivas en los mercados financieros globales. Por su parte, la producción industrial de estas economías permanece en general endeble, aunque las exportaciones parecen haberse estabilizado ante la gradual recuperación de las economías avanzadas (Gráfica 14). No obstante, en algunas economías emergentes existe preocupación con respecto a factores estructurales que pueden restringir la recuperación y que reflejan limitaciones en infraestructura, incentivos que impiden una mayor inversión y otras restricciones que incluso pueden haber reducido su PIB potencial.

Gráfica 14

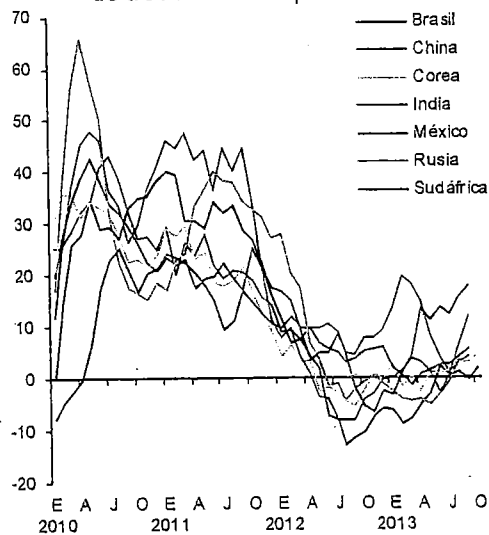
Actividad en Economías Emergentes

a) Producción Industrial
Variación anual del promedio móvil
de tres meses en por ciento



Fuente: Bloomberg y Haver Analytics.

b) Exportaciones
Variación anual del promedio móvil
de tres meses en por ciento



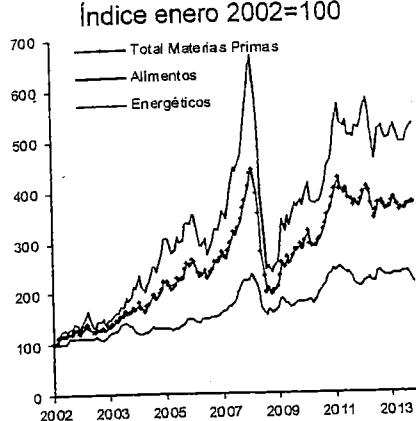
Fuente: Bloomberg.

3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de los productos primarios continuaron con la tendencia a la baja que han presentado en los últimos años a raíz de la debilidad de la economía mundial. En el periodo que cubre este Informe, la disminución en los precios de algunas materias primas estuvo también influenciada por factores de oferta (Gráfica 15a). En el caso de los precios del petróleo, la reducción obedeció a menores riesgos geopolíticos en Medio Oriente, a una recuperación en la producción mundial en diversas regiones productoras y a un aumento en los inventarios (Gráfica 15b). Por su parte, los precios de los granos, en particular el del maíz, acentuaron su tendencia descendente, ante las mejores perspectivas de producción derivadas de condiciones climáticas favorables en Estados Unidos (Gráfica 15c).

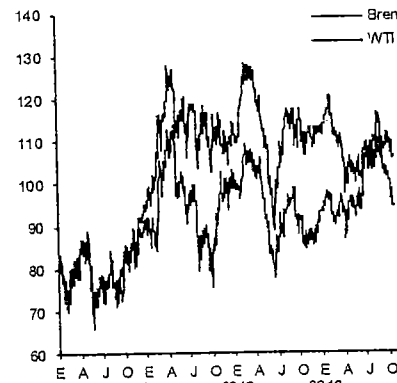
Gráfica 15
Precios Internacionales de las Materias Primas

a) Total Materias Primas, Alimentos y Energéticos
Índice enero 2002=100



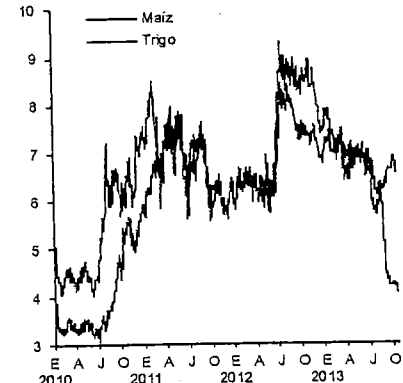
Nota: Cifras mensuales a septiembre de 2013.
Fuente: Fondo Monetario Internacional.

b) Petróleo Crudo ^{1/}
En dólares por barril



1/ Mercado Spot.
Fuente: Bloomberg.

c) Maíz y Trigo ^{1/}
En dólares por bushel



1/ Mercado Spot.
Fuente: Bloomberg.

3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación

En general, la inflación se mantuvo baja en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes durante el tercer trimestre y se espera que permanezca en niveles reducidos en los próximos trimestres. En las economías avanzadas, la persistente holgura contribuyó a los bajos niveles de inflación, en tanto que en la mayoría de las economías emergentes la tendencia a la baja en la inflación obedeció en gran medida al menor ritmo de crecimiento y a la disminución en los precios de los productos agrícolas. No obstante, en algunas economías emergentes con fundamentos macroeconómicos menos sólidos, la considerable depreciación de sus monedas, ante la expectativa de que la Reserva Federal comenzaría a disminuir el ritmo de compras de valores en septiembre, y la persistencia de desequilibrios internos, contribuyeron al surgimiento de presiones inflacionarias.

En Estados Unidos, la inflación general anual disminuyó de 1.8 por ciento en junio a 1.2 por ciento en septiembre, a lo que contribuyó un descenso de los precios de la energía (Gráfica 16a). De igual forma, la variación anual del deflactor del gasto en consumo se redujo de 1.3 a 1.2 por ciento en el periodo junio-agosto, manteniéndose muy por debajo del objetivo de largo plazo de la Reserva Federal de 2 por ciento. Por su parte, la inflación subyacente aumentó ligeramente en el periodo, de 1.6 a 1.7 por ciento, lo que reflejó incrementos en las rentas de vivienda y en los precios de los servicios médicos.

En la zona del euro persistió la tendencia descendente de la inflación general anual en el tercer trimestre, la cual pasó de 1.6 por ciento en junio a 1.1 por ciento en septiembre. Así, la inflación permaneció por debajo del objetivo del BCE de una cifra menor pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. Asimismo, la inflación subyacente se redujo, de 1.2 a 1.0 por ciento en el mismo periodo. El elevado nivel de holgura en la economía junto con la fortaleza del euro han contribuido a que la inflación se mantenga reducida.

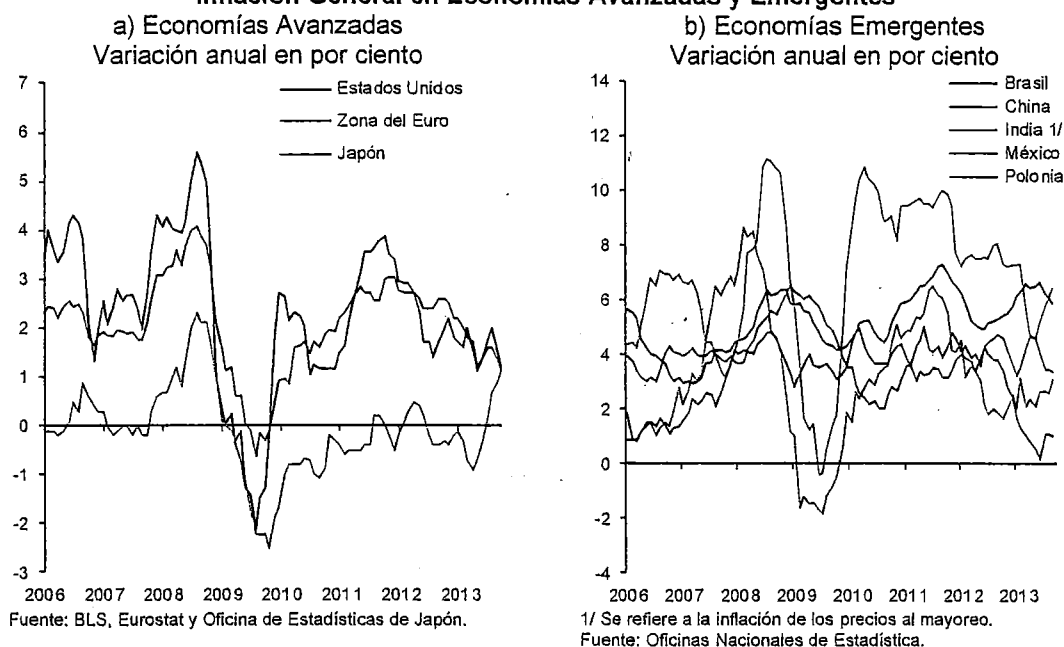
En Reino Unido, la inflación general anual disminuyó de 2.9 por ciento en junio a 2.7 por ciento en septiembre, aún por encima del objetivo del banco central de 2 por ciento, pero dentro de su rango de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de dicha meta. La menor inflación reflejó en parte precios más bajos de la energía. Por su parte, la inflación subyacente se redujo de 2.3 a 2.2 por ciento en el periodo señalado.

En Japón, la inflación anual aumentó de 0.2 por ciento en junio a 1.1 por ciento en septiembre, luego de haber mostrado cifras negativas entre junio de 2012 y mayo de 2013. A lo anterior contribuyó la depreciación del yen ante las medidas de relajamiento monetario del banco central de este país.

En las economías emergentes, la inflación continuó estable en la mayoría de los casos, debido al menor dinamismo de la actividad económica y a la caída en los precios internacionales de los productos agrícolas (Gráfica 16b). Como se mencionó, en algunas economías emergentes, la depreciación observada en sus monedas y la existencia de desequilibrios internos, como un crecimiento excesivo del crédito, resultaron en mayores presiones inflacionarias.

Gráfica 16

Inflación General en Economías Avanzadas y Emergentes



3.1.4. Mercados Financieros Internacionales

En un entorno en el que se prevé una moderada recuperación en la actividad económica mundial y una baja inflación, se espera que la postura de política monetaria se mantenga acomodaticia en gran parte de las economías avanzadas y emergentes.

Como se señaló, en su reunión de política monetaria de septiembre, la Reserva Federal ratificó que continuará con la compra de bonos por 85 mil millones de

dólares mensuales y que el rango objetivo para la tasa de fondos federales de entre 0 a 0.25 por ciento se mantendrá al menos hasta que la tasa de desempleo se sitúe por arriba de 6.5 por ciento, siempre y cuando las proyecciones de inflación entre uno y dos años no superen 2.5 por ciento y las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan estables. En su comunicado, mencionó que aunque los riesgos para la economía y para los mercados laborales han disminuido desde hace un año, un endurecimiento sostenido de las condiciones financieras, como el observado en meses recientes, podría afectar el ritmo de mejoría en la actividad económica y en el mercado laboral. Así, la Reserva Federal indicó que comenzará a disminuir el ritmo de compra de activos cuando cuente con información que apunte a una continua recuperación del mercado laboral y a una inflación tendiente a su meta de largo plazo. En su reunión de octubre, la Reserva Federal refrendó su decisión de mantener sin cambio tanto su ritmo de compras de activos como el rango objetivo para la tasa de fondos federales.

El BCE, en su reunión de política monetaria de octubre, decidió mantener sin cambio sus tasas de referencia y consideró que las expectativas de inflación en la zona del euro continúan firmemente ancladas y en línea con el objetivo del banco de registrar una inflación por debajo pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. De igual forma, ratificó la guía futura ("*forward guidance*") para su política monetaria, dada a conocer en julio pasado, de mantener sus tasas de interés en los niveles actuales o por debajo de los mismos por un periodo prolongado. Asimismo, el Presidente del BCE señaló que el instituto central está preparado para utilizar todos los instrumentos disponibles, inclusive indicó, que de ser necesario, podrían introducir nuevamente operaciones de refinanciamiento de largo plazo (LTRO, por sus siglas en inglés) para las instituciones de crédito, en caso de que la incertidumbre sobre su fortaleza les dificulte su financiamiento.

El Banco de Inglaterra (BI) en sus reuniones de política monetaria de julio, agosto y septiembre decidió mantener su tasa de referencia en 0.5 por ciento y el monto de su programa de compra de activos en 375 mil millones de libras esterlinas. Adicionalmente, al introducir en agosto una guía futura para la política monetaria, especificó que, como mínimo, mantendrá su postura monetaria altamente acomodaticia hasta que el grado de holgura de la actividad se haya reducido sustancialmente, siempre que no implique riesgos para la evolución de la inflación en el mediano plazo y para la estabilidad del sistema financiero. En particular, mencionó que no pretende elevar la tasa de referencia por encima de su nivel actual de 0.5 por ciento, al menos hasta que la tasa de desempleo haya disminuido por debajo del umbral de 7 por ciento. Ello, siempre y cuando se cumplan tres condiciones: 1) que las perspectivas de inflación de mediano plazo se mantengan por debajo de 2.5 por ciento; 2) que las expectativas de inflación permanezcan bien ancladas; y, 3) que el Comité de Política Financiera considere que la postura de política monetaria no presenta un riesgo considerable para la estabilidad financiera.

El Banco de Japón, en su reunión de política monetaria del 31 de octubre, mantuvo sin cambio su tasa de política, así como el nivel programado de compras de activos con el objetivo de alcanzar su meta de inflación, anunciada en abril pasado, de 2 por ciento en un plazo de alrededor de dos años.

La política monetaria en las economías emergentes ha presentado ajustes diferenciados entre países a raíz del proceso de descompresión de primas de

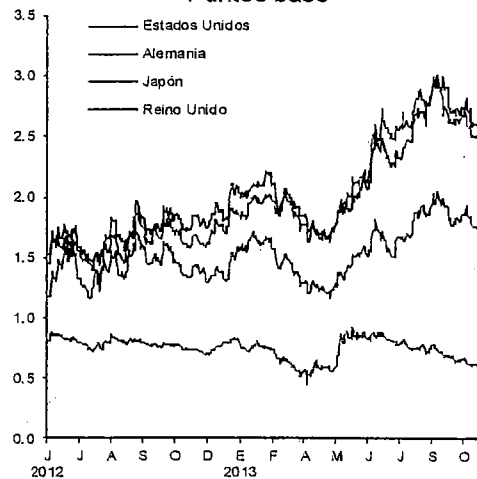
riesgo en los mercados financieros internacionales y de sus vulnerabilidades. En algunas de estas economías, entre ellas México, el ajuste en sus mercados financieros fue moderado, a la vez que la inflación y sus expectativas permanecieron bajo control. Lo anterior hizo posible que los bancos centrales mantuvieran su tasa de interés de política sin cambio y que, en algunos casos, incluso la bajaran. Otras economías más vulnerables, con desequilibrios internos tales como un crecimiento excesivo del crédito, elevados déficit fiscal y en cuenta corriente y mayores niveles de inflación, registraron una depreciación significativa de sus monedas, ante lo cual algunos bancos centrales incrementaron su tasa de interés de referencia.

Así, en los mercados financieros internacionales se registró una elevada volatilidad durante el tercer trimestre. La expectativa de un cambio en la política monetaria en Estados Unidos dio como resultado un incremento de los rendimientos de los bonos de largo plazo en este país, una restricción de las condiciones financieras a nivel global y un aumento de la volatilidad en los mercados accionarios (Gráfica 17). Ello debido a que el mercado había descontado que la Reserva Federal reduciría el ritmo de sus compras de activos en septiembre. Posteriormente, a raíz del anuncio de la Reserva Federal en dicho mes, se observó una mejoría en los mercados financieros internacionales. A pesar de lo anterior, en la medida que se consolide la recuperación económica en dicho país, es de esperarse una trayectoria al alza en las tasas de interés de mayor plazo a nivel global y, en general, condiciones más astringentes en los mercados financieros internacionales.

Gráfica 17

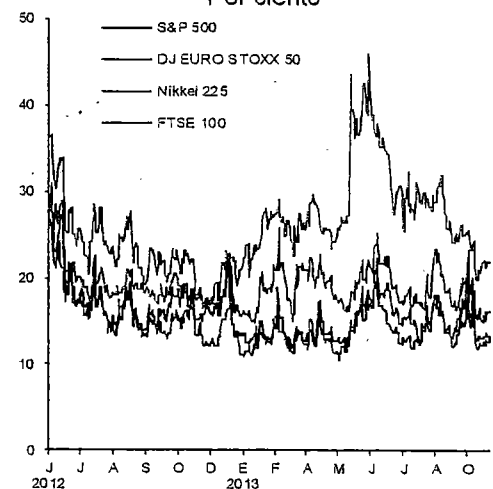
Indicadores Financieros de Economías Avanzadas

a) Rendimiento de Bonos Soberanos a 10 Años Puntos base



Fuente: Bloomberg.

b) Volatilidad Implícita de Bolsas de Valores Por ciento

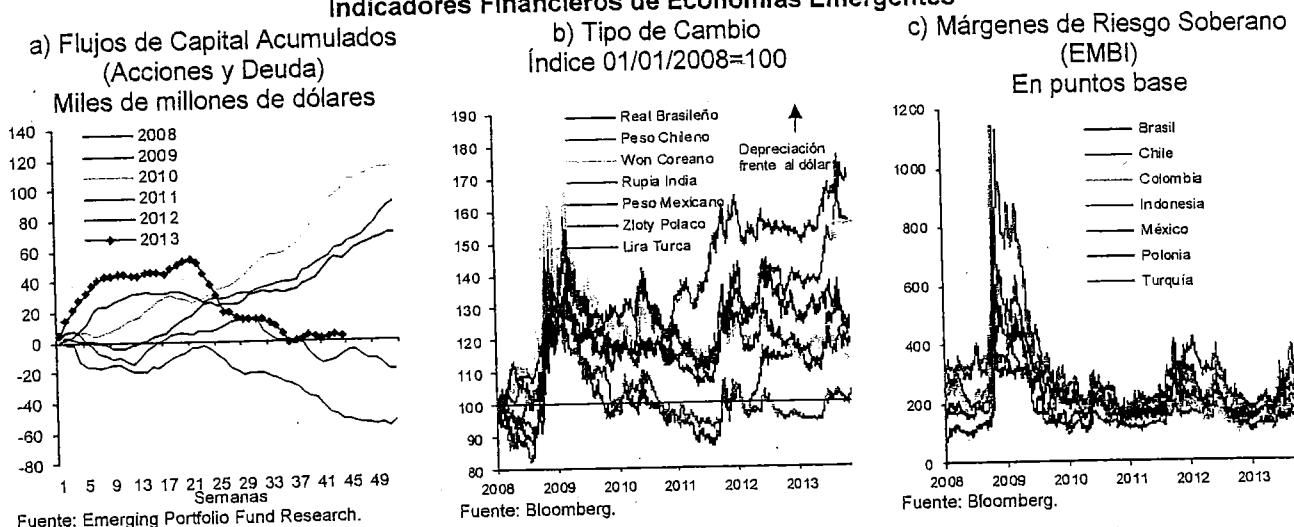


Fuente: Bloomberg.

Como resultado de lo anterior, en las economías emergentes se observó una elevada volatilidad en sus mercados financieros durante el trimestre que cubre este Informe. Si bien en este periodo se registraron salidas de capital, caídas en sus mercados accionarios, depreciación de sus monedas y un aumento de las primas de riesgo de crédito soberano, la decisión de la Reserva Federal de

mantener sin cambio su política monetaria dio lugar a una recuperación en los mercados financieros a finales de septiembre (Gráfica 18).

Gráfica 18
Indicadores Financieros de Economías Emergentes



3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

Después de la desaceleración que registró la economía nacional desde la segunda mitad de 2012, la cual incluso se manifestó en una caída trimestral desestacionalizada del PIB en el segundo trimestre de 2013, algunos indicadores sugieren que durante el tercer trimestre del año en curso ésta podría haber retomado una evolución ligeramente favorable. La incipiente reactivación de la economía reflejó el hecho de que algunos de los choques adversos que la afectaron en la segunda mitad de 2012 y en la primera parte de 2013 aparentemente han comenzado a diluirse.⁴

En efecto, como se describió en el Informe anterior, desde la segunda mitad de 2012 la economía mexicana había enfrentado una serie de choques adversos, tanto externos como internos, que contribuyeron a la pronunciada desaceleración que se registró en ese periodo. En particular, la atonía en el ritmo de expansión de la economía mundial condujo a una disminución en el dinamismo de la demanda externa. Esta reducción en la demanda externa fue exacerbada por la apreciación del tipo de cambio real que se observó hasta principios del segundo trimestre del año en curso. Asimismo, se presentó un menor dinamismo del gasto público y un desempeño desfavorable del sector de vivienda. Adicionalmente, se observó un desabasto de gas natural, lo cual afectó de manera importante, sobre todo durante el segundo trimestre de 2013, a los niveles de producción de la industria manufacturera. El hecho de que algunos de estos choques empezaran a revertirse en el tercer trimestre de 2013 se reflejó en un relativamente mayor impulso de la demanda externa, así como en una incipiente mejoría en el

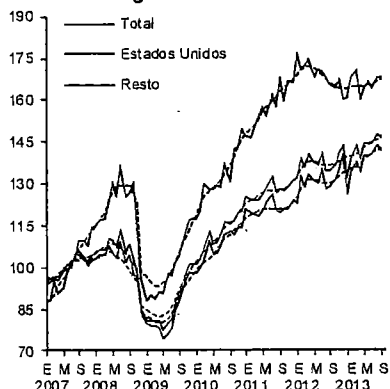
⁴ Con la publicación del PIB del segundo trimestre del año, el INEGI cambió el año base para el cálculo de las series del Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM) de 2003 a 2008. Ver Recuadro 1 para una descripción detallada del cambio.

desempeño de la demanda interna, si bien algunos indicadores del gasto interno aún no muestran signos claros de recuperación.

Profundizando en lo anterior, durante el tercer trimestre del año en curso, las exportaciones manufactureras no automotrices dirigidas a Estados Unidos exhibieron una trayectoria creciente, después del estancamiento que habían mostrado en trimestres previos. Asimismo, en el periodo de referencia, las exportaciones automotrices, tanto a Estados Unidos, como al resto del mundo, presentaron una tendencia ascendente (Gráfica 19).

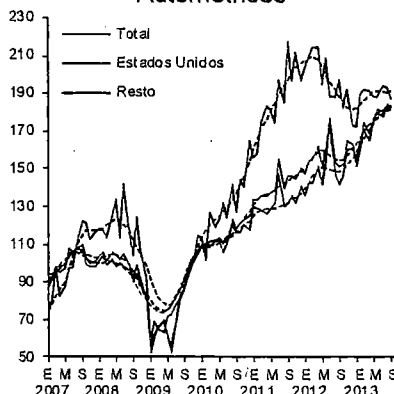
Gráfica 19
Indicadores de las Exportaciones Manufactureras
Índice 2007=100, a. e.

a) Exportaciones Manufactureras por Región de Destino



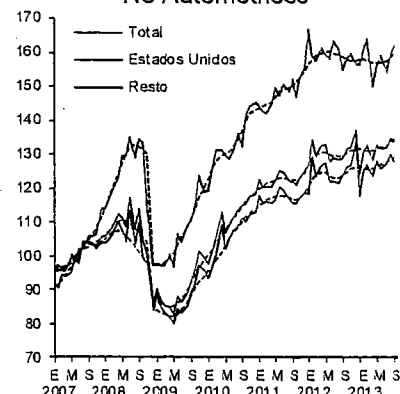
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Banco de México.

b) Exportaciones Manufactureras Automotrices



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

c) Exportaciones Manufactureras No Automotrices



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

En cuanto a la evolución del gasto interno, los indicadores disponibles dan señales mixtas respecto a su ritmo de recuperación. En particular, mientras que la información disponible parecería sugerir un comportamiento relativamente más favorable del consumo privado que en el trimestre previo, la inversión fija bruta continuó registrando una trayectoria descendente. En particular:

- i. La información disponible indica que el consumo privado parecería haber mejorado de manera incipiente en el trimestre que se reporta, respecto a la contracción que registró en el segundo trimestre. En específico, las ventas de la ANTAD presentaron una tasa de variación positiva después de haber exhibido contracciones en el trimestre previo, si bien aún muestran signos de debilidad, al tiempo que las ventas al menudeo continúan registrando un estancamiento (Gráfica 20a y Gráfica 20b).
- ii. En este sentido, si bien algunos factores que influyen en la evolución del consumo privado continuaron creciendo o mostraron cierta recuperación en relación con su trayectoria de trimestres previos, como es el caso del crédito al consumo (ver Sección 3.2.2) y de las remesas familiares (Gráfica 21a), la confianza de los consumidores continúa en niveles bajos y no ha exhibido una mejoría en los últimos meses (Gráfica 21b).

Recuadro 1
El Cambio de Año Base en la Medición del PIB
y la Percepción sobre la Evolución de la Actividad Económica

Con la publicación de las cifras del Producto Interno Bruto (PIB) correspondientes al segundo trimestre del año en curso en agosto de 2013, el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI) empezó a presentar la información relativa al Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM) utilizando el nuevo año base 2008 para su cálculo, en lugar de continuar empleando los cálculos basados en el anterior año base 2003. El cambio de año base para la medición del PIB conduce a una modificación en el peso relativo que tiene cada sector dentro de la economía, como resultado de cambios en los precios relativos de cada sector entre el año base anterior y el nuevo. Asimismo, con la publicación del PIB base 2008 también se incorporaron algunas mejoras metodológicas provenientes, principalmente, de la aplicación de recomendaciones internacionales en lo que corresponde a la medición del producto nacional y sus componentes.

Como se verá en este recuadro, se concluye que la información del PIB basada en el nuevo año base resulta en términos generales más congruente con el entorno que ha enfrentado recientemente la economía mexicana y con la forma en que los choques que la afectaron se transmiten al mercado interno, en comparación con la información que se derivaba del cálculo del PIB con la base anterior. En particular, las nuevas series del PIB total y sectorial indican una desaceleración más pronunciada y duradera de la economía y, en particular, del sector industrial, de lo que anteriormente era posible apreciar. Asimismo, los nuevos cálculos relativos al sector servicios exhiben una desaceleración gradual más evidente que la que se podía observar con las cifras del año base anterior. Esta lectura más precisa se obtiene a pesar de que 2008 fue un año atípico y, por ende, los eventos que lo caracterizaron pudieron haber influido en las nuevas series de precios relativos con los cuales se reponderan las actividades económicas en la nueva medición del PIB. En efecto, en ese año estalló la crisis económica global, lo cual condujo a mediados del año a una depreciación real importante de la moneda nacional y a cambios significativos en los niveles de producción de diferentes sectores en la economía. En particular, la depreciación del tipo de cambio real afectó de manera temporal los precios relativos de diferentes sectores de la economía. En este contexto, el haber utilizado dichos precios para el nuevo cálculo del PIB pudo haber conducido a que se incrementara la ponderación de sectores cuyos precios relativos aumentaron extraordinariamente en el año, a la vez que se pudo haber disminuido el peso dentro de la economía de sectores cuyos precios se redujeron en términos relativos durante 2008, como consecuencia de la crisis y no por una tendencia de más largo plazo. No obstante, como ya se mencionó, esto no pareciera haber

influido de manera importante en el cálculo ni en la interpretación de los resultados.

A continuación se describen brevemente las principales modificaciones derivadas del cambio de año base en la medición del PIB y sus implicaciones sobre su composición sectorial. Posteriormente, se presenta una comparación entre el comportamiento reciente de las series del PIB total y sectorial base 2003 y base 2008, con el objeto de ilustrar cómo la lectura de la economía que se deriva de las nuevas series parecería ser más congruente que la que se derivaba de las series anteriores.

1. Principales Modificaciones Derivadas del Cambio de Año Base 2008

En términos generales, con el cambio de año base en el cálculo del PIB se modifica la estructura de la economía en términos de la participación que tienen dentro del PIB total las diferentes actividades económicas. En particular, se incrementa la ponderación dentro de la economía de aquellos sectores cuyo precio relativo en el año base nuevo es mayor que en el año base anterior, y se disminuye el peso de sectores cuyos precios relativos son menores en el nuevo año base que en el anterior. Si los precios relativos de diferentes sectores presentan en general una tendencia clara de largo plazo y no muestran cambios abruptos y temporales, el seleccionar un año más cercano a la actualidad en general conduce a reponderar los sectores de tal modo que el cambio de año base conduce a una mejor representación del peso que cada sector tiene dentro de la actividad económica total. No obstante, el haber escogido 2008 como nuevo año base tiene el problema potencial de haber conducido a que se utilizaran nuevos ponderadores para las distintas actividades económicas basados en precios que pudieron haber estado afectados de manera importante, pero temporal, por los efectos de la crisis global que inició en ese año sobre el tipo de cambio real. En principio, esto último podría haber conducido a que los nuevos ponderadores de las diferentes actividades económicas no necesariamente reflejen su peso relativo dentro de la economía desde una perspectiva de mayor plazo.

A pesar de lo anterior, la disponibilidad de información dictó que se utilizara 2008 como año base para el nuevo cálculo del PIB. En efecto, la información más reciente con la que contaba el INEGI para construir la nueva base de ponderadores correspondía a los Censos Económicos 2009, los cuales recopilaron información de 2008. Es por ello que se seleccionó 2008 como nuevo año base para actualizar la estructura productiva del país y calcular las nuevas series del PIB (ver INEGI, 2013).

Antes de proceder a ese análisis, sin embargo, es relevante mencionar que el cambio de año base no

únicamente introdujo el efecto de cambios en los ponderadores de diferentes sectores, sino que también se introdujeron mejoras metodológicas, entre las que destacan las siguientes:

- Se clasificaron las actividades económicas con base en el Sistema de Clasificación Industrial de América del Norte (SCIAN) 2007. Anteriormente, se utilizaba la clasificación SCIAN de 2002.
- La representatividad del PIB trimestral aumentó a 95.3% del PIB anual, respecto a la cobertura de 93.7% que se tenía con la base 2003.
- La medición de los niveles de actividad del sector de la construcción fue mejorada, al complementar el "método de flujo de bienes" de materiales de construcción utilizado anteriormente con los registros de avances de obra pública y los resultados de las encuestas que se llevan a cabo a las empresas del sector.
- La variación de existencias que se publica ahora es resultado de una medición directa a través de encuestas, y no corresponde a un residual en la comparación entre el PIB por sectores y los componentes de la demanda agregada. En este sentido, se incluyó el concepto de *discrepancia estadística*, el cual es el que ahora captura la diferencia entre el PIB medido por el lado del valor agregado sectorial y por el lado del gasto agregado.
- Se efectuó una distribución de los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI) entre los sectores que los consumen. Anteriormente, este concepto se manejaba como un renglón independiente.
- Se reclassificaron los derechos de extracción sobre hidrocarburos, que formaban parte de los impuestos sobre la producción, y ahora se tratan como rentas de la propiedad, por lo que se contabilizan dentro del sector minero.

2. Estructura del PIB: Base 2003 y Base 2008

A continuación se compara la estructura de la economía observada en 2012 por sector de actividad económica bajo la base 2003, con la correspondiente a 2008. Este análisis permite inferir cuáles sectores tendieron a ganar participación y cuáles actividades perdieron peso en la nueva medición del PIB, respecto a la anterior. Como puede apreciarse en el Cuadro 1, en el cálculo del PIB con la nueva base 2008 los sectores agropecuario y de servicios tienen una menor ponderación dentro del PIB total, mientras que la correspondiente al sector industrial se incrementó, con relación a los cálculos con la base 2003. A su vez, al interior del sector industrial, es de notar que los sectores de la construcción, la electricidad, gas y agua, y la minería ganaron participación, en tanto que se redujo el peso relativo de las manufacturas.

Estos cambios reflejan, en parte, ajustes en los precios relativos en 2008 en comparación con 2003, así como también los efectos de algunas de las mejoras metodológicas descritas anteriormente, en particular en la medición del sector de la construcción y de la minería. Cabe destacar que, hacia dentro del sector manufacturero, se observó una fuerte disminución en el peso relativo de la industria de la fabricación de equipo de transporte (Cuadro 2). Esto refleja en parte el efecto de los cambios en precios relativos de la industria automotriz en 2008, y en buena medida explica la caída en el peso relativo del sector manufacturero en su conjunto dentro de la economía.

Cuadro 1
Estructura del Producto Interno Bruto en 2012

	Base 2003	Base 2008
TOTAL	100.00	100.00
Impuestos a los Productos, Netos	5.2	2.6
Valor Agregado Bruto	94.8	97.4
Sector Primario	3.4	3.0
Sector Industrial	29.9	34.2
Minería	4.6	7.8
Electricidad, Gas y Agua	1.5	2.2
Construcción	6.2	7.7
Industria Manufacturera	17.6	16.5
Sector Servicios	65.2	60.2
Comercio	15.9	15.1
Transporte, Correos y Almacenamiento	7.0	5.8
Información en Medios Masivos	4.0	3.3
Servicios Financieros y de Seguros	5.6	4.3
Servicios Inmobiliarios y de Alquiler de Bienes	10.3	12.0
Servicios Profesionales, Científicos y Técnicos	3.2	2.2
Dirección de Corporativos y Empresas	0.4	0.6
Servicios de Apoyo a los Negocios	2.5	3.1
Servicios Educativos	4.3	3.7
Servicios de Salud y de Asistencia Social	2.7	2.0
Servicios de Esparcimiento y Recreativos	0.4	0.5
Serv. de Alojamiento Temp. y Prep. de Alim.	2.5	2.0
Otros Servicios	2.6	2.1
Actividades Gubernamentales	3.6	3.6
SIFMI	-3.8	-

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

Cuadro 2
Estructura del Valor Agregado Manufacturero en 2012

	Base 2003	Base 2008
Industria Manufacturera	100.0	100.0
Industria Alimentaria	21.1	21.6
Industria de las Bebidas y del Tabaco	6.2	5.1
Fabricación de Insumos Textiles	0.8	0.8
Confección de Productos Textiles	0.4	0.5
Fabricación de Prendas de Vestir	2.1	2.4
Fabricación de Productos de Cuero y Piel	1.2	0.8
Industria de la Madera	1.2	1.0
Industria del Papel	2.2	2.0
Impresión e Industrias Conexas	0.9	0.8
Fab. de Productos Derivados del Petróleo y del Carbón	2.5	3.6
Industria Química	8.5	11.9
Industria del Plástico y del Hule	2.8	3.0
Fab. de Productos a Base de Minerales No Metálicos	6.1	5.3
Industrias Metálicas Básicas	5.3	6.8
Fabricación de Productos Metálicos	3.4	3.5
Fabricación de Maquinaria y Equipo	2.8	4.2
Fab. de Eq. de Comp., Comunicación y Otros Equipos	4.3	3.9
Fab. de Eq. de Generación Eléctrica y Accs. Eléctricos	3.0	3.0
Fabricación de Equipo de Transporte	21.6	16.4
Fabricación de Muebles y Productos Relacionados	1.3	1.3
Otras Industrias Manufactureras	2.2	2.1

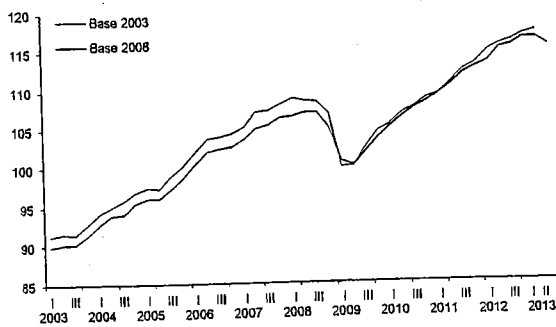
Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de INEGI.

Con respecto a los servicios, es pertinente mencionar la menor importancia relativa con la nueva base de los servicios financieros y de seguros; los transportes, correos y almacenamiento; los servicios profesionales, científicos y técnicos; el comercio; la información en medios masivos; los servicios de salud y de asistencia social; los servicios educativos; los servicios de alojamiento temporal y preparación de alimentos, y otros servicios. Por otra parte, destaca que los servicios inmobiliarios y de alquiler, y los de apoyo a los negocios, registran una mayor participación. Las modificaciones en los pesos relativos de las actividades terciarias, además de originarse de los cambios en los precios relativos de cada actividad, también fueron reflejo de modificaciones metodológicas. A manera de ejemplo, la actualización en la medición de los márgenes de comercialización y de distribución impactó negativamente la valuación de los sectores de comercio y de transportes, correos y almacenamiento.

3. Percepción de la Actividad Económica

Las cifras del PIB total y sectorial publicadas recientemente, calculadas con la nueva base 2008, parecerían reportar un comportamiento reciente de la economía y de los distintos sectores que la componen que es más congruente con lo que se esperaría hubiera sido la respuesta de la economía mexicana ante los choques externos e internos que se enfrentaron desde la segunda mitad de 2012. En efecto, con las nuevas cifras se observa una desaceleración de la actividad productiva de México entre el tercer trimestre de 2012 y el segundo trimestre de 2013 más pronunciada de la que anteriormente se apreciaba con la información calculada con la base 2003 (Gráfica 1). En particular, el crecimiento del primer trimestre del año en curso se revisó de manera importante a la baja, mientras que en el segundo trimestre se observó una contracción en términos desestacionalizados.

Gráfica 1
PIB Trimestral
Índice II-2009 = 100, a. e.

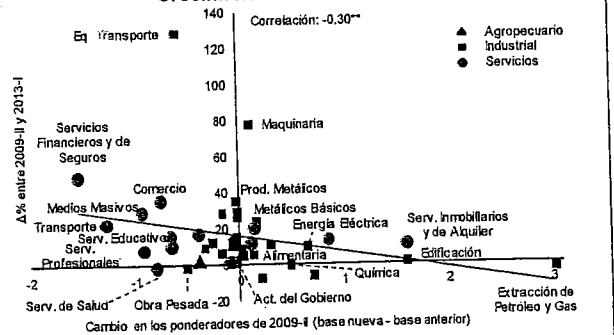


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Elaborado por Banco de México con datos del SCNMI, INEGI.

Esta revisión, en buena medida, refleja el hecho de que los sectores que ganaron ponderación dentro del PIB tendieron a ser actividades que han presentado un crecimiento más débil que los sectores que vieron su

ponderación disminuida. Esto se aprecia en la Gráfica 2, en la que se presenta la relación entre el crecimiento acumulado entre el segundo trimestre de 2009 y el primero de 2013 y el cambio en los ponderadores en la base 2008 respecto a la base 2003. En general, se puede observar que aquellos sectores que ganaron participación en la generación de valor agregado, también son aquellos que han exhibido un menor dinamismo en los últimos años.

Gráfica 2
Cambio en los Ponderadores del PIB y Crecimiento de los Sectores



Fuente: Elaboración del Banco de México con datos del INEGI.
Nivel de significancia: *** 1%, ** 5%, * 10%.
Para calcular las variaciones de los sectores se utilizaron series ajustadas por estacionalidad base 2008.

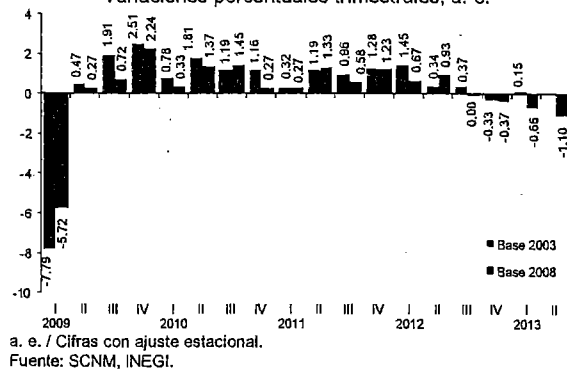
Por su parte, la información del PIB con la nueva base 2008 también parece presentar un panorama más congruente en relación al comportamiento reciente del sector industrial y de los servicios ante la coyuntura que ha enfrentado la economía desde la segunda mitad de 2012. En cuanto al sector industrial, las nuevas cifras presentan de manera más clara el efecto que tuvo sobre las actividades que conforman a dicho sector el hecho de que la economía mexicana se ha visto afectada por una demanda externa débil, lo cual influyó en el sector manufacturero, y por un gasto público menos dinámico, el cual afectó el comportamiento de la industria de la construcción. En particular, de acuerdo con la información del PIB base 2008, se registró una caída del sector industrial más profunda y prolongada que la que antes era posible distinguir. En efecto, según la nueva información, este sector empezó a caer desde el tercer trimestre de 2012, y ha mostrado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento nulo o negativo, en términos desestacionalizados (Gráfica 3). En contraste, la información anterior sugería que dicho sector había caído únicamente en el cuarto trimestre de 2012, para luego presentar una incipiente recuperación en el primero de 2013.

Finalmente, también destaca que con las nuevas cifras es posible apreciar de manera más clara la transmisión de los choques sobre la actividad industrial hacia los servicios, la cual en general se observa con cierto rezago.

En efecto, con la información base 2003 no sólo no era posible apreciar una desaceleración de los servicios, sino que los datos parecerían sugerir que éstos venían acelerándose entre el tercer trimestre de 2012 y el primero de 2013, lo cual no parecía congruente con el efecto que se esperaba tendría sobre ellos la contracción del sector industrial. En contraste, con las cifras del PIB de servicios base 2008, se puede observar una clara pérdida de dinamismo en el sector terciario en 2013 y, de hecho, una caída en el segundo trimestre del año en curso, con cifras ajustadas por estacionalidad (Gráfica 4).

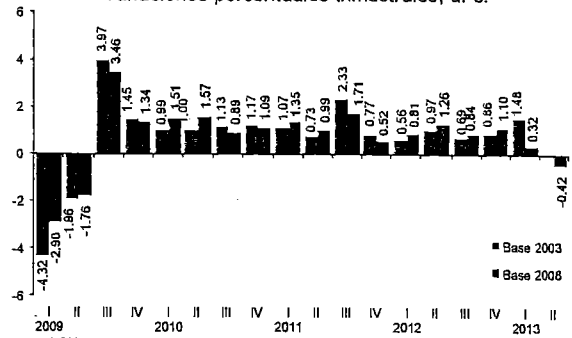
la demanda interna. En este contexto, parecería que la modificación de los ponderadores con los que se calcula el PIB del país, a pesar de haber estado basada en precios observados en un año atípico, condujo a una mejor medición del comportamiento reciente de la economía mexicana.

Gráfica 3
PIB del Sector Industrial
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



En conclusión, la lectura de la economía con la nueva base 2008 es más congruente con el entorno externo e interno que ha prevalecido en los últimos trimestres, y con la transmisión que se esperaría de los choques externos a

Gráfica 4
PIB del Sector Servicios
 Variaciones porcentuales trimestrales, a. e.



Referencias

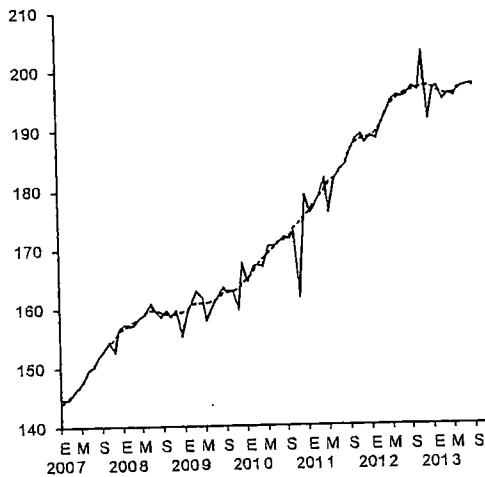
- [1]. INEGI (2013) "Producto Interno Bruto en México durante el segundo trimestre de 2013". Nota técnica II: Modernización de las Cuentas Nacionales. Cambio de año base de 2003 a 2008. Boletín de prensa no. 348/13, 20 de agosto de 2013.

- iii. Los indicadores más recientes sobre el desempeño de la inversión fija bruta, tales como las importaciones de bienes de capital y la actividad del sector de la construcción, sugieren que este componente de la demanda agregada, en general, continuó registrando una tendencia negativa (Gráfica 22).

Gráfica 20

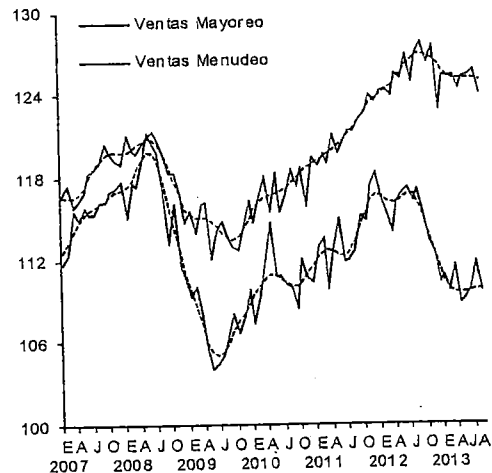
Indicadores de Consumo

a) Ventas Totales de la ANTAD
Índice 2003=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la ANTAD.

b) Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índice 2003=100, a. e.

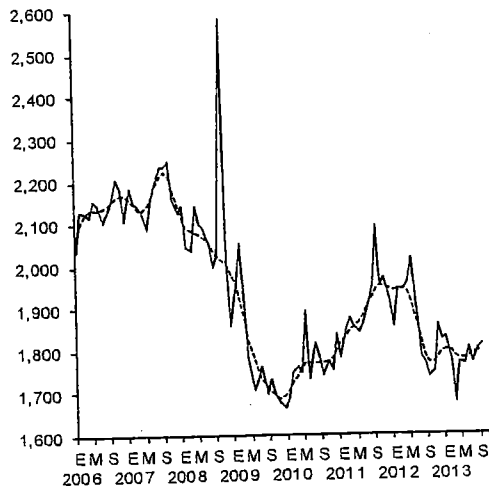


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI.

Gráfica 21

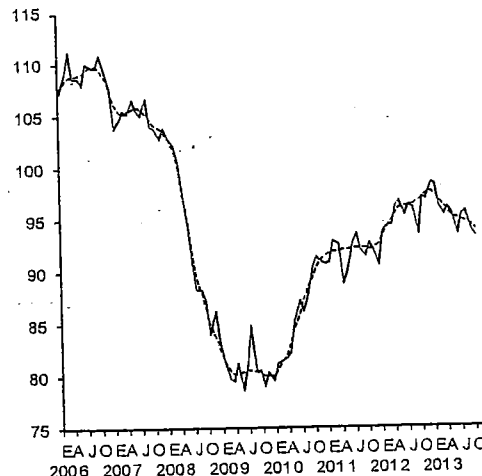
Determinantes del Consumo

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



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

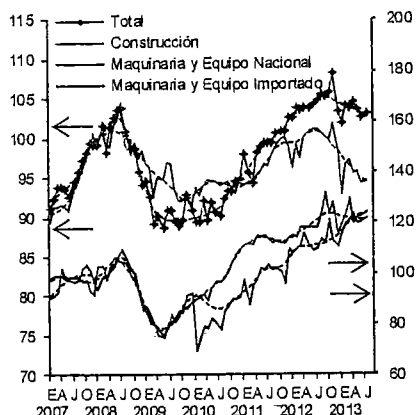
b) Índice de Confianza del Consumidor
Índice enero 2003=100, a. e.



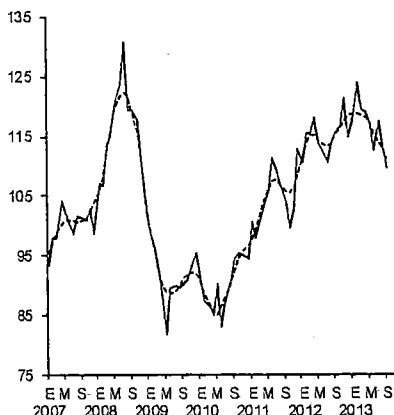
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor, INEGI y Banco de México.

Gráfica 22
Indicadores de Inversión
 b) Importaciones de Bienes de Capital
 Índice 2007=100, a. e.

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

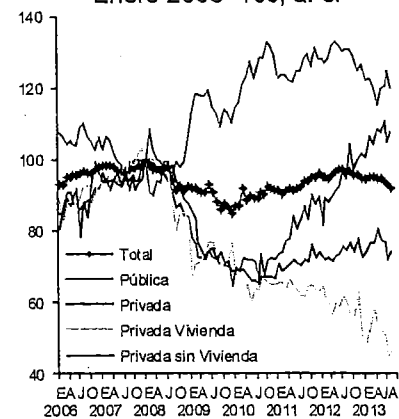


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
 Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.



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

c) Valor Real de la Producción en la Construcción por Sector Institucional Contratante
 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.

iv. Las medidas anunciadas por el gobierno federal para reasignar y agilizar el ejercicio del gasto público contribuyeron a su reactivación en el tercer trimestre del año. En particular, si bien con cierta volatilidad, en el tercer trimestre de 2013 la inversión pública en construcción mostró un repunte, después de haber exhibido una importante caída desde la segunda mitad de 2012 (Gráfica 22c).

El mayor ritmo de crecimiento tanto de la demanda externa, como de la interna, condujo a que, después de la contracción registrada en el periodo abril-junio en términos trimestrales ajustados por estacionalidad, la actividad económica presentara nuevamente una variación positiva en el tercer trimestre de 2013 (Gráfica 23a). En particular, después de cuatro trimestres consecutivos de caídas, la producción industrial presentó un aumento en términos trimestrales desestacionalizados durante el periodo que se reporta. Esto refleja fundamentalmente el mayor ritmo de expansión de las manufacturas, en relación a lo observado en trimestres previos, ya que el sector de la construcción continuó registrando una tendencia negativa en el trimestre de referencia, en particular en el rubro de la vivienda (Gráfica 23b). Cabe destacar que las medidas para atender el desabasto de gas natural que ha tomado el Gobierno Federal mitigaron los efectos de este problema sobre la actividad manufacturera en el tercer trimestre, después de haberla afectado de manera importante en el trimestre anterior (ver Recuadro 2).

Recuadro 2 Efectos del Desabasto de Gas Natural sobre la Actividad Económica

1. Introducción

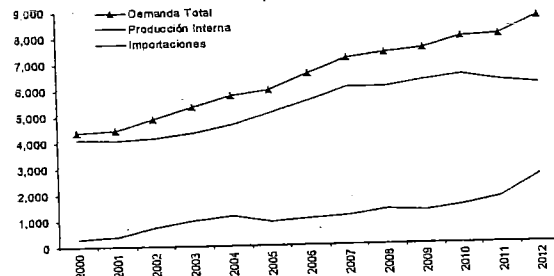
Desde principios de 2012 se ha venido registrando un desabasto de gas natural en México, el cual ha afectado la actividad del sector manufacturero en ciertas regiones del país. Este desabasto parecería haberse originado por la combinación de una creciente demanda por gas natural, al tiempo que la producción doméstica ha caído y la infraestructura para distribuirlo, tanto el producido domésticamente como el importado, llegó a un punto de saturación. En efecto, por una parte se ha observado en los últimos años una mayor demanda por gas natural, lo cual parecería estar asociado a la disminución en los precios del energético proveniente de Estados Unidos, lo que a su vez podría vincularse a la mayor producción de gas de lutitas ("shale gas") en ese país. Por otra parte, se ha observado una falta de inversión en infraestructura en la red de gasoductos de México, de modo que recientemente se alcanzó la capacidad máxima de transporte en la red actual. En ese sentido, existe un problema de "cuellos-de botella" que ocasionó desabasto en la región centro occidente del país entre el primer trimestre de 2012 y el segundo trimestre de 2013. Este problema estuvo exacerbado por una disminución en la producción nacional de gas natural por parte de Pemex, la cual no ha podido compensarse totalmente mediante mayores importaciones provenientes de Estados Unidos, precisamente debido a la falta de infraestructura para distribuirlo (Gráfica 1).

En este contexto, cuando se empezó a resentir el problema de desabasto, Pemex lo administró mediante un sistema de "alertas críticas", que consiste en indicar a las empresas que deberán limitar su consumo de gas natural por el periodo de duración de la alerta. Esta reducción en la disponibilidad del energético afectó la capacidad productiva de la industria manufacturera y, por lo tanto, el nivel de la actividad de la economía en su conjunto sobre todo en el periodo de abril a junio de 2013.

En este recuadro se calcula el impacto que el desabasto de gas natural pudo haber tenido sobre la actividad económica en México. Para ello, se estima un modelo econométrico del comportamiento de la producción manufacturera, en el que se incluye una medida de desabasto como variable independiente adicional a otros determinantes de dicha producción. A partir de los resultados obtenidos se calcula el impacto sobre la economía nacional. Como se verá, las estimaciones sugieren que de no haberse registrado un desabasto de gas natural, la tasa trimestral desestacionalizada del PIB en el segundo trimestre de 2013 podría haber sido de -0.4 por ciento, en lugar del -0.7 por ciento registrado. Así, se estima que el problema de desabasto fue un

determinante importante de la caída del PIB en dicho trimestre. Ahora bien, como se verá más adelante, el problema de desabasto se corrigió temporalmente por medio de las importaciones de gas natural licuado por vía marítima. Por ende, para el tercer trimestre de 2013 se espera que ya no se haya observado una afectación significativa de este problema sobre el PIB.

Gráfica 1
Demanda, Producción e Importaciones de Gas Natural
Millones de pies cúbicos diarios



Fuente: Sistema de Información Energética, Instituto Mexicano del Petróleo, Balance Nacional de Gas Natural, escenario Estrategia Nacional de Energía al 2026.

2. El Desabasto de Gas Natural y las Alertas Críticas

Como se mencionó, la infraestructura con la que cuenta el Sistema Nacional de Gasoductos para distribuir el gas natural no ha sido suficiente para satisfacer la creciente demanda nacional, provocando la necesidad de racionar su consumo. Así, se han emitido alertas críticas desde marzo del año pasado, mediante las cuales Pemex advierte a las empresas que deben reducir su consumo (ver Pemex, 2013). Para estimar el impacto del desabasto de gas natural, en primer lugar se construyó un indicador del grado de desabasto por estado, para cada mes desde enero de 2012 a la fecha. Dicho indicador se elaboró con información de Pemex y de la Comisión de Energía de la Concamin. En específico, se construyó una variable para aproximar el porcentaje del consumo de gas natural que se solicitó a las empresas reducir respecto a su consumo histórico, para cada mes en cada estado de la República. De este modo, en un mes sin racionamiento, el indicador toma valor cero. Si se racionó el gas natural en 10 por ciento del consumo histórico durante 5 días de un mes de 30 días, el indicador toma valor 0.016 (10 por ciento por 5 días entre 30 días del mes).

Destaca de la información disponible que la zona centro occidente es la que se ha visto más afectada por el desabasto de gas natural (Mapa 1). Asimismo, de acuerdo con el promedio entre estados del indicador de desabasto descrito, sobresale que el mayor racionamiento precisamente se registró durante el

segundo trimestre de 2013, mientras que durante el tercer trimestre del año ya no se registraron nuevas alertas críticas (Gráfica 2). De este modo, los mayores efectos sobre la actividad económica tuvieron lugar durante el periodo abril-junio de 2013, a la vez que se prevé que las manufacturas hayan registrado una recuperación en el periodo julio-septiembre como resultado de que se han tomado medidas para atender este problema.

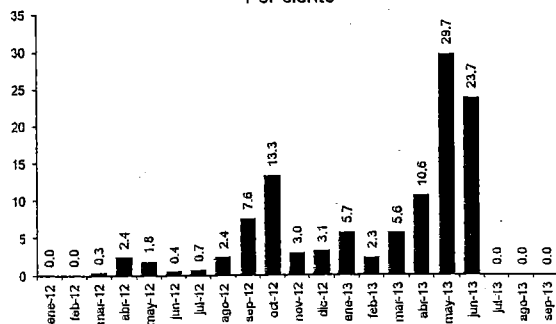
Mapa 1
Esquema del Sistema Nacional de Gasoductos



Fuente: Presidencia de la República, 201.

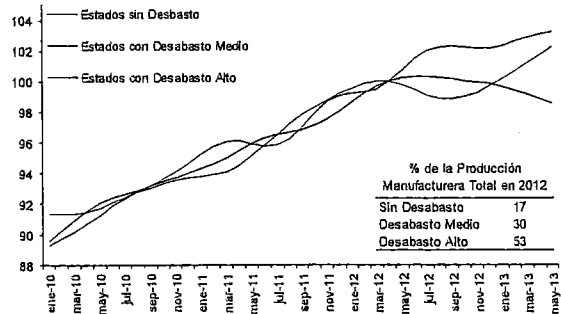
Para mostrar evidencia descriptiva de que el desabasto de gas natural parecería haber impactado la producción manufacturera, en la Gráfica 3 se presenta un índice de producción en este sector para tres grupos de estados: estados con desabasto alto, con desabasto medio y sin desabasto. Como se puede observar, el grupo de estados con desabasto alto es el que registró la desaceleración más pronunciada a partir de la segunda mitad de 2012 y no mostró una recuperación en lo que va de 2013. Esto contrasta con los otros dos grupos, que ya mostraban una tendencia positiva en lo que va de este año. Adicionalmente, cabe señalar que el grupo de desabasto alto tiene una participación mayoritaria en el total de la producción manufacturera, por lo que se estima que la afectación que sufrió se habrá reflejado de manera clara sobre la actividad económica total.

Gráfica 2
Promedio del Indicador de Desabasto entre Estados
Por ciento



Fuente: Cálculos del Banco de México con base en información de Pemex referente a las alertas críticas y de la Concanmin.

Gráfica 3
Producción Manufacturera
Índice abr-2012 = 100
Serie de tendencia



Fuente: Banco de México con datos de INEGI.

Nota: Para calcular la producción manufacturera por estado se utilizó el PIB manufacturero estatal de 2011 y después se le aplicó la variación mensual obtenida de los índices de producción manufacturera por estado divulgados por el INEGI. Se reporta la suma de la producción de todos los estados en cada grupo.

3. Estimación del Impacto del Desabasto de Gas Natural sobre la Actividad Económica

Para evaluar el efecto del desabasto de gas natural sobre la producción manufacturera, se realizó un análisis econométrico con datos de panel por estado por mes desde 2011. En particular, se estimó una regresión en la que el logaritmo del índice de producción manufacturera mensual por estado depende del indicador de desabasto antes descrito, de efectos fijos de estado y de trimestre, y de la interacción del índice de producción industrial de Estados Unidos con variables dicotómicas de los estados. La siguiente ecuación describe el modelo utilizado.

$$\ln(y_{it}) = \phi D_{it} + \beta \ln(ipius_t) \times \pi_i + \gamma \pi_i + \delta T_s + u_{it}$$

Donde:

y es el índice de producción manufacturera por estado i para cada mes t .

D es la medida de desabasto de gas natural.

$ipius$ es el índice de producción industrial de EEUU.

π_i son efectos fijos de estado.

T_s son efectos fijos de trimestre.

u_{it} es el residual.

La estimación utilizando efectos fijos de tiempo y de estado permite controlar por el efecto de una serie de factores que podrían afectar el comportamiento de la producción manufacturera y, con ello estimar con precisión el efecto del desabasto. En particular, los efectos fijos a nivel de estado permiten controlar por características particulares de los estados (observables y no observables) que no cambian en el tiempo y que pudieran afectar a las variables de interés. Por ejemplo, estados con una mala infraestructura en general podrían

ser más propensos a ser afectados por el desabasto. La introducción de efectos fijos permite separar el impacto del desabasto de gas de estos factores estructurales del estado. Por otra parte, los efectos fijos de tiempo permiten controlar por todos los estados a la vez. Se introdujeron efectos a nivel de trimestre por considerar que este periodo refleja de mejor manera el ciclo económico que los cambios que pudieran observarse en un solo mes. Adicionalmente, se controla por la producción industrial de Estados Unidos, dada la importancia de esta variable para determinar la producción en México. Además, se toma en cuenta que no todos los estados de México responden del mismo modo ante fluctuaciones en la actividad económica estadounidense.¹

En el Cuadro 1 se presentan los resultados de la regresión estimada. Como puede observarse, se obtiene un efecto negativo y estadísticamente significativo del desabasto de gas sobre la producción manufacturera.

Cuadro 1
Efecto del Desabasto de Gas Natural sobre la Producción Manufacturera

	ln (Producción Manufacturera)
Desabasto	-0.037*
	(-0.02)
$ln(IPIUS) \times \pi_t$	✓
Efectos Fijos por Estado	✓
Efectos Fijos por Trimestre	✓
Número de Observaciones	928
R-cuadrada	0.942

Errores estándar en paréntesis.
Nivel de significancia: *** 1%, ** 5%, * 10%.

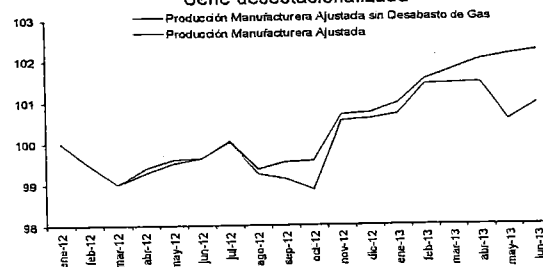
Una vez estimado el modelo econométrico, es necesario realizar algunos cálculos para derivar el efecto sobre el crecimiento del PIB manufacturero y, posteriormente, sobre el PIB total. En primer lugar, se obtuvo para cada estado una serie de producción manufacturera predicha o "ajustada" por el modelo estimado. En segundo lugar, también para cada estado, se estimó la producción manufacturera "ajustada" por el modelo bajo el supuesto de que no hubo desabasto; es decir, suponiendo que la variable D_{it} toma valor cero en todos los casos. De este modo, la diferencia entre ambas series se puede atribuir al efecto del desabasto de gas natural.

Agregando la información a nivel estatal se obtuvo la estimación de la trayectoria del PIB manufacturero nacional que se hubiese observado sin desabasto, la cual se puede comparar con la trayectoria predicha por

¹ La información sobre producción manufacturera a nivel estado se obtuvo del INEGI, mientras que la de producción industrial estadounidense de la Reserva Federal. Todas las series están ajustadas por estacionalidad.

el modelo dado el nivel de desabasto observado.² Estas trayectorias se presentan en la Gráfica 4. La diferencia entre la línea verde (con el desabasto observado) y la línea azul (suponiendo que no hay desabasto) representa la pérdida en producción como consecuencia del desabasto de gas. Con estos resultados puede apreciarse que el mayor efecto del desabasto de gas natural tuvo lugar en el segundo trimestre del año en curso.

Gráfica 4
Producción Manufacturera
Índice base: ene-2012 = 100
Serie desestacionalizada



Fuente: Banco de México con datos de INEGI.

En el Cuadro 2 se reportan las variaciones porcentuales anuales desestacionalizadas del PIB manufacturero estimado bajo los escenarios con y sin desabasto. Como puede observarse, el efecto más importante se registró en el segundo trimestre de 2013. En particular, es posible que a causa del racionamiento de gas natural, la tasa de expansión del sector manufacturero fuera de dos tercios de lo que podría haber alcanzado en ausencia del desabasto de gas natural.

Cuadro 2
Efecto en la Variación Anual de la Producción Manufacturera

	2012-III	2012-IV	2013-I	2013-II	Efecto Promedio
Sector Manufacturero					
Modelo con Desabasto ($\Delta\%$ anual)	2.50	1.31	1.69	1.52	1.75
Modelo sin Desabasto ($\Delta\%$ anual)	2.70	1.85	1.93	2.80	2.22
Diferencia Efecto del Desabasto (pp)	-0.20	-0.34	-0.24	-1.09	-0.47
Efecto sobre el PIB					
Efecto Total sobre el PIB (pp sobre $\Delta\%$ anual a.e.) ^{1/}	-0.07	-0.12	-0.09	-0.40	-0.17
Trayectorias de Tasas Trimestrales a.e. del PIB (%)					
Con Desabasto (Observado)	0.27	0.74	0.03	-0.74	
Sin Desabasto (Contrafactual)	0.34	0.79	-0.01	-0.43	

Fuente: Banco de México con datos de INEGI.

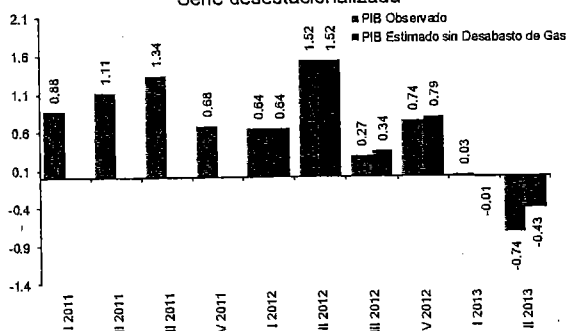
^{1/} Para calcular el efecto del choque en las manufacturas sobre el crecimiento del PIB se utilizó una elasticidad de 0.37, según se estima con el modelo sectorial de la economía que incluye efectos indirectos.

² Al igual que para el caso de la Gráfica 3, la agregación a nivel nacional a partir de las series estatales mensuales no es directa, ya que estas últimas sólo se publican en índices. Para construir el PIB manufacturero a nivel estatal se tomó como base el oficial correspondiente a 2011 y se utilizaron los crecimientos implícitos en los índices de actividad mensuales para cada estado para obtener una estimación del PIB mensual manufacturero estatal. La trayectoria del PIB nacional manufacturero se calculó como la suma de las correspondientes a los estados.

En virtud de que la producción manufacturera se encuentra vinculada con otros sectores productivos, como por ejemplo el comercio y los transportes, un choque negativo sobre este sector tiene efectos indirectos sobre el resto de la actividad económica del país. Con base en los modelos sobre el comportamiento de la economía mexicana utilizados en el Banco de México, se puede cuantificar la interacción entre los diversos sectores de la economía y estimar la elasticidad del PIB total ante cambios en la tasa de crecimiento de las manufacturas.

Así, se construyó una trayectoria del PIB nacional y se calcularon sus tasas de crecimiento trimestral desestacionalizado. Con base en ellas, en el Cuadro 2 y la Gráfica 5 se presentan los resultados de la estimación del efecto del desabasto de gas natural sobre la actividad económica nacional. Se calcula que en el segundo trimestre de 2013 la tasa de crecimiento del PIB en términos trimestrales desestacionalizados hubiera sido de -0.4 por ciento, en lugar de la de -0.7 por ciento observada.

Gráfica 5
PIB Total
Variación porcentual trimestral
Serie desestacionalizada



Fuente: Banco de México con datos de INEGI.

4. Perspectivas

La estimación presentada indica que el desabasto de gas natural representó un obstáculo importante para el crecimiento en el segundo trimestre de 2013. No obstante, el Gobierno Federal ha tomado medidas para mitigar este problema, de modo que en el tercer

trimestre del año ya no se registraron nuevas alertas críticas. Así, se anticipa que el sector manufacturero exhiba una recuperación significativa en el periodo julio-septiembre de 2013, la cual se habrá de reflejar en el crecimiento de la economía en su conjunto.

Una de las principales medidas de corto plazo para enfrentar el problema ha sido la importación de gas natural licuado por vía marítima por Manzanillo. No obstante, su precio es considerablemente más alto, por lo que todavía podría tener efectos sobre la producción, si bien se considera que no de la magnitud que los asociados al desabasto. Por otra parte, la Comisión Federal de Electricidad también se ha visto afectada por las restricciones de capacidad de la infraestructura de gasoductos, lo cual ha elevado los costos de producción de electricidad.

Para el mediano plazo, es necesario incrementar la infraestructura del sistema de gasoductos, de modo que sea posible importar gas natural a precios competitivos. En la "Prospectiva del Mercado de Gas Natural" se proponen avances en esta dirección, entre los que destaca la importancia del proyecto "Los Ramones", el cual contribuirá a proveer de gas natural a la zona centro occidente y solucionar los problemas de "cuellos de botella".

En este contexto, es importante que se avance en las reformas en materia energética, con el fin de que se reduzca la incertidumbre entre los inversionistas en relación a que la expansión de la red de gasoductos se llevará a cabo en plazos adecuados y de que se garantizará el suministro de gas natural. De lo contrario podría desalentarse la inversión en nuevos proyectos productivos.

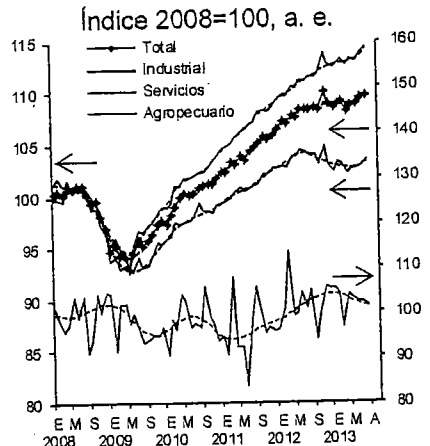
Referencias

- [1]. Pemex (2013), Informe Anual 2012.
- [2]. Concamin (2013), Acuerdo entre industriales y gobierno para garantizar abasto de gas natural, comunicado de prensa, 06-05-2013.
- [3]. Secretaría de Energía (2012), Prospektiva del Mercado de Gas Natural 2012-2026.
- [4]. Secretaría de Energía (2013a), Estrategia Nacional de Energía 2013-2027.
- [5]. Secretaría de Energía (2013b), Reforma Energética.

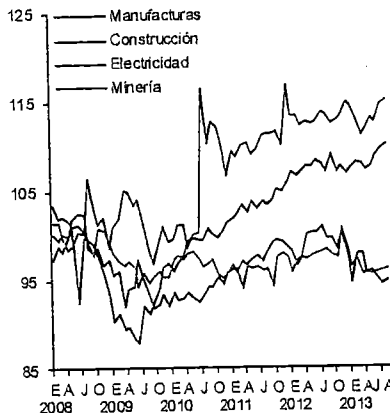
Asimismo, después de la contracción observada en el periodo abril-junio, el sector servicios exhibió una evolución positiva como consecuencia tanto de la expansión de aquellos servicios más relacionados a la demanda externa (comercio y transportes, correos y almacenamiento), como de algunos más asociados a la demanda interna, como fue el caso de los sectores de servicios profesionales, científicos y técnicos; dirección de corporativos y empresas; servicios de apoyo a los negocios; servicios educativos; servicios de salud y de asistencia social; servicios de esparcimiento, culturales y deportivos; y en las actividades gubernamentales (Gráfica 23c).

Gráfica 23
Indicadores de Producción
b) Actividad Industrial
Índice 2008=100, a. e.

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

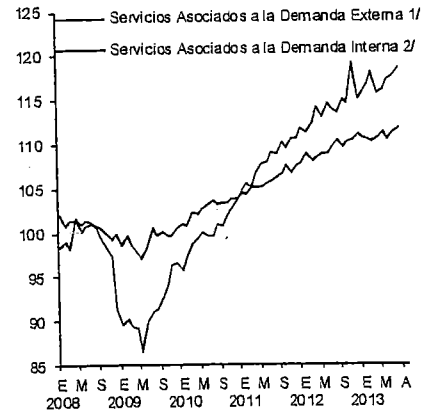


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.



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

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



1/ Incluye los sectores de comercio; transporte, correos y almacenamiento, y servicios de información en medios masivos.

2/ Conformado por los servicios profesionales, científicos y técnicos; la dirección de corporativos; servicios de salud; las actividades gubernamentales; los servicios de esparcimiento y recreativos; los servicios financieros y de seguros; servicios inmobiliarios y de alquileres; servicios de apoyo a los negocios; los servicios educativos; y los servicios de alojamiento temporal y de preparación de alimentos, y otros servicios.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

En el trimestre que se reporta, la actividad agropecuaria se vio afectada negativamente por la presencia de eventos climatológicos en el mes de septiembre, los cuales causaron un incremento en la superficie siniestrada de cultivos del ciclo primavera-verano y de perennes. Lo anterior condujo, en buena medida, a que el sector primario haya presentado una contracción con respecto al trimestre previo con cifras ajustadas por estacionalidad. En este sentido, destacan las caídas en la producción de cebada, tabaco, copra, uva, durazno, avena, arroz, limón, caña de azúcar, guayaba y alfalfa verde. Por su parte, también se registraron reducciones en la producción de leche fresca, carne en canal de bovino y carne de ave. Como ya se dijo en la Sección 2.1, a pesar de dichas afectaciones, en general el impacto de estos eventos sobre el nivel de precios ha sido muy limitado. Asimismo, se estima que el efecto sobre el nivel de la actividad económica total también habrá sido relativamente bajo.

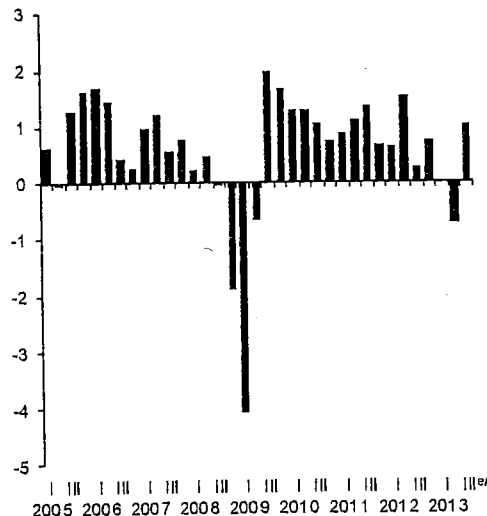
Reflejando los resultados anteriores, para el tercer trimestre de 2013 se estima un crecimiento trimestral desestacionalizado del PIB de alrededor de 1.0 por ciento (Gráfica 24a), el cual se compara con las variaciones de 0.03 y -0.74 por ciento registradas en los dos trimestres previos. Lo anterior implicaría una variación anual en términos desestacionalizados de 1.2 por ciento en el tercer trimestre del año en curso (0.3 por ciento en el segundo trimestre). Con datos sin

el
la
is
os
s;
le
as

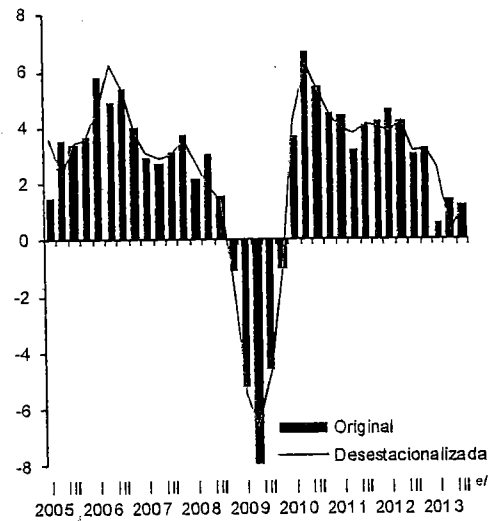
desestacionalizar (Gráfica 24b), se estima una variación anual del PIB de 1.2 por ciento en el trimestre de referencia (1.5 por ciento en el trimestre anterior, cifra que se encuentra afectada al alza por el hecho de que en 2013 la Semana Santa se celebró en marzo, mientras que en 2012 fue en abril).

Gráfica 24
Producto Interno Bruto

a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a. e.



b) Variaciones Anuales
Por ciento



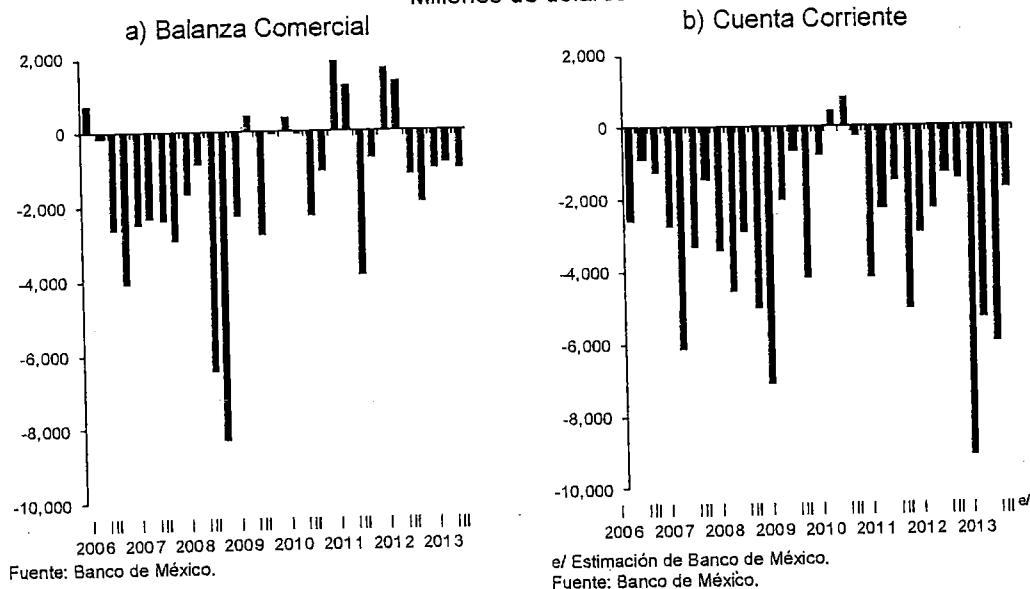
a. e. / Cifras con ajuste estacional.

e/ Estimación de Banco de México.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. Desestacionalización del tercer trimestre de 2013 efectuada por el Banco de México.

En cuanto a las cuentas externas del país, los datos más recientes indican que en el periodo julio-septiembre de 2013 la cuenta corriente habrá presentado un déficit moderado y que el país continuó captando recursos a través de la cuenta financiera suficientes para el financiamiento holgado de dicho déficit (Gráfica 25a y Gráfica 25b).

Gráfica 25
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
 Millones de dólares



3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

En el tercer trimestre de 2013, se observó una recuperación de las fuentes de recursos financieros de la economía, luego de la moderación que registraron en el trimestre previo. Este mayor crecimiento fue resultado principalmente del aumento en el saldo de las fuentes internas de recursos, puesto que las fuentes externas presentaron un menor ritmo de crecimiento respecto al trimestre anterior. La disponibilidad de recursos permitió que continuara incrementándose el saldo del financiamiento al sector privado no financiero, observándose una expansión de la cartera de crédito interno y la actividad en los mercados de valores.

En lo referente a las fuentes de recursos financieros de la economía, en el tercer trimestre de 2013 la base monetaria presentó una gradual recuperación en su tasa de crecimiento, de tal forma que en septiembre registró una variación nominal anual promedio de 5.2 por ciento, cifra superior a la de 3.6 por ciento observada en promedio para el mes de junio de este año.⁵ Este mayor ritmo de expansión de la base monetaria continuó en octubre, cuando este agregado mostró una variación nominal anual promedio aún mayor de 5.8 por ciento.⁶ Dicho crecimiento obedeció a que se ha disipado gradualmente el efecto base de comparación, asociado al incremento significativo en la demanda de billetes y monedas que suele suceder en el periodo previo a la celebración de elecciones federales, tal como se observó en el segundo trimestre de 2012. Adicionalmente,

⁵ La base monetaria se define como el saldo de billetes y monedas en circulación más los depósitos bancarios en el Banco de México.

⁶ Variaciones calculadas con base en el promedio mensual de saldos diarios.

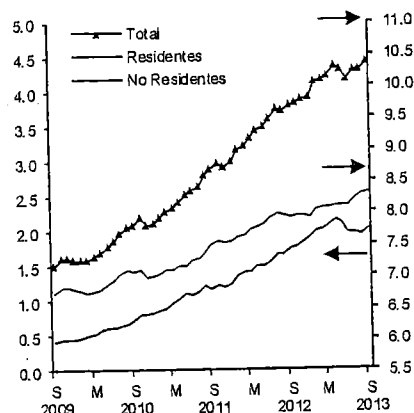
el crecimiento de la base monetaria en el trimestre que se reporta también estuvo vinculado a la incipiente mejoría de la actividad económica.

El ahorro financiero –definido como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público– presentó un repunte en su crecimiento (Gráfica 26a). En relación a sus componentes, el de residentes observó un aumento en su saldo con respecto al trimestre previo (Gráfica 26a y Gráfica 26c). Este comportamiento estuvo explicado por el crecimiento del saldo del ahorro financiero voluntario, particularmente por la mayor tenencia de instrumentos a plazo. Por su parte, el saldo del ahorro financiero obligatorio presentó un ligero incremento. El saldo de los fondos para la vivienda registró un aumento en el tercer trimestre, mientras que el saldo de los fondos para el retiro registró una recuperación en septiembre influida por el incremento en la valuación de su cartera de instrumentos de deuda gubernamental, debido a la reducción de las tasas de interés de mediano y largo plazo en dicho mes. Con ello, se detuvo la tendencia a la baja que había presentado este agregado desde mayo de este año.

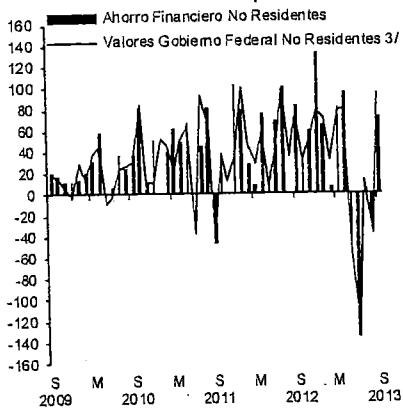
En contraste, el ahorro financiero de no residentes ha mostrado en meses recientes menores tasas de crecimiento (Gráfica 26a y Gráfica 26b). Esto obedece principalmente a dos factores. Primero, posterior a un vencimiento programado de bonos a tasa fija el 20 de junio de 2013, en julio y agosto la reconstitución de la tenencia de dichos títulos en poder de no residentes fue más lenta en comparación a episodios similares observados en el pasado reciente. Adicionalmente, los incrementos en las tasas de interés de mediano y largo plazo provocaron una reducción en la valuación de los títulos de dichos plazos en poder de no residentes. Ambos factores están vinculados a la volatilidad que han presentado las tasas de interés domésticas. No obstante el menor dinamismo mencionado, al cierre de septiembre se observó un saldo mayor en la tenencia de instrumentos gubernamentales por parte de no residentes al registrado en abril, previo al periodo de volatilidad en los mercados financieros. Lo anterior subraya la confianza de los inversionistas institucionales en la economía nacional y en el perfil de deuda local de mayor plazo.

Gráfica 26
Indicadores de Ahorro Financiero

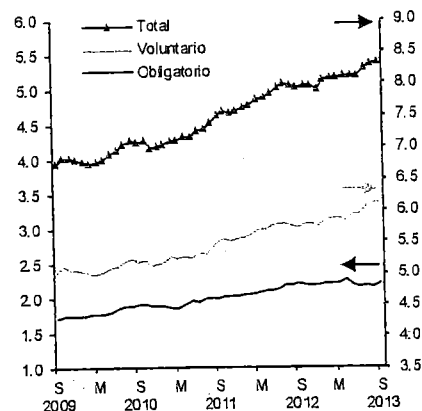
a) Ahorro Financiero Total ^{1/2/}
Billones de pesos
de septiembre de 2013, a. e.



b) Ahorro Financiero y Tenencia de Valores Gubernamentales de No Residentes
Variación mensual en miles de millones de pesos



c) Ahorro Financiero Residentes ^{1/2/}
Billones de pesos
de septiembre de 2013, a. e.



Fuente: Banco de México.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

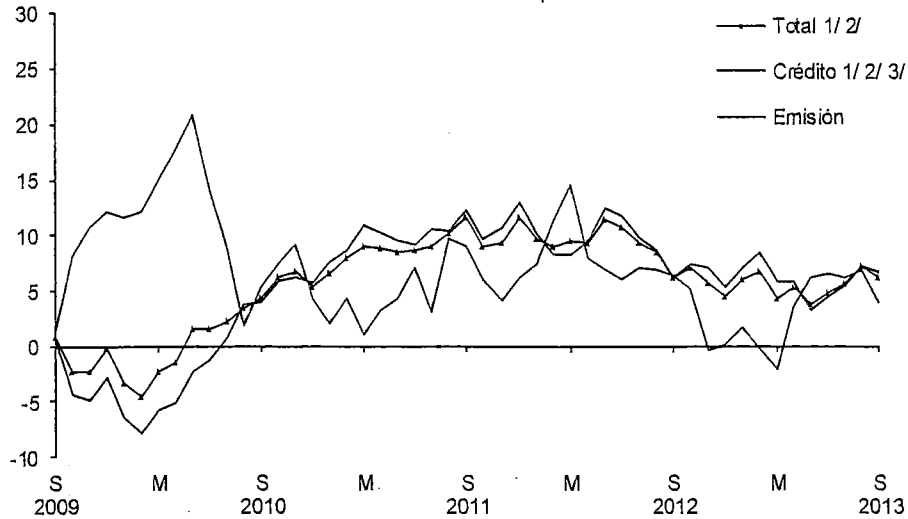
2/ Las cifras están ajustadas para excluir el impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE.

3/ La tenencia de valores gubernamentales está expresada a valor de mercado.

En relación a la utilización de recursos financieros en la economía, el saldo del financiamiento canalizado al sector privado presentó un crecimiento similar al observado en el trimestre previo. El financiamiento a las empresas privadas no financieras siguió expandiéndose en el periodo que se reporta, debido tanto al incremento en el crédito directo interno como a la emisión de deuda (Gráfica 27). En lo que respecta al mercado de crédito, los recursos otorgados por la banca comercial aumentaron con mayor dinamismo al observado en el segundo trimestre del año (Gráfica 28a). La expansión de esta cartera se ha reflejado en una mayor canalización de recursos, tanto a las empresas de menor tamaño como a las grandes, si bien la cartera de las primeras continuó creciendo a un mayor ritmo. En este contexto, las tasas de interés de los créditos a las empresas se mantuvieron estables (Gráfica 28b). Por su parte, los índices de morosidad correspondientes mostraron un incremento, lo cual obedeció a problemas de impago de un grupo reducido de empresas, principalmente relacionadas con la construcción de vivienda, y no a un deterioro generalizado de esta cartera (Gráfica 28c).

El crédito de la banca de desarrollo a las empresas mantuvo su ritmo de expansión a tasas relativamente elevadas durante el tercer trimestre del año (Gráfica 28a). La ampliación de esta cartera de crédito se dio a mayores tasas de interés, si bien éstas presentan cierta volatilidad (Gráfica 28b). Como en el caso de la cartera de crédito de la banca comercial a las empresas, durante el periodo reportado la calidad de esta cartera registró un deterioro asociado a los problemas del mismo grupo de empresas que no cumplió con la liquidación de sus adeudos con la banca comercial (Gráfica 28c).

Gráfica 27
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras
 Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

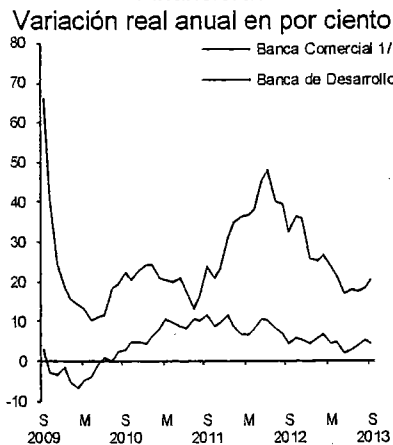
1/ Estas cifras son afectadas por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a Sofom No Reguladas.

2/ A partir de febrero de 2009, los datos son afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.

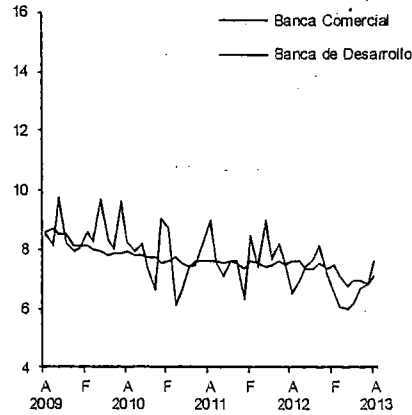
3/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de otros intermediarios financieros no bancarios.

Gráfica 28
Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras

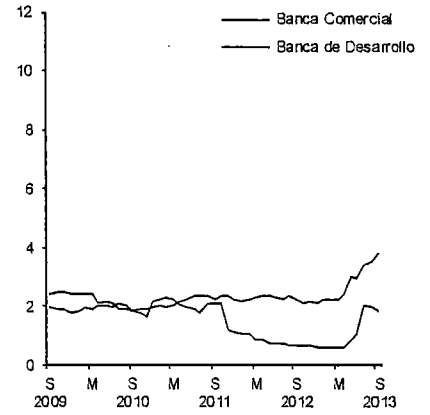
a) Crédito Vigente de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras



b) Tasas de Interés de Nuevos Créditos de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras^{2/}
 Por ciento



c) Índices de Morosidad del Crédito de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras^{3/}
 Por ciento



Fuente: Banco de México.

1/ A partir de febrero 2009, los datos son afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.

2/ 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.

3/ El Índice de Morosidad (IMOR) se define como la cartera vencida entre la cartera total.

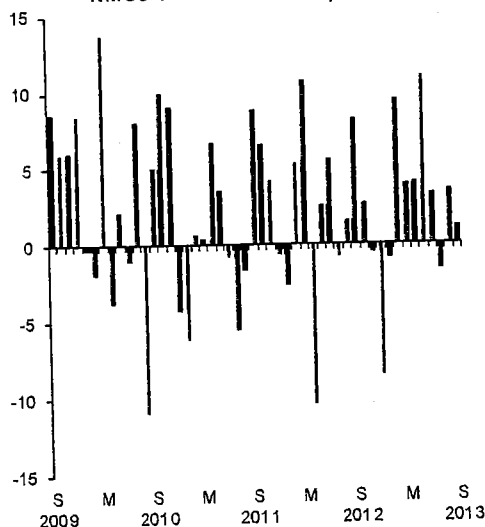
En los mercados de deuda, la colocación de valores de las empresas privadas siguió incrementándose en el tercer trimestre de 2013, destacando la emisión de deuda en los mercados internacionales. El incremento en la emisión de deuda

externa obedeció en buena medida a que algunas empresas sustituyeron parte de sus pasivos bancarios y de deuda internos por pasivos en el exterior. Así, la colocación neta de deuda interna de mediano plazo fue menor a la observada en el trimestre previo (Gráfica 29a). En julio-septiembre de 2013, la colocación neta de deuda de mediano plazo fue por un monto de 3.1 miles de millones de pesos, resultado de colocaciones brutas por 13.7 miles de millones de pesos y amortizaciones por 10.6 miles de millones de pesos, de los cuales 4.7 miles de millones de pesos correspondieron a prepagos de deuda. Estas colocaciones tuvieron lugar en un contexto de condiciones favorables en términos de los plazos de vencimiento y de las tasas de interés. El plazo promedio de vencimiento de los valores de empresas privadas de mediano plazo fue de alrededor de seis años, y sus tasas de interés se contrajeron en septiembre en congruencia con la reducción de las tasas de interés de los valores gubernamentales de mediano y largo plazo. Por su parte, las tasas de interés de las colocaciones de valores privados de corto plazo también registraron una disminución en septiembre, respondiendo a la disminución de 25 puntos base del objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día por parte del Banco de México (Gráfica 29b).

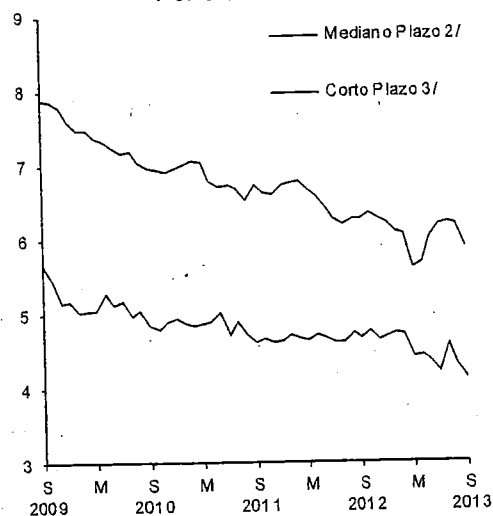
Gráfica 29

Empresas Privadas No Financieras

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



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

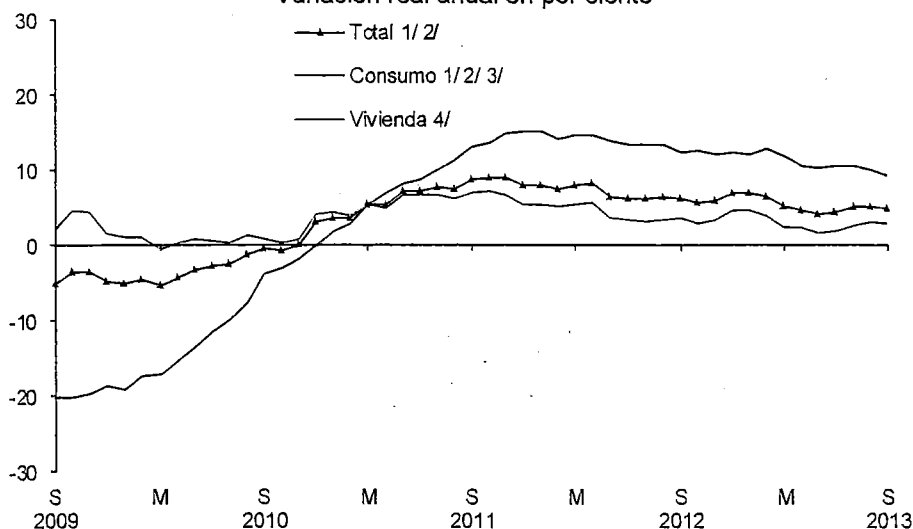


Fuente: Banco de México, con información de Valmer e Indeval.
1/ Colocaciones menos amortizaciones en el mes (vencimientos y prepagos).
2/ Colocaciones con un plazo mayor a un año.
3/ Colocaciones con un plazo de hasta un año.

En lo referente al crédito a los hogares, éste se incrementó en el tercer trimestre del año con un dinamismo mayor al que se registró en el trimestre previo. Ello fue resultado principalmente de la ampliación de la cartera de crédito hipotecario, a la vez que el crédito al consumo se expandió a un ritmo similar al del trimestre anterior (Gráfica 30). Así, en julio-septiembre, el crédito a los hogares se expandió a una tasa de crecimiento real anual promedio de 5.1 por ciento, en comparación con el 4.5 por ciento observado en el segundo trimestre del año. Al interior de esta cartera, los segmentos de consumo y vivienda se incrementaron a

tasas reales anuales de 10.1 y 2.9 por ciento durante julio-septiembre, mientras que en abril-junio lo hicieron en 10.5 y 1.9 por ciento, respectivamente.⁷

Gráfica 30
Crédito a los Hogares
Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

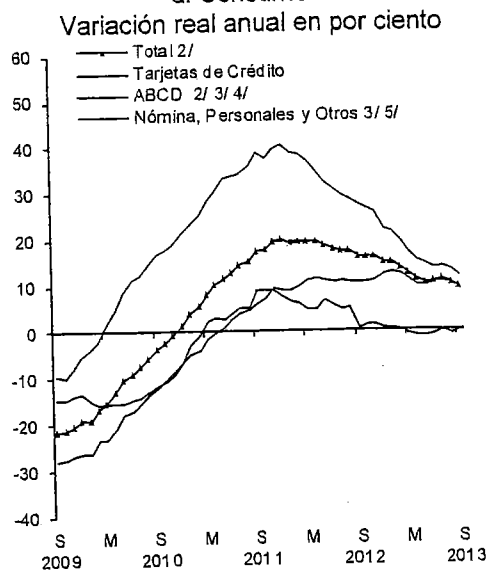
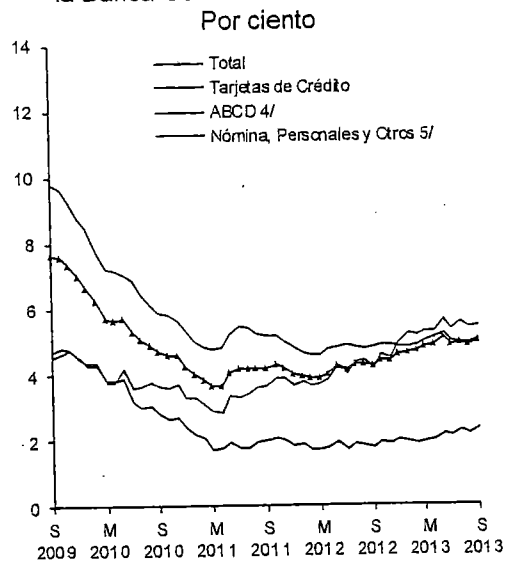
- 1/ A partir de febrero de 2009, los datos son afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.
- 2/ Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las sofomes reguladas subsidiarias de la banca comercial.
- 3/ 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.
- 4/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, Infonavit, Fovissste, y otros intermediarios financieros no bancarios.

El crédito de la banca comercial al consumo mantuvo su ritmo de expansión en el tercer trimestre de 2013. La estabilidad de las tasas de crecimiento del crédito al consumo se observó de manera generalizada prácticamente en todos los segmentos (Gráfica 31a). Destaca que el crédito de nómina, que había presentado una gradual desaceleración en su crecimiento desde 2011, pareció haber estabilizado su tasa de expansión en el tercer trimestre. En lo que respecta al segmento de tarjeta de crédito, éste continuó incrementándose en el tercer trimestre con el mismo dinamismo observado desde 2012, en tanto que la cartera de crédito de ABCD se mantuvo prácticamente sin cambios. En este contexto, las tasas de interés y los índices de morosidad correspondientes se mostraron estables, incluyendo la cartera de créditos personales, que hasta el segundo trimestre del año había venido mostrando cierto deterioro en su índice de morosidad (Gráfica 31b).

⁷ La estadística del crédito a la vivienda es afectada por la conversión de sofoles a sofomes no reguladas, ya que después de dicha conversión no es posible dar seguimiento al crédito otorgado por estas instituciones. Al controlar por esto último, las tasas de crecimiento reales anuales del crédito a la vivienda y a los hogares en julio-septiembre serían de 4.2 y 6.2 por ciento, respectivamente.

Gráfica 31

Crédito de la Banca Comercial al Consumo

a) Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo ^{1/}b) Índice de Morosidad del Crédito de la Banca Comercial al Consumo ^{1/ 6/}

Fuente: Banco de México.

1/ Incluye la cartera de crédito de las sofores reguladas de tarjetas de crédito: Tarjetas Banamex, Santander Consumo, Ixe Tarjetas y Sociedad Financiera Inbursa. A partir de febrero de 2009, los datos son afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.

2/ Entre junio de 2010 y mayo de 2011, las cifras se ajustan para no ser distorsionadas por la compra de cartera automotriz de una institución bancaria.

3/ A partir de julio de 2011, las cifras se ajustan para no ser 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.

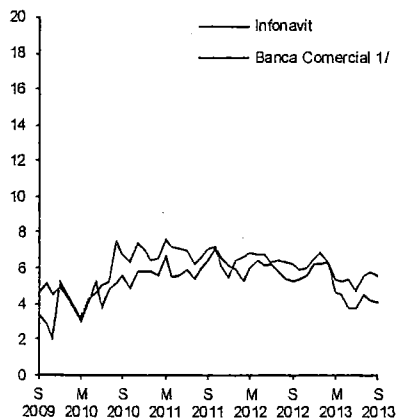
5/ Otros se refiere a créditos para operaciones de arrendamiento capitalizable y otros créditos al consumo.

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

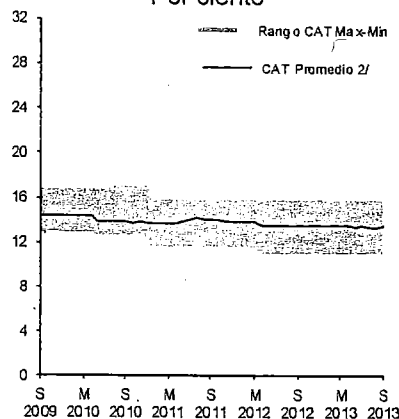
El crédito para la adquisición de vivienda se expandió en el trimestre de referencia a tasas mayores a las observadas en el trimestre previo. La ampliación de esta cartera obedeció al crecimiento de los préstamos hipotecarios del Infonavit y de la banca comercial (Gráfica 32a). En particular, la implementación reciente de productos hipotecarios con tasas promocionales por parte de la banca comercial parecería haber tenido un impacto al alza en la colocación de nuevos créditos en este segmento. En este entorno, las tasas de interés del total de la cartera continúan en niveles bajos, habiendo incluso registrado en meses recientes una modesta disminución, al tiempo que los índices de morosidad se han mantenido estables (Gráfica 32b y Gráfica 32c).

Gráfica 32
Crédito a la Vivienda

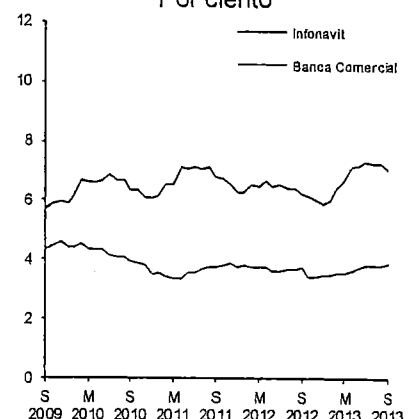
a) Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento



b) Costos del Crédito de la Banca Comercial a la Vivienda
Por ciento



c) Índices de Morosidad del Crédito a la Vivienda^{3/}
Por ciento



Fuente: Banco de México.

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/ Promedio simple del indicador que resume el costo anual total del crédito (CAT) para un producto hipotecario estándar.

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

En suma, el análisis de las fuentes y los usos de recursos financieros hasta el tercer trimestre del año sugiere un menor dinamismo respecto de lo observado en el año previo. En particular, el menor ritmo de expansión de las fuentes de financiamiento en lo que va de 2013 se ha visto reflejado en un menor flujo de financiamiento al sector privado no financiero. Teniendo en consideración lo anterior, en el Cuadro 2 se presenta una estimación de la evolución de las fuentes y usos de recursos financieros con base en un ejercicio de programación financiera para 2013, 2014 y 2015, con el fin de analizar las posibles presiones de financiamiento a los distintos sectores de la economía. Dicho ejercicio contempla las previsiones macroeconómicas y del entorno internacional descritas en este Informe.

Considerando la evolución observada de las fuentes de recursos financieros hasta el tercer trimestre del año, se espera que para el cierre de 2013 éstas se sitúen en 7.1 por ciento del PIB (Cuadro 2). Ello representaría una disminución con relación a lo observado en los últimos tres años, en los que se alcanzaron consistentemente flujos equivalentes a entre 9 y 10 por ciento del producto. Esta disminución esperada en las fuentes de recursos obedece principalmente a la evolución de las fuentes externas que, si bien han continuado fluyendo hacia México, han observado un menor dinamismo respecto a años anteriores como consecuencia de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, lo que ha derivado en un menor flujo de capitales hacia las economías emergentes en general.

Por el lado de los usos de recursos financieros, se espera que en 2013 el flujo de financiamiento al sector privado no financiero se sitúe en 2.7 por ciento del producto, una reducción respecto a lo observado en los dos años anteriores, cuando dicho flujo fue superior a 3 por ciento del PIB. Esta disminución obedece a la reducción en las fuentes ya mencionada. Sin embargo, este ajuste en el

financiamiento al sector privado se espera sea de menor magnitud que la reducción en la disponibilidad de recursos, ya que para 2013 se prevé que los recursos destinados al sector público (Requerimientos Financieros del Sector Público, (RFSP)) sean de menor cuantía que los del año anterior debido al proceso de consolidación fiscal propuesto para este año, y a una menor acumulación de reservas internacionales (Cuadro 2).

Para 2014, de acuerdo con las últimas previsiones sobre la posible evolución de las fuentes y los usos de recursos financieros, se esperaría una reducción adicional en el flujo de financiamiento al sector privado no financiero de 2.7 a 2.3 puntos del producto. Ello, a pesar de que se espera, a su vez, un incremento en las fuentes de financiamiento de 0.9 puntos del producto. La disminución en los recursos financieros canalizados al sector privado obedece en lo principal al incremento esperado en el financiamiento al sector público, de acuerdo al Paquete Económico aprobado para 2014, de 3.2 a 4.4 puntos del PIB.

Para 2015, si bien aún se prevé un panorama similar al de 2014 por el lado de las fuentes internas de recursos, existen riesgos de que éstas puedan ser menores en su componente externo derivado del posible proceso de retiro de estímulo monetario en las principales economías avanzadas. Por el lado de la utilización de recursos, continuarían siendo elevados los requerimientos de financiamiento del sector público (3.9 por ciento del producto), limitando con ello los recursos destinados al sector privado. Esto resalta la importancia de que se cumpla la trayectoria de déficits públicos propuesta por el Gobierno Federal, que considera disminuciones en éstos a partir de 2015 hasta alcanzar un déficit público sin inversión de Pemex de cero en 2017, ya que ello además de garantizar la sostenibilidad de la deuda pública, permitiría la canalización de mayores recursos al sector privado. En este sentido, debe destacarse el fortalecimiento de los mecanismos de presupuestación y ejecución del gasto que resultó de las modificaciones recientemente aprobadas a la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

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

	Flujos Anuales								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013 ^{e/}	2014 ^{e/}	2015 ^{e/}	
Total de Recursos	5.9	4.0	9.3	10.0	10.0	7.1	8.0	7.6	
Fuentes Internas	5.5	3.4	4.1	5.7	4.4	4.4	4.9	5.2	
M4 Voluntario	4.2	1.7	2.7	4.2	3.0	3.6	3.6	3.9	
M4 Obligatorio ^{1/}	1.3	1.7	1.5	1.5	1.4	0.7	1.3	1.3	
Fuentes Externas	0.5	0.6	5.2	4.3	5.6	2.7	3.1	2.4	
M4 no Residentes	0.5	0.5	2.9	3.0	4.5	1.4	1.7	1.1	
Valores y Crédito del Exterior ^{2/}	0.0	0.2	2.3	1.3	1.1	1.4	1.5	1.3	
Total de Usos	5.9	4.0	9.3	10.0	10.0	7.1	8.0	7.6	
Reserva Internacional ^{3/}	0.7	0.5	2.2	2.4	1.8	1.1	1.4	1.2	
Financiamiento al Sector Público	1.8	3.4	3.8	3.0	3.7	3.2	4.4	3.9	
Requerimientos Financieros del Sector Público ^{4/}	1.6	2.6	3.4	2.7	3.2	2.9	4.1	3.6	
Estados y Municipios	0.2	0.8	0.4	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	
Financiamiento al Sector Privado	2.0	0.0	2.5	3.5	3.2	2.7	2.3	2.6	
Externo	0.0	-0.4	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7	
Interno ^{5/}	2.0	0.4	2.0	2.8	2.4	1.9	1.6	1.9	
Otros conceptos ^{6/}	1.4	0.2	0.8	1.1	1.4	0.1	-0.1	-0.1	

Fuente: Banco de México.

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 2012, los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) corresponden a los datos reportados por la SHCP. De 2013 a 2015, los RFSP como porcentaje del PIB se obtienen del Paquete Económico 2014. 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). Incluye programas de reestructura.

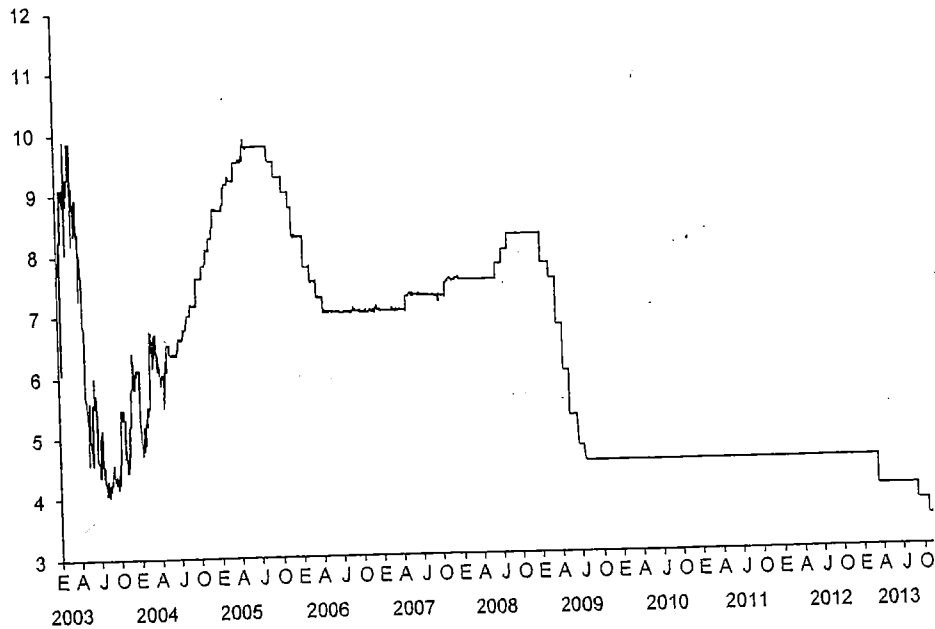
6/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del INFONAVIT, así como pasivos no monetarios del IPAB, entre otros conceptos.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

La evolución de la inflación ha sido congruente con el proceso de convergencia hacia el objetivo del 3 por ciento. En particular, mientras la inflación general ha venido disminuyendo en los últimos años, la inflación subyacente ha alcanzado niveles históricamente bajos. Para lograr lo anterior ha sido de fundamental importancia la respuesta del Instituto Central ante los diversos choques a los que se ha enfrentado la economía mexicana. En particular, las acciones del Banco de México han impedido efectos de segundo orden ante los ajustes en precios relativos que han afectado a la inflación en los últimos años. Lo anterior ha conlucido a que las expectativas de inflación permanezcan ancladas y se vean cada vez menos afectadas por perturbaciones de oferta.

Durante el periodo que cubre este Informe, la postura de política monetaria fue congruente con la convergencia eficiente de la inflación hacia el objetivo del 3 por ciento, es decir, al menor costo posible para la sociedad en términos de actividad económica. En particular, la Junta de Gobierno decidió mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 4.0 por ciento durante la reunión de julio y disminuir dicho objetivo en 25 puntos base en septiembre y en octubre para ubicarlo en 3.50 por ciento (Gráfica 33).

Gráfica 33
Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día ^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} 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 ello destacan:

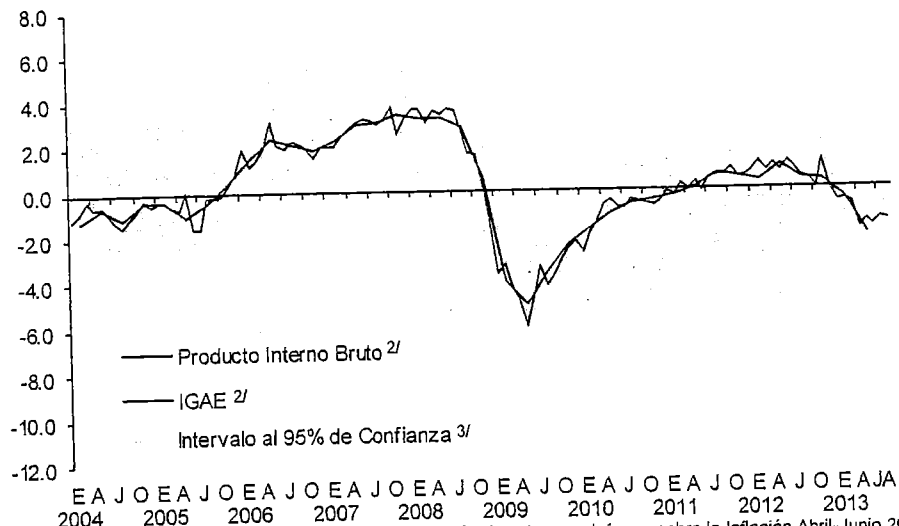
- a) Que en el segundo trimestre del año el debilitamiento en la actividad económica fue generalizado y más rápido que lo anticipado, lo que dio lugar a una contracción del producto en el trimestre y a un aumento significativo en la holgura en la economía.
- b) Que se anticipa que prevalecerán condiciones de holgura en la economía por un periodo prolongado.
- c) Que en los últimos meses la inflación ha presentado una reducción mayor a la prevista, asociada en parte a la mayor holgura en la economía. Lo anterior se ha reflejado principalmente en el hecho de que el componente subyacente se ha mantenido cerca de sus niveles mínimos históricos.
- d) Que el incremento en la inflación no subyacente que se presentó a principios de este año fue efectivamente transitorio, como se había previsto.
- e) Que no se anticipa que el paquete fiscal para 2014 vaya a tener un impacto significativo sobre la inflación y que en todo caso sería transitorio.
- f) Que las expectativas de inflación se han mantenido estables, a pesar del ligero incremento de las correspondientes a 2014 asociado a los posibles efectos de las modificaciones fiscales, y que no hay evidencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía toda vez que las correspondientes a un horizonte de mediano y largo plazo se han mantenido sin cambios.
- g) Que el ajuste en los mercados financieros nacionales producto de la ya mencionada incertidumbre respecto a la política monetaria en Estados Unidos se ha dado de manera ordenada, gracias al anclaje de las expectativas de inflación.

Ante el debilitamiento de la actividad económica y en un entorno de inflación baja, el Instituto Central implementó ajustes a la baja en la tasa de referencia en septiembre y en octubre sin que ello comprometiera el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento. Cabe destacar que dichos ajustes en el objetivo para la tasa de referencia obedecieron a factores tanto domésticos como externos y que se pudieron instrumentar a pesar de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Ello muestra que la política monetaria en México ha contado con mayores grados de libertad para aplicar una política contracíclica, sin poner en riesgo el control de la inflación. Este mayor margen de maniobra ha resultado de haber implementado políticas congruentes con un entorno macroeconómico estable y de los logros estructurales en el combate a la inflación en la última década.

La evolución reciente de la economía, junto con la holgura que continúan mostrando los principales mercados de insumos, han conducido a que no se hayan registrado presiones de demanda sobre el nivel general de precios ni sobre las cuentas externas. En particular:

- a) Dada la profunda desaceleración presentada desde la segunda mitad de 2012 y, en particular, en el segundo trimestre de 2013, la brecha del producto se tornó más negativa (Gráfica 34). En este contexto, dicha brecha continuó en terreno negativo a pesar del incipiente repunte de los niveles de actividad observado en el tercer trimestre.⁸

Gráfica 34
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.

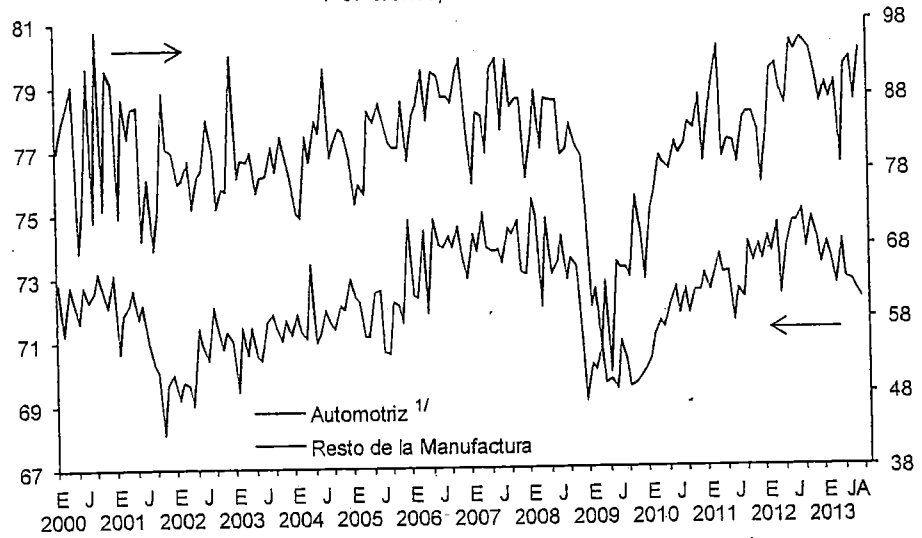


1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2009, Banco de México, pág. 74.
 2/ Cifras del PIB al segundo trimestre de 2013, cifras del IGAE a agosto de 2013.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
 Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

- b) Asimismo, los indicadores de la capacidad instalada utilizada en el sector manufacturero sugieren que, sin considerar al sector automotriz, el resto del sector manufacturero en su conjunto ha presentado una gradual disminución en la utilización de su planta productiva desde la segunda mitad de 2012 (Gráfica 35).

⁸ 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.

Gráfica 35
Uso de la Capacidad Instalada: Sector Manufacturero
 Por ciento, a. e.

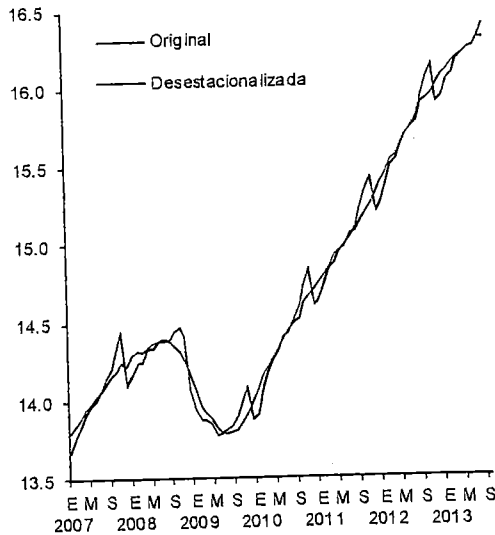


1/ Esta serie no presenta un patrón estacional.
 a. e. / Cifras con ajuste estacional.
 Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero, Banco de México.

- c) A pesar de que el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó exhibiendo una tendencia positiva en el tercer trimestre del año en curso (Gráfica 36a), el mercado laboral continúa mostrando holgura. En efecto, si bien las tasas de desocupación nacional y urbana presentaron menores niveles que en la primera mitad de 2013, estas tasas, así como la de subocupación, aún se encuentran por encima de los niveles registrados antes de la crisis de 2008 (Gráfica 36b).

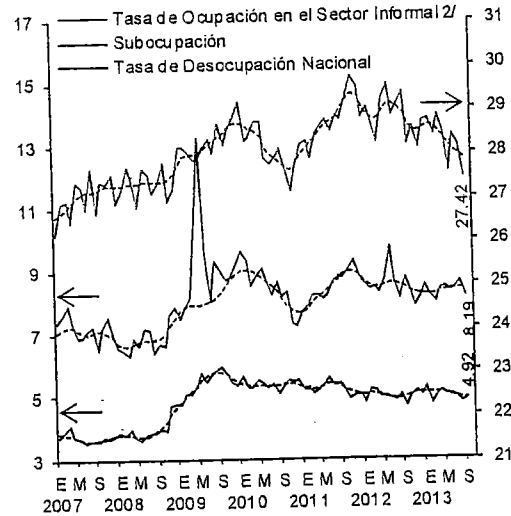
Gráfica 36
Indicadores del Mercado Laboral

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{1/}
Millones de personas



1/ Permanentes y eventuales urbanos.
Fuente: IMSS. Desestacionalización efectuada por Banco de México.

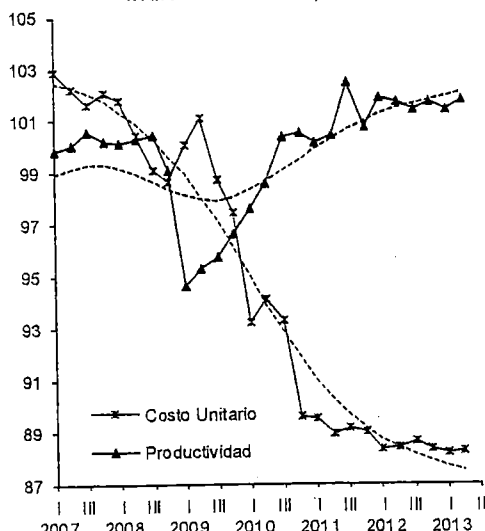
b) Tasas de Desocupación y Subocupación y Tasa de Ocupación en el Sector Informal
Por ciento, a. e.



2/ Datos desestacionalizados por Banco de México.
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

- d) La holgura en el mercado laboral ha contribuido a la moderación de las variaciones reportadas por los principales indicadores salariales de la economía (ver Sección 2.2). Lo anterior, junto con la tendencia que ha mostrado la productividad media del trabajo, condujo a que los costos unitarios de la mano de obra hayan permanecido en niveles bajos (Gráfica 37).
- e) La evolución reciente de diversos indicadores en los mercados de deuda y crédito al sector privado no financiero apuntan a la ausencia de indicios de presiones en dichos mercados.
- f) Como ya se mencionó, se estima que el déficit de la cuenta corriente haya presentado niveles moderados en el tercer trimestre de 2013 y que la economía habrá captado recursos financieros del exterior suficientes para financiarlo de manera holgada.

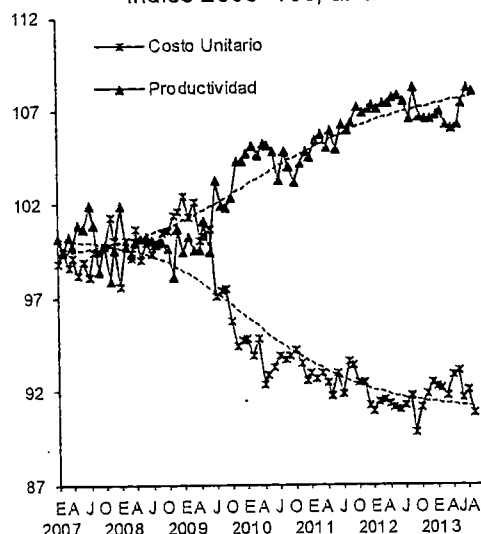
Gráfica 37
Productividad^{1/} y Costo Unitario de la Mano de Obra
 a) En la Economía Índice 2008=100, a. e.
 b) En el Sector Manufacturero Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional. 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. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

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.

La evolución de las expectativas de inflación subraya el anclaje del proceso inflacionario en México. De acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, durante el periodo que cubre este Informe la mediana de las expectativas de inflación para el cierre de 2013 disminuyó de 3.80 a 3.50 por ciento entre las encuestas de junio y octubre. Con ello, ésta se ubicó incluso por debajo de los niveles registrados antes de la ocurrencia de ciertos choques transitorios que afectaron la inflación no subyacente (Gráfica 38a). Al respecto conviene señalar que los fenómenos meteorológicos en varias regiones del país a mediados de septiembre tampoco tuvieron efectos importantes sobre las expectativas de inflación. De hecho entre las encuestas de septiembre y octubre, la mediana de las expectativas de inflación para el cierre de 2013 disminuyó de 3.59 a 3.50.⁹ Así, entre junio y octubre, la mediana de las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2013 mantuvo su tendencia descendente al pasar de 3.10 a 2.82 por ciento en el periodo referido. Por su parte, la expectativa de la inflación no subyacente implícita en las medianas anteriores también disminuyó de 6.20 a 5.83 por ciento.¹⁰

⁹ Incluso en la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex del 22 de octubre ya se había observado una disminución en la expectativa de inflación general para el cierre de 2013 de 3.69 a 3.53 por ciento con respecto a la encuesta del 7 de octubre.

¹⁰ De acuerdo con la Encuesta de Banamex, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2013 disminuyó de 3.90 a 3.53 por ciento entre las encuestas del 20 de junio y 22 de octubre del 2013. Esto fue resultado de una reducción en las medianas de las expectativas de inflación

En lo que se refiere a las expectativas de inflación para el cierre de 2014, la mediana registró un ajuste al alza al pasar de 3.60 a 3.76 por ciento entre junio y octubre. Este incremento se dio en gran medida a raíz de los posibles efectos de las modificaciones impositivas para 2014 sobre la inflación. A pesar de lo anterior, estas expectativas, aun con el posible efecto de los cambios impositivos, permanecen claramente por debajo de 4 por ciento. En particular, durante el periodo referido, el aumento en la expectativa de inflación general fue resultado de un incremento en la mediana de las expectativas de la inflación subyacente de 3.20 a 3.28 por ciento, así como de un aumento en la expectativa de la inflación no subyacente implícita en dichas medianas de 4.97 a 5.42 por ciento.¹¹

Por su parte, las expectativas de inflación para 2015 y en general para horizontes de largo plazo se han mantenido estables alrededor de 3.50 por ciento, lo que confirma que el efecto de la reforma fiscal sobre la inflación previsto por los analistas económicos es transitorio (Gráfica 38b). Incluso conviene destacar que, con base en el Paquete Económico recientemente aprobado, se anticipa que a partir de 2015 los precios de las gasolinas se ajustarán con base en la inflación esperada, por lo que se prevé que las expectativas correspondientes a 2015 y años subsecuentes se ajusten a la baja (ver Recuadro 3).

subyacente para el mismo horizonte de 3.20 a 2.87 por ciento, mientras que la expectativa de inflación no subyacente implícita en las medianas anteriores disminuyó de 6.30 a 5.79 por ciento.

¹¹ Con base en la Encuesta de Banamex, la mediana de las expectativas de inflación general para 2014 aumentó 3.60 a 3.78 por ciento entre las encuestas del 20 de junio y 22 de octubre de 2013. Este comportamiento obedeció a que la mediana de las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2014 se mantuvo en 3.36 por ciento, mientras que la expectativa de inflación no subyacente implícita en las medianas referidas aumentó de 4.42 a 5.22 por ciento.

**Recuadro 3
Política de Deslices del Precio de la Gasolina y Expectativas de Inflación**

1. Introducción

En este Recuadro se analizan las posibles implicaciones que para la trayectoria esperada de la inflación a partir de 2015 tiene lo establecido en el Artículo Cuarto Transitorio de la Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal 2014 aprobada por el Congreso. En dicho artículo se señala que: "A partir de 2015, los precios al público que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para las gasolinas Magna y Premium y el diesel deberán ajustarse mensualmente de forma congruente con la inflación esperada de la economía. La política de precios establecida en este Transitorio se mantendrá siempre que los precios internacionales permanezcan estables o disminuyan, en caso contrario, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público revisará al alza los incrementos de los precios públicos, de manera consistente con el crecimiento en el precio de los combustibles en el mercado internacional".

Esta nueva disposición resulta relevante ya que, como se muestra a continuación, en años recientes las tasas de variación anual de los precios de las gasolinas han sido elevadas y han tenido una incidencia importante sobre el nivel de la inflación general anual. Así, ante la perspectiva de estabilidad en los precios internacionales de los combustibles, dado el entorno de debilidad de la economía global, una política de deslices en los precios de los combustibles internos al público en línea con la inflación esperada, contribuirá al proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento.

El Recuadro se organiza de la siguiente manera: en la segunda sección se hace un recuento de la evolución reciente de los precios internacionales de los energéticos y el impacto diferenciado que éstos han tenido sobre los precios de los energéticos en diferentes países. En la tercera sección, se evalúa la incidencia que la política de precios de la gasolina en México ha tenido sobre la inflación general. En la cuarta sección se analiza la relación entre los ajustes en la política de precios de las gasolinas y las expectativas de inflación. En la última sección se presentan algunas consideraciones finales.

2. Antecedentes

A partir de 2004 el precio internacional del petróleo comenzó a aumentar, impulsado principalmente por un importante aumento en la demanda global generado por la expansión que experimentaron ciertas economías emergentes, en particular India y China. Por su parte, la producción mundial de esta materia prima registró bajas tasas de crecimiento y se vio afectada por conflictos geopolíticos en algunos países

productores de relevancia. En consecuencia, el precio internacional de la gasolina también tuvo incrementos significativos que impactaron a la inflación a nivel global al ser este combustible parte de la canasta de consumo de los índices de precios y un insumo importante en la producción de bienes (Gráfica 1).

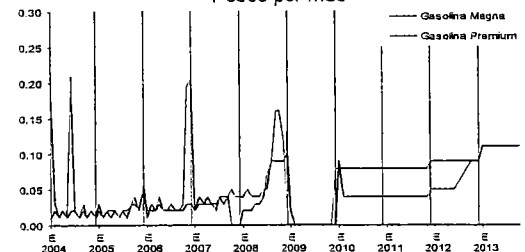
**Gráfica 1
Precio Spot de la Gasolina Regular
Centavos de dólar por galón**



Fuente: 87 Octane gasoline New York Harbor, Bloomberg.

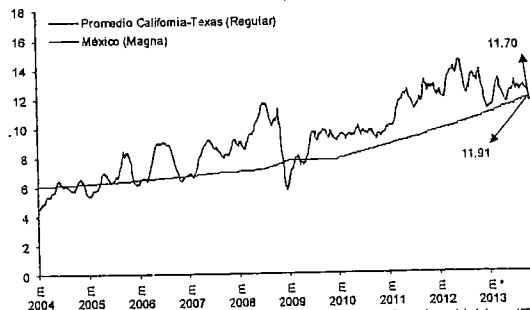
A diferencia de otros países en los que los precios de los combustibles se determinan por la libre oferta y demanda, en México, desde hace varios años se ha utilizado una política de desliz, determinada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en el precio de las gasolinas con el fin de aislar a la economía de las fluctuaciones de corto plazo en las cotizaciones internacionales del precio del energético. Ante el incremento en el nivel y en la volatilidad de los precios internacionales de referencia de las gasolinas, los ajustes a los deslices aplicados a los precios internos han variado a lo largo de los últimos años (Gráfica 2). Así, aun cuando los deslices señalados han incrementado los precios internos, lo han hecho de manera gradual respecto a sus referentes internacionales, lo cual generó una brecha entre ambos. Dicha brecha ha venido disminuyendo gradualmente al continuar el desliz al tiempo que los precios internacionales se han estabilizado o bajado (Gráfica 3).

**Gráfica 2
Ajustes en el Precio de la Gasolina en México
Pesos por mes**



Fuente: Datos elaborados por Banco de México con información de PEMEX.

Gráfica 3
Brechas de Precios de la Gasolina
Pesos por litro

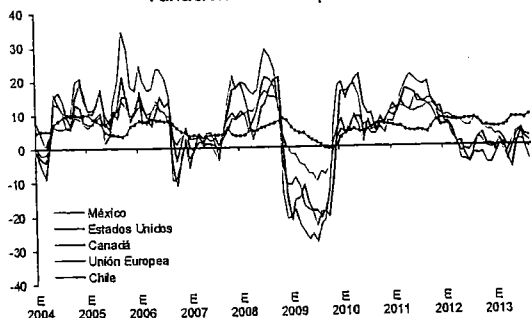


Fuente: Agencia de Información de Energía de Estados Unidos (EIA) y Banco de México.

*/ Información a la tercera semana de octubre de 2013.

La política de deslices en los precios de las gasolinas mitigó los efectos sobre la inflación nacional de los fuertes incrementos que experimentaron los precios internacionales del petróleo y de la gasolina durante 2007 y 2008 respecto de lo ocurrido en otros países. En particular, es notoria la estabilidad que muestra la variación anual del índice de precios de los energéticos en México en comparación con la de otros países que siguen más estrechamente un esquema de libre determinación de precios en el sector de los energéticos (Gráfica 4).

Gráfica 4
Índices de Precios de Energéticos:
Países Seleccionados
Variación anual en por ciento



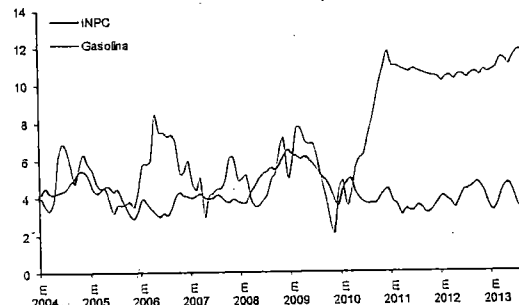
Fuente: Agencias estadísticas de varios países, INEGI y Banco de México.

3. Impacto de los Ajustes en las Gasolinas sobre el Nivel y la Persistencia de la Inflación en México

Dentro de la estructura del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), las gasolinas, sumando sus variedades de bajo y alto octanaje, tienen un ponderador de 4.24 por ciento. Dado este peso, la política de incrementos graduales de precios internos que se ha llevado a cabo en los últimos años con la

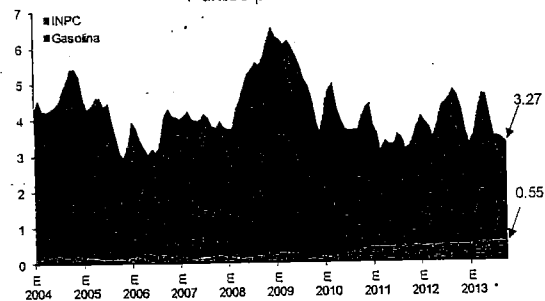
finalidad de alinearlos con las referencias internacionales, ha generado dos efectos en la inflación general. Por una parte, ha logrado mitigar los impactos provenientes de las fluctuaciones en los precios de los energéticos que se han observado en otros países. Por otra, ha generado una inercia mayor en la inflación. Para ilustrar este último punto, en la Gráfica 5 se presenta la evolución de la inflación general y de la variación anual porcentual del índice de precios de las gasolinas. Como puede observarse, esta última ha registrado un incremento mayor que la inflación general a partir de 2010. En la Gráfica 6 se puede apreciar la inflación general anual y cuánto de ésta se explica por el incremento en los precios de las gasolinas. Así, se aprecia que la contribución de la inflación en los precios de las gasolinas a la inflación general ha venido aumentando en los últimos años.

Gráfica 5
Índices de Precios al Consumidor para México
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 6
Contribuciones a la Inflación General Anual
Puntos porcentuales

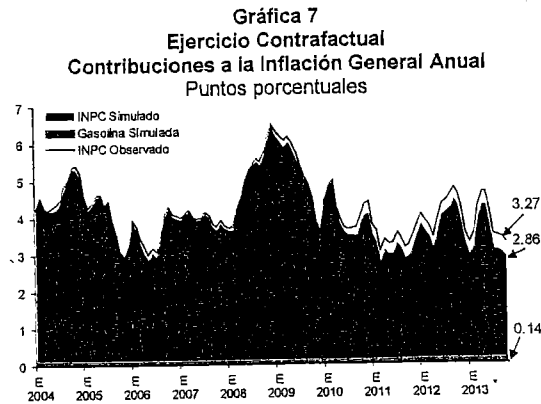


Fuente: INEGI y Banco de México.

*/ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

Entre 2004 y 2009 los aumentos en los precios de las gasolinas aportaron en promedio 19 puntos base (pb) a la inflación general anual, mientras que entre 2010 y 2013 la contribución promedio fue de 41 pb. En la primer quincena de octubre de 2013 aportaron 55 pb. Para ilustrar el impacto que sobre la inflación hubiese

tenido un desliz de los precios de gasolinas acorde con una inflación de 3 por ciento, en la Gráfica 7 se presenta la trayectoria de la inflación que resultaría si los precios de la gasolina se hubiesen incrementado a una tasa en línea con el objetivo de 3 por ciento manteniendo todo lo demás sin cambio. Como puede apreciarse, la contribución de las gasolinas de 2004 a 2009 y de 2010 a 2013 hubiese sido aproximadamente 11 pb en promedio por año en ambos casos, y su efecto sobre la inflación en la primera quincena de octubre hubiese sido de 14 pb, con lo que la inflación habría resultado 41 pb inferior a la observada. De esta forma, se anticipa que de mantenerse estables o disminuir los precios internacionales de los energéticos, la política de precios para 2015 contribuirá al proceso de convergencia de la inflación y de sus expectativas a la meta de inflación.



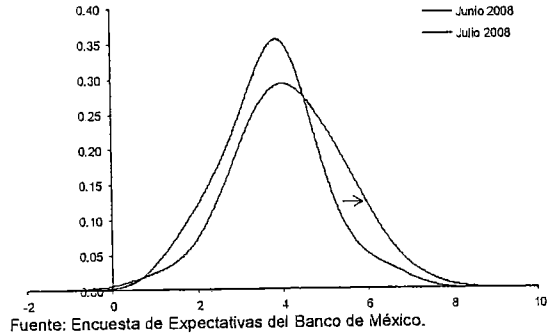
Fuente: INEGI y Banco de México.
*/ Información a la primera quincena de octubre de 2013.

4. Ajustes de Precios Internos de Gasolina y Expectativas de Inflación

Con base en la encuesta de expectativas que levanta el Banco de México entre especialistas del sector privado, se analiza la relación entre los dos casos de ajustes más significativos del desliz en el precio de las gasolinas y el comportamiento de las expectativas de inflación para los próximos 12 meses. Esto se hace para ilustrar que los precios de las gasolinas son un factor en la formación de las expectativas de los agentes. A partir de las expectativas de inflación general y subyacente de cada analista se puede calcular la expectativa implícita de inflación no subyacente. Este indicador resulta relevante debido a que las gasolinas son genéricos del índice no subyacente. Como se observa en la Gráfica 2, entre junio y julio de 2008, el desliz de la gasolina de bajo octanaje aumentó de 4 a 7 centavos por mes. En la Gráfica 8 se observa que esto se reflejó en un aumento de las expectativas implícitas de inflación no

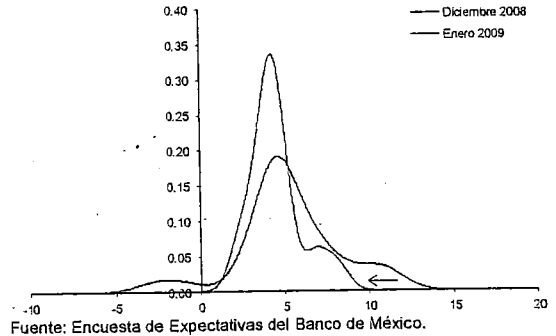
subyacente para los próximos 12 meses.¹

Gráfica 8
Distribución de Expectativas Implícitas de Inflación No Subyacente
Por ciento



De manera contraria, la reducción del desliz de la gasolina Magna de 10 a 2 centavos entre diciembre de 2008 y enero de 2009 contribuyó a que las expectativas implícitas de inflación no subyacente también disminuyeran (Gráfica 9). Así, cuando el desliz del precio de las gasolinas ha sufrido cambios importantes, las expectativas de inflación de corto plazo también se han ajustado en la misma dirección.

Gráfica 9
Distribución de Expectativas Implícitas de Inflación No Subyacente
Por ciento



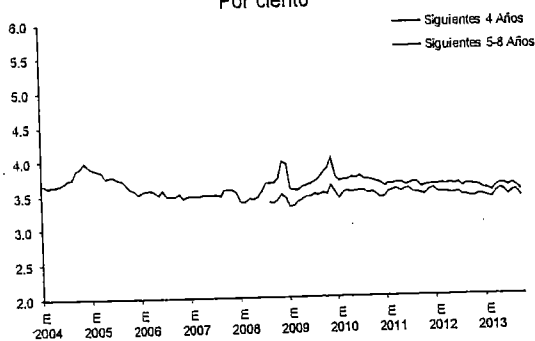
Más aún, en independencia de los efectos marginales de los cambios en el desliz de las gasolinas sobre las expectativas de inflación, es posible que éstos sean un factor que ha influido sobre el nivel que exhiben las expectativas de inflación de mayor plazo (Gráfica 10). En particular, las correspondientes a los siguientes 4 años y los siguientes 5-8 años se han mantenido en los últimos años cerca del 3.5 por ciento. Sin embargo, en la medida que los incrementos en el precio de los combustibles sean congruentes con la inflación

¹ Cabe destacar que en este mismo periodo se pudieron haber presentado también otros choques que podrían haber influido en las expectativas de inflación.

anticipada, sería de esperarse que las expectativas para horizontes de 2015 en adelante mostraran una disminución para ubicarse en niveles más cercanos al objetivo de inflación de 3 por ciento.

Ello, debido a que los agentes económicos incorporarían esta política en la determinación de sus precios siempre y cuando se percibiera estabilidad en las referencias internacionales que permita seguir la política descrita.

Gráfica 10
Expectativas de Inflación de Mayor Plazo
Por ciento



Fuente: Encuesta de Expectativas del Banco de México.

5. Consideraciones Finales

Entre 2010 y 2013, la aportación de los deslices en los precios de la gasolina a la inflación general ha venido incrementándose, alcanzando 55 pb en la primera quincena de octubre de 2013. En contraste, si los precios de la gasolina en los últimos años se hubiesen incrementado en línea con la inflación objetivo, la contribución a la inflación general sería de sólo 14 pb. Con ello la inflación general hubiese sido 41 pb más baja en la primera quincena de octubre.

En el contexto actual donde las brechas entre los precios internos y externos se han reducido y dada la relativa estabilidad que se prevé en los precios internacionales de los energéticos, el cambio en la política de fijación de precios de las gasolinas a partir de 2015 se prevé contribuya a reducir las expectativas inflacionarias de los agentes económicos en México, en particular las correspondientes a 2015 y años subsecuentes.

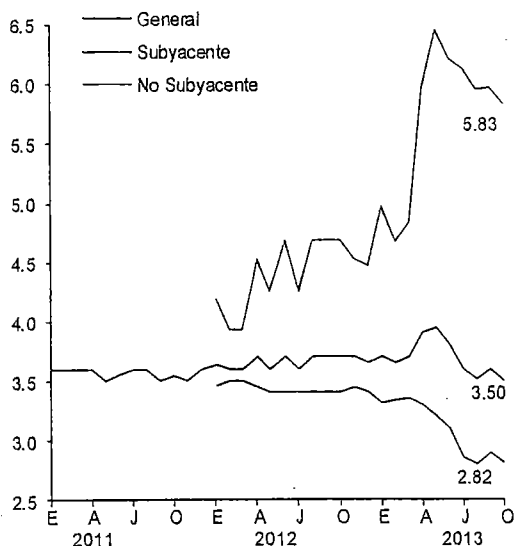
De manera complementaria a la información proveniente de las encuestas, las expectativas de inflación que se obtienen de instrumentos de mercado confirman que éstas se mantuvieron estables a pesar de la elevada volatilidad registrada en los mercados financieros durante el periodo que cubre este Informe. El indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario, que se obtiene de la diferencia entre el rendimiento nominal del bono gubernamental a 10 años y el rendimiento real de instrumentos de deuda gubernamental del mismo plazo indizados a la inflación, ha registrado una disminución y se encuentra en niveles cercanos a 3.7 por ciento (Gráfica 39). Así, dado el valor positivo que se estima tiene la prima por riesgo inflacionario, las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en estos instrumentos son cercanas a 3 por ciento.¹²

¹² Como se ha mencionado en Informes anteriores, estimaciones con base en un modelo para la estructura temporal de tasas de interés que permite que las primas de riesgo varíen en el tiempo (Cortés y Ramos-Francia [2008], "Un modelo macroeconómico de la estructura temporal de tasas de interés en México", Documento de Investigación 2008-10, Banco de México), sugieren que para el periodo 2001-2013 el promedio para la prima de riesgo inflacionario implícita en los bonos de tasa de interés nominal a 10 años es de aproximadamente 40 puntos base.

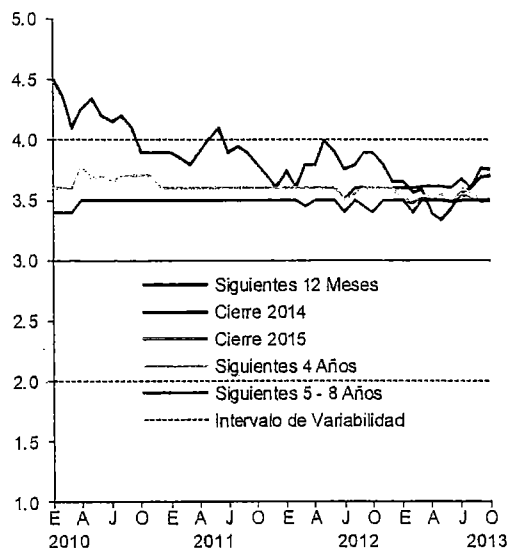
Gráfica 38
Expectativas de Inflación

a) Medianas de Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2013 Por ciento

b) Medianas de Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos ^{1/} Por ciento



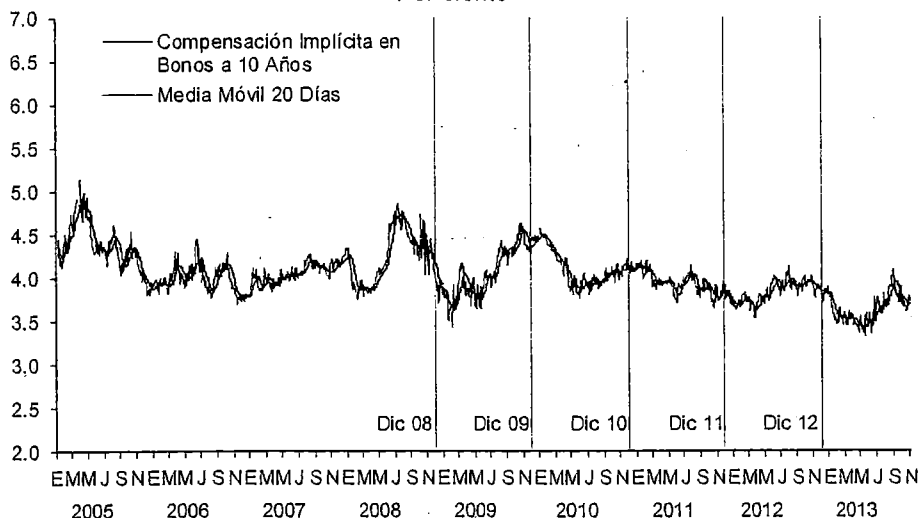
Fuente: Encuesta de Banco de México.



^{1/} Último dato disponible: octubre 2013.

Fuente: Encuesta de Banco de México.

Gráfica 39
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario ^{1/}
Por ciento



^{1/} La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario.

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

Como se señaló, los anuncios de la Reserva Federal junto con el mejor desempeño de la economía estadounidense entre mayo y agosto llevaron a que se anticipara que dicha institución comenzaría a reducir el ritmo de compra de

activos en el segundo semestre del año. Lo anterior dio lugar a un proceso de descompresión de ciertas primas de riesgo en la economía de Estados Unidos que se tradujo en un aumento en las tasas de mayor plazo en ese país y a nivel global, así como en una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, particularmente en los mercados cambiarios de las economías emergentes. Posteriormente, ante la reciente moderación de la actividad económica en Estados Unidos y la postergación de la reducción en el ritmo de compras de activos por parte de la Reserva Federal, la volatilidad en los mercados financieros internacionales registró una disminución.

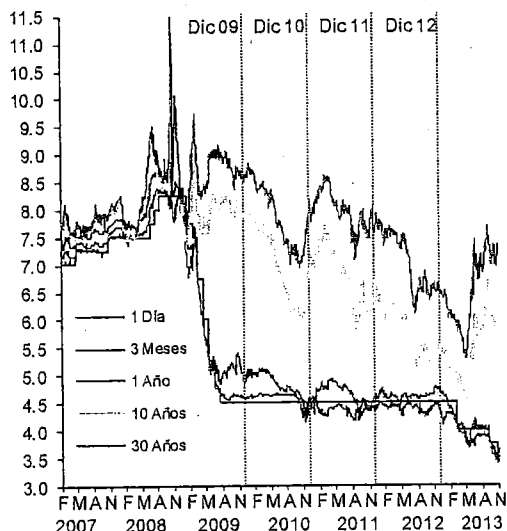
En este entorno, los ajustes observados en los mercados financieros nacionales, tanto en el cambiario, como en el de dinero, se dieron de manera ordenada sin afectar las expectativas de inflación ni la prima por riesgo inflacionario. Las tasas de interés de mediano y largo plazo continuaron aumentando en julio y hasta principios de septiembre ante el referido proceso de descompresión de primas de riesgo en Estados Unidos. En particular, la tasa de interés de bonos gubernamentales a 10 años aumentó de niveles promedio de alrededor de 5.50 por ciento en junio hasta 6.50 por ciento en los primeros días de septiembre. Cabe señalar que este incremento no obedeció a factores domésticos, debido a que tanto el componente de tasas de interés de corto plazo implícito en aquellas de mayor plazo, como las expectativas de inflación permanecieron estables. Incluso, a partir de la decisión de política monetaria del Banco de México del 6 de septiembre, con la que se redujo en 25 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 3.75 por ciento, las tasas de interés de mayor plazo comenzaron a mostrar disminuciones. A lo anterior también ha contribuido que las tasas de interés en Estados Unidos han venido disminuyendo desde septiembre debido a la decisión de la Reserva Federal de posponer la disminución en el ritmo de compra de activos. Cabe señalar que posterior a la reducción del objetivo para la tasa de interés de referencia a 3.50 por ciento el 25 de octubre, las tasas de interés de bonos gubernamentales a 10 años se mantuvieron estables y recientemente se ubican en niveles cercanos a 6.00 por ciento (Gráfica 40a).

Por su parte, durante julio y agosto la tasa de interés de valores gubernamentales a 3 meses se mantuvo alrededor de 3.85 por ciento en línea con la ausencia de cambios en la tasa de referencia durante dicho periodo. Posteriormente, como consecuencia de las reducciones en el objetivo de la tasa de referencia, la evolución de esta tasa de interés ha mantenido una tendencia a la baja para ubicarse cerca de 3.45 por ciento a principios de noviembre. Así, de finales de junio a los primeros días de septiembre, la pendiente de la curva de rendimientos (diferencia entre la tasa de interés de 10 años y 3 meses) aumentó de aproximadamente 165 a 265 puntos base por el proceso de descompresión de primas de riesgo y el correspondiente aumento en la tasa de largo plazo. Sin embargo, durante septiembre, octubre y los primeros días de noviembre, la pendiente de la curva disminuyó a 255 puntos base como resultado de que la disminución en las tasas de interés de mayor plazo ha sido mayor que la correspondiente en las de menor plazo. Esta dinámica de la curva de rendimientos refleja la postergación de la reducción en el ritmo de compras de activos en Estados Unidos, el anclaje de las expectativas de inflación en México y los avances en el proceso de convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento (Gráfica 40b).

En el periodo de mayo a agosto, debido a la volatilidad de los mercados financieros internacionales que afectó en mayor medida a las economías emergentes, las tasas de interés en México presentaron mayores incrementos que aquéllas en Estados Unidos, por lo que los diferenciales de tasas de interés de largo plazo entre México y Estados Unidos registraron aumentos importantes después de los mínimos alcanzados en los primeros meses de 2013. Así, en los primeros días de septiembre el diferencial en las tasas de interés de largo plazo, en particular entre bonos de 10 años, alcanzó un nivel de 365 puntos base. No obstante ante la evolución en las tasas de interés en México y en Estados Unidos en septiembre y octubre, estos diferenciales disminuyeron a niveles de 340 puntos base (Gráfica 41).

Gráfica 40
Tasas de Interés en México

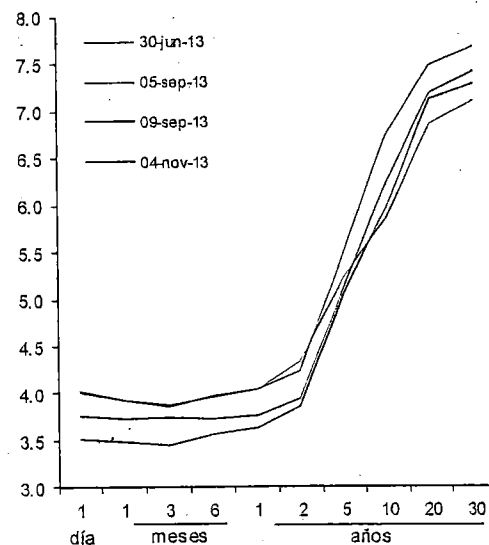
a) Tasas de Interés de Valores Gubernamentales ^{1/}
Por ciento



^{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.

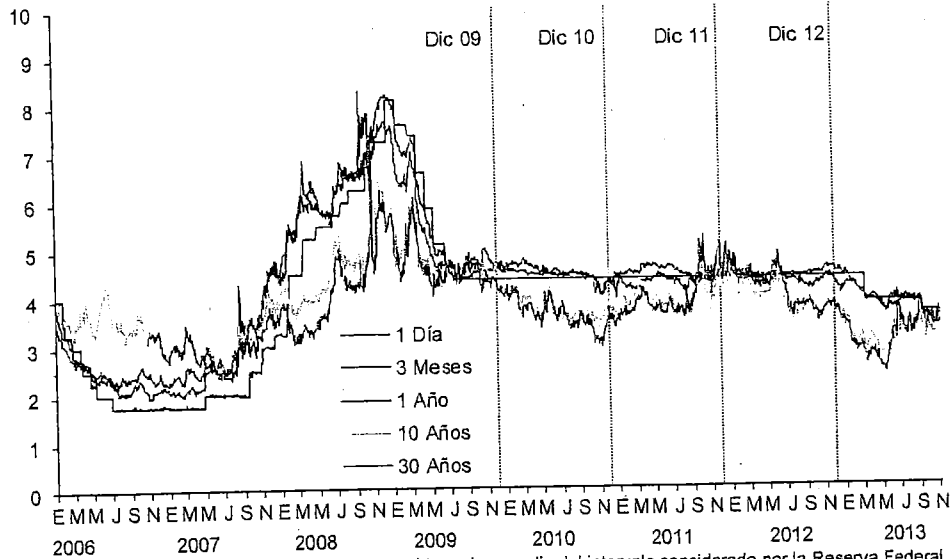
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

b) Curva de Rendimientos
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

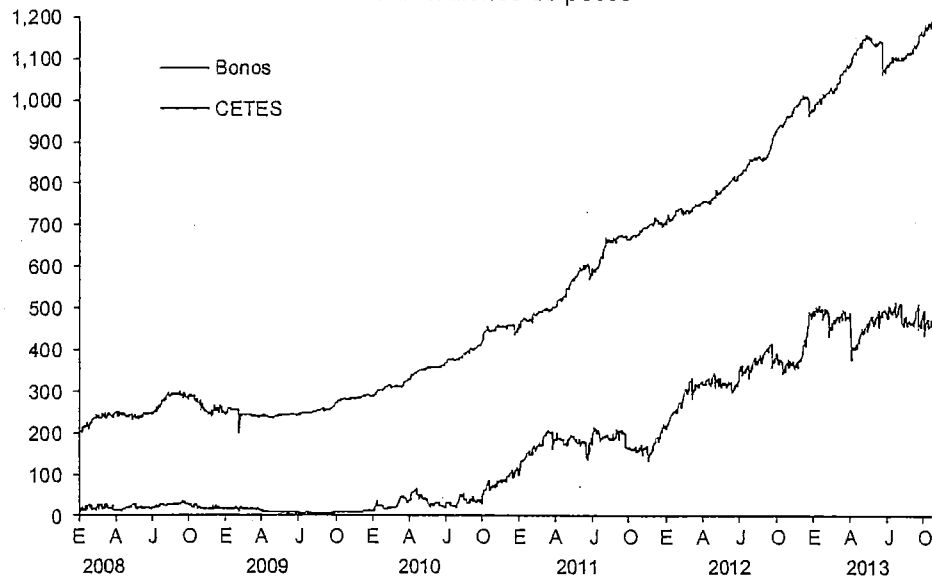
Gráfica 41
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
 Puntos porcentuales



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

Como se mencionó en la Sección 3.2.2, el ahorro financiero de no residentes moderó su crecimiento en el tercer trimestre respecto al segundo. No obstante, en cuanto a la tenencia de instrumentos gubernamentales por parte de no residentes, a partir de julio ésta revirtió el ajuste a la baja que mostró durante mayo y junio, alcanzando en septiembre un saldo mayor al registrado en abril antes de que se presentara el periodo de volatilidad en los mercados financieros. Esta recuperación reciente en dicha tenencia muestra la confianza de los inversionistas institucionales en el perfil de deuda local de mayor plazo pese a la volatilidad en los mercados financieros internacionales (Gráfica 42).

Gráfica 42
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero
 Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de México.

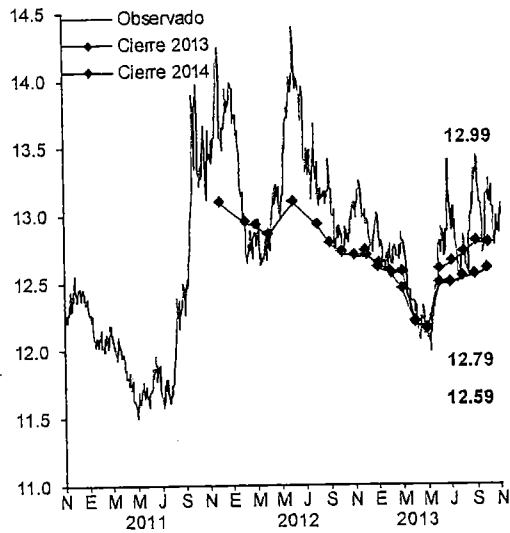
Es importante subrayar que un elemento fundamental del marco de conducción de la política macroeconómica en México, que ha contribuido a reducir considerablemente la vulnerabilidad externa de su economía, es el régimen de tipo de cambio flexible. En efecto, dicho arreglo cambiario ha demostrado ser de gran utilidad a lo largo de los años, ya que ha permitido absorber parte de los efectos de los choques externos que ha experimentado la economía nacional, convirtiéndose en un elemento que fortalece el marco macroeconómico de México. Así, el comportamiento que presentó el tipo de cambio durante el periodo que cubre este Informe fue congruente con el ambiente global de volatilidad que ha enfrentado la economía mexicana y ha facilitado su ajuste a un entorno internacional adverso (Gráfica 43).

En suma, a diferencia de otras economías emergentes, en el caso de México la confianza en un entorno macroeconómico estable ha contribuido a que la prima de riesgo soberano del país se haya mantenido estable después del aumento que registró en los meses previos a raíz del proceso de descompresión de primas de riesgo en los mercados financieros internacionales.

Gráfica 43

Tipo de Cambio Nominal y Tipo de Cambio Real

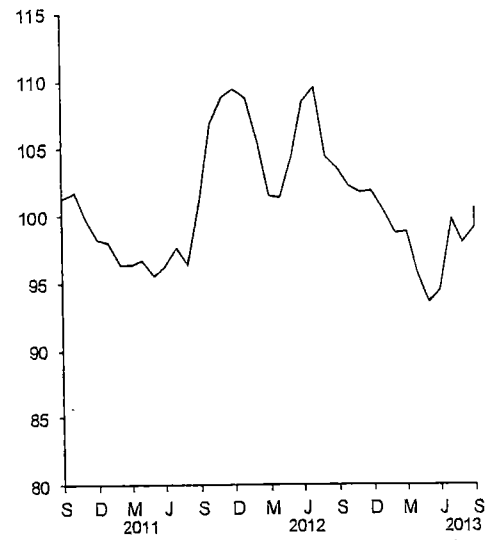
a) Tipo de Cambio Nominal y Expectativas de Tipo de Cambio al Cierre de 2013 y 2014 ^{1/}
Pesos por dólar



1/ El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato del tipo de cambio observado corresponde al 4 de noviembre de 2013. Para el caso de las expectativas, el último dato corresponde a la encuesta de octubre de 2013.

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

b) Tipo de Cambio Real Multilateral ^{2/}
Índice 2010 = 100



2/ Con respecto a 51 países. Un incremento en el índice equivale a una depreciación del tipo de cambio real.

Fuente: Banco de Pagos Internacionales.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

Como se detalló en las secciones anteriores, una serie de eventos adversos que afectaron a la economía desde el segundo semestre de 2012 ocasionaron una evolución de la actividad productiva más desfavorable que la previamente anticipada. Adicionalmente, la revisión de las cifras de actividad económica derivada del cambio de base para el cálculo del PIB indica una desaceleración más pronunciada de la que era posible percibir con los datos anteriores. Así, no obstante que se anticipa una recuperación de la actividad económica en México en la segunda mitad del año, derivada de un repunte en el crecimiento estadounidense, un mayor dinamismo del gasto público y una recuperación de la demanda interna, es preciso revisar a la baja de manera importante el pronóstico de crecimiento para 2013 en su conjunto, como reflejo del desfavorable desempeño que presentó el PIB en la primera mitad del año.

Para 2014, se anticipa un entorno internacional incierto, en el que a nivel global han aumentado los riesgos a la baja para el crecimiento, mientras que las perspectivas de expansión para las economías emergentes se han continuado revisando a la baja. El sector industrial estadounidense permanece frágil, de modo que sus perspectivas de crecimiento se han revisado a la baja. Lo anterior sugiere que el PIB de México podría crecer en 2014 por debajo de lo anticipado en el Informe anterior. A pesar de ello, cabe señalar que se continúa previendo un mayor crecimiento en ese año que en 2013, debido principalmente a que se anticipa que algunos de los elementos que han afectado el crecimiento en el presente año se habrán diluido para el siguiente. Asimismo, se considera en los pronósticos el efecto positivo sobre la actividad económica que pudiera tener la política contracíclica contenida en el Paquete Económico, una vez descontado el posible efecto negativo de mayores impuestos, si bien estos impactos serían de magnitud moderada. Además, en 2014 podrían comenzarse a percibir efectos benéficos de las reformas estructurales sobre el crecimiento potencial de la economía.

Se anticipa que esta trayectoria más favorable para el crecimiento se prolongue a 2015, impulsada tanto por la demanda externa, como por la interna, así como por el gradual impacto positivo sobre el producto potencial de las reformas estructurales. Este dinamismo se daría en un contexto de consolidación de la recuperación económica mundial, en particular de la de Estados Unidos, si bien aún existe el riesgo de que se registren episodios de volatilidad en los mercados financieros derivados de posibles ajustes a la política monetaria de los países avanzados.

Las expectativas sobre la actividad de Estados Unidos en las que se basa el marco macroeconómico para México son las siguientes:¹³

- a) El crecimiento esperado para el PIB de Estados Unidos de 2013 se modifica, respecto al Informe precedente, de 1.8 a 1.6 por ciento,

¹³ Las expectativas para la economía de Estados Unidos se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en octubre de 2013.

mientras que el correspondiente a 2014 se revisa de 2.7 a 2.6 por ciento. Para 2015, se anticipa una expansión de 2.9 por ciento.

- b) Respecto al Informe anterior, el crecimiento esperado para la producción industrial estadounidense de 2013 se ajusta a la baja de 2.6 a 2.3 por ciento. Para 2014, se modifica la perspectiva de crecimiento de 3.2 a 2.9 por ciento, mientras que para 2015 se prevé una tasa de variación de 3.4 por ciento.

Crecimiento de la Economía Nacional: Con base en los argumentos externados anteriormente y el cambio en las expectativas acerca del crecimiento de la economía en Estados Unidos, el intervalo de pronóstico para la tasa de crecimiento del PIB de México se revisa de uno de entre 2.0 y 3.0 por ciento en el Informe anterior a uno de entre 0.9 y 1.4 por ciento (Gráfica 44a). Para 2014, el intervalo de pronóstico para el crecimiento del PIB se modifica de uno de entre 3.2 y 4.2 por ciento a uno de entre 3.0 y 4.0 por ciento. Para 2015, se anticipa que la tasa de variación del PIB se ubique en el intervalo de entre 3.2 y 4.2 por ciento.

Empleo: De manera congruente con la revisión a las previsiones sobre el crecimiento del PIB, en el presente Informe también se ajusta a la baja la expectativa sobre el incremento en el número de trabajadores asegurados (permanentes y eventuales urbanos) en el IMSS tanto en 2013 como en 2014. En particular, para 2013 se espera un aumento de entre 400 y 500 mil trabajadores (450 a 550 mil en el Informe anterior), al tiempo que para 2014 se prevé un crecimiento de entre 620 y 720 mil trabajadores (700 a 800 mil en el Informe previo). Para 2015, se estima una expansión similar a la de 2014.

Cuenta Corriente: Para 2013, se esperan déficits en la balanza comercial y la cuenta corriente de 4.2 y 18.8 miles de millones de dólares, respectivamente (0.3 y 1.5 por ciento del PIB, en el mismo orden). A su vez, para 2014 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.2 y 22.2 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 1.7 por ciento del PIB, en el mismo orden). Para 2015, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 5.7 y 23.7 miles de millones de dólares, respectivamente (0.4 y 1.7 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Gráfica 44

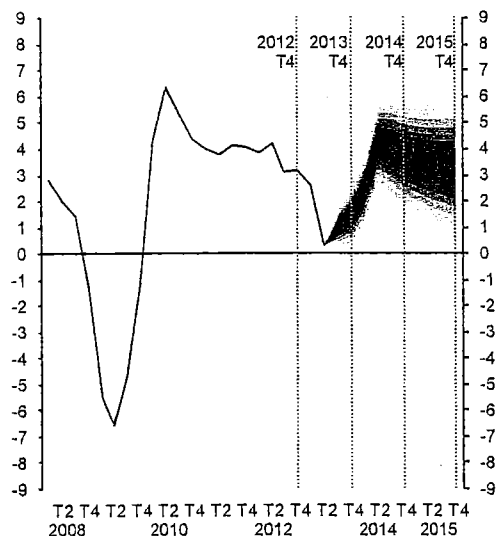
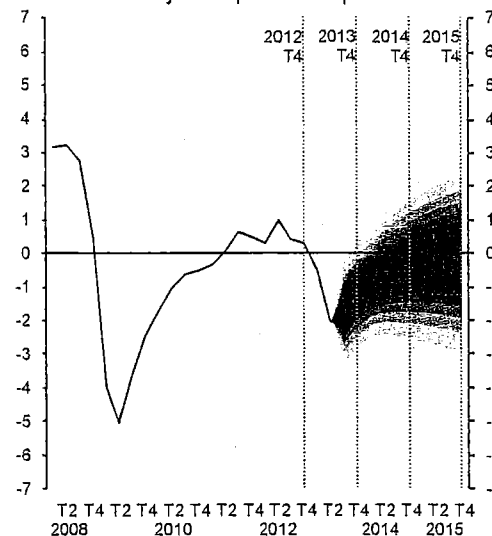
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

a) Crecimiento del Producto, a. e.

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

Por ciento anual

Porcentaje del producto potencial

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

En este entorno de menor crecimiento esperado de la actividad económica, se anticipa un amplio grado de holgura en la economía por un periodo prolongado, aunque reduciéndose en el horizonte de tiempo en el que opera la política monetaria. Así, no se prevén presiones derivadas del comportamiento de la demanda agregada sobre la inflación ni sobre las cuentas externas. En efecto, como consecuencia de la fuerte desaceleración que experimentó la economía en la primera mitad de 2013, la brecha del producto se ubica actualmente en terreno negativo. Asimismo, dadas las perspectivas de crecimiento presentadas anteriormente, se anticipa que dicho indicador permanezca por debajo de cero en el horizonte de pronóstico (Gráfica 44b).

Los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mexicana, aunque menores que en los últimos meses, se mantienen elevados. Entre éstos, conviene destacar los siguientes:

- I. Un menor crecimiento que el anticipado para la economía estadounidense. Esto podría originarse de la falta de solución a la situación fiscal de ese país o de volatilidad en sus mercados financieros. También podría derivarse de una reducción en la demanda externa que enfrenta como consecuencia, por ejemplo, de la postergación de la implementación de reformas estructurales en Europa necesarias para garantizar su recuperación, o de una mayor desaceleración de las economías emergentes.
- II. Posibles episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este sentido, la incertidumbre respecto a cambios en la política monetaria de Estados Unidos o inestabilidad en la zona del euro podrían dar lugar a ellos.

- III. Una evolución del gasto público en México menos dinámica que la anticipada. Si bien parecerían estarse tomando medidas para incrementar la capacidad de gasto, un crecimiento de la economía por debajo del anticipado podría limitar la recaudación y, por lo tanto, el potencial de gasto.
- IV. La posibilidad de que el sector de vivienda continúe siendo un obstáculo para la recuperación del sector de la construcción, y por lo tanto para la actividad productiva.
- V. Adicionalmente, existe el riesgo de que las reformas que están en proceso de discusión en el Congreso no logren aprobarse o que la versión que se llegue a implementar de éstas resulte de un alcance menor al anticipado por los agentes económicos. Hay que recordar que en el sector de energía ya se han presentado casos de desabasto de ciertos energéticos.

Inflación: En lo que corresponde a los pronósticos sobre la inflación general anual, dadas las menores previsiones de crecimiento económico señaladas y el correspondiente amplio grado de holgura en la economía que se espera por un periodo prolongado, se anticipa que para el cuarto trimestre de 2013 ésta se mantenga en niveles cercanos a 3.5 por ciento. Para 2014, el pronóstico se revisa ligeramente al alza al considerar el posible efecto de los cambios impositivos, el cual, en su caso, se espera sea moderado y transitorio, y que no dé lugar a efectos de segundo orden (ver Recuadro 4). Así, se estima que la trayectoria más probable para la inflación general anual fluctúe alrededor de 3.5 por ciento a lo largo del próximo año. Por su parte, para 2015 se prevé que ésta presente una trayectoria descendente para ubicarse alrededor del objetivo de 3 por ciento (Gráfica 45). Esta previsión considera el desvanecimiento de los efectos estimados de las modificaciones fiscales sobre la inflación en 2014, y una reducción en el desliz de los precios de los combustibles, de acuerdo con los cambios que recientemente aprobó el Congreso para determinar estos precios a partir de 2015.

En cuanto a la inflación subyacente, que es la que refleja de mejor forma la tendencia de la inflación en el largo plazo, se anticipa que ésta permanezca en niveles inferiores a 3 por ciento durante 2013. Para 2014, se prevé que aun con los efectos derivados de los cambios impositivos, se mantenga por debajo de este nivel. Por su parte, se estima que en 2015 la inflación subyacente registre niveles ligeramente inferiores a los del año previo (Gráfica 46).

Recuadro 4
Estimación del Efecto de la Reforma Hacendaria sobre el INPC y el PIB

En octubre pasado, el Congreso aprobó modificaciones a diversas leyes fiscales que constituyen la Reforma Hacendaria. Estos cambios, como se detalla más adelante, van desde la creación de nuevas cargas tributarias, hasta la derogación del Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) y del Impuesto a Depósitos en Efectivo (IDE). En adición, se modifica a partir de 2014 la política de precios de combustibles disminuyendo el deslíz mensual e introduciendo un impuesto ecológico. Asimismo, el Paquete Económico considera un déficit del sector público de 0.4% del PIB en 2013 y de 1.5% del PIB en 2014, ambos sin considerar la inversión de Petróleos Mexicanos.

Estas medidas podrían tener un impacto tanto sobre la inflación, como sobre la actividad económica, mismos que se analizan en este recuadro. En relación al impacto inflacionario, en general, un impuesto puede tener dos tipos de efectos sobre el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC): i) efecto directo, cuando el bien o servicio afectado por el cambio fiscal forma parte de la canasta del INPC; y, ii) efecto indirecto, cuando los cambios impositivos generan costos adicionales a las empresas, ya sea por mayores precios de los insumos o por el aumento de su carga fiscal, y éstas trasladan parte del incremento en costos al precio de venta final.

En cuanto al efecto sobre la actividad, los impuestos afectan las cantidades comerciadas de bienes y servicios por dos vías: i) el incremento de los precios al consumidor y la reducción del precio recibido por el productor hacen que el impuesto reduzca la cantidad comerciada del bien gravado; y, ii) a través de la disminución del ingreso disponible del sector privado, afectando negativamente a la demanda agregada. No obstante lo anterior, podría haber un efecto de compensación de la mayor carga fiscal en la medida en que los recursos recaudados se utilicen para financiar un mayor gasto gubernamental.

1. Modificaciones Fiscales Aprobadas

De las modificaciones fiscales aprobadas se identificaron las siguientes que podrían tener un efecto transitorio sobre la inflación y el PIB (Cuadro 1):

- i) Impuesto al Valor Agregado (IVA). En este impuesto: a) se homologa la tasa general en la región fronteriza de 11 a 16 por ciento; b) se elimina la exención al transporte público terrestre foráneo de personas, con lo que este servicio se grava a tasa general (16%); y, c) se gravan con tasa general chicles, mascotas y productos procesados para su alimentación, actualmente con tasa cero.

- ii) Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS). Se establecen gravámenes de: a) un peso por litro a las bebidas saborizadas; y, b) una tasa de 8% a alimentos con alta densidad calórica.
- iii) ISR, IETU, IDE. En 2014: a) se elimina el IETU; b) se elimina el IDE; c) se eliminan o acotan deducciones y regímenes especiales en el ISR de personas físicas y morales; y, d) se añaden nuevos rangos del ISR para las personas físicas, con una tasa marginal máxima de 35%.
- iv) Derechos. Para 2014 se aprobó la modernización del cobro de derechos: a) del uso y descargas de agua; y, b) de minería.
- v) Política de precios de combustibles. Se aplicará: a) un IEPS ecológico a las gasolinas y el diésel de 10.38 y 12.59 centavos por litro, respectivamente; y, b) un menor deslíz mensual, respecto al deslíz observado en 2013, de los precios de la gasolina de bajo octanaje en 2014. A partir de 2015, los precios al público deberán ajustarse mensualmente de forma congruente con la inflación esperada, siempre y cuando los precios internacionales permanezcan estables o disminuyan, en caso contrario, se revisarán al alza dichos incrementos.

Cuadro 1
Cambios Fiscales para 2014

	Tasas		Efecto INPC	Tipo de Efecto
	2013	2014		
I. IVA				
Región Fronteriza	11%	16%	√	Directo
Transporte Terrestre Foráneo de Pasajeros	Exento	16%	√	Directo
Chicles, Mascotas y Productos Procesados para su Alimentación	0%	16%	√	Directo
II. IEPS No Petrolero				
Impuesto Bebidas Saborizadas	-	1 \$/lt	√	Directo
Impuesto a Alimentos de Alta Densidad Calórica	-	8%	√	Directo
III. Sistema Renta				
Eliminación del IETU			√	Indirecto
Eliminación del IDE			√	-
Simplificación ISR Empresarial			√	Indirecto
Medidas ISR Personas Físicas			√	-
IV. Derechos				
Minería	-	7.5%		Indirecto
Uso y Descargas de Agua				Indirecto
V. Política de Precios de Combustibles				
			√	Directo e Indirecto

Fuente: Proyecto de decreto de la Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal de 2014, aprobado por las Cámaras de Diputados y Senadores el 31 de octubre de 2013, Proyecto de la Ley del Impuesto sobre la Renta y Proyecto de decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Impuesto al Valor Agregado, de la Ley del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios, de la Ley Federal de Derechos y de la Ley de Coordinación Fiscal y se abrogan la Ley del Impuesto Empresarial a Tasa Única y la Ley del Impuesto a los Depósitos en Efectivo; aprobados por la Cámara de Senadores en sesión iniciada el 29 de octubre de 2013 y por la Cámara de Diputados en sesión del 31 de octubre de 2013.

El listado anterior no es exhaustivo. El Congreso aprobó otras medidas cuyo impacto esperado

sobre el INPC no es significativo. Las estimaciones realizadas no consideran posibles efectos de segunda ronda.

En suma, la Reforma Hacendaria aprobada incluye tanto la ampliación de la base tributaria como mayores tasas para los impuestos existentes. Al respecto, se espera que la mayor proporción del incremento en la recaudación producto de dicha Reforma, recaiga sobre quienes ya contribuyen a financiar el gasto público, particularmente a través de impuestos al ingreso.

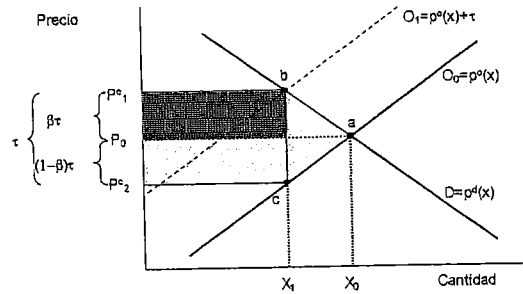
2. Estimación del Efecto sobre el INPC

2.1 Marco teórico¹

Para estimar el impacto de la Reforma Hacendaria sobre el INPC, la primera consideración es que la carga que representa un impuesto no necesariamente es asumida por la persona sobre la que recae la carga estatutaria. Los productores pueden tener capacidad de transferir el impacto de un impuesto de manera parcial a los consumidores, a través de las modificaciones al precio final que puedan llevar a cabo (incidencia fiscal sobre el consumidor). Dicha capacidad depende de las condiciones del mercado, específicamente, de las elasticidades de la oferta y la demanda.²

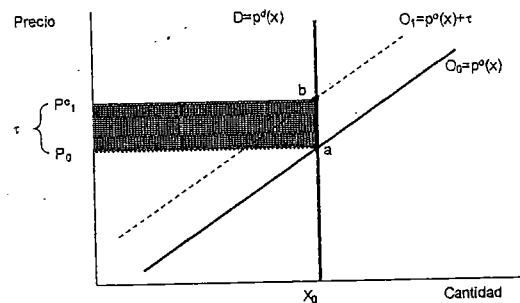
En particular, el efecto de un impuesto sobre el precio y la cantidad producida de un bien se puede ilustrar con un diagrama de oferta y demanda (ver Gráfica 1). A partir de una situación de equilibrio en el mercado (punto a), la aplicación de un impuesto (τ) puede ser interpretada como un desplazamiento vertical de la curva de oferta por el monto del impuesto (de O_0 a O_1). Ello genera una brecha entre el precio que paga el consumidor (P_1^c) y el precio que recibe el productor (P_1^p), la cual equivale a la magnitud del impuesto (τ).³ El menor precio recibido por el productor provoca que se reduzca la cantidad producida (de X_0 a X_1). Como se puede apreciar, es posible que el aumento en el precio que paga el consumidor ($P_1^c - P_0$) sea una fracción β (incidencia) del impuesto (τ) y que el productor asuma una fracción $(1-\beta)$ del mismo.

Gráfica 1
Incidencia de un Impuesto al Consumo,
Demanda Elástica



Para mostrar la importancia de la incidencia en la distribución de un impuesto entre productor y consumidor, a continuación se ilustran dos casos extremos. El primero es cuando la demanda es completamente insensible al precio (perfectamente inelástica). En este caso, la incidencia del impuesto sobre el consumidor es unitaria ($\beta=1$), ya que siempre se demanda la misma cantidad del bien a pesar de que se observen cambios en el precio. Partiendo del punto de equilibrio en el mercado (punto a de la Gráfica 2), la cantidad de equilibrio no se modifica, mientras que el precio pagado por el consumidor aumentará en la misma cantidad que el incremento del impuesto (punto b). De esta manera, el consumidor es quien absorbe la totalidad de la carga fiscal. En contraposición, en este caso extremo el impuesto no provoca una caída en la cantidad producida.

Gráfica 2
Incidencia de un Impuesto al Consumo,
Demanda Perfectamente Inelástica



En el segundo caso, la demanda es extremadamente sensible al precio (perfectamente elástica) de manera que pequeños cambios en éste provocan que se deje de demandar el bien. Para este tipo de demanda la incidencia sobre el consumidor del impuesto es igual a cero ($\beta=0$). Como se observa en la Gráfica 3, la cantidad de equilibrio disminuye de X_0 a X_1 , mientras que el precio pagado por el consumidor no se verá afectado. Sin embargo, el precio que recibe el productor disminuye en la misma cantidad que el impuesto, por lo que es quien absorbe la totalidad del

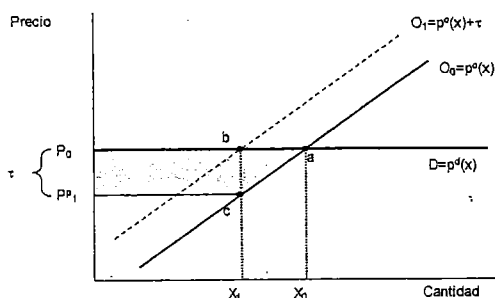
¹ El análisis de esta sección se basa en el "Addendum al Informe sobre la Inflación, Julio-Septiembre 2009" del Banco de México.

² El análisis presentado es de equilibrio parcial, es decir, se considera únicamente el efecto del impuesto en el mercado del producto analizado y no los efectos que pudieran existir sobre los mercados de otros bienes o servicios y sobre los mercados de los factores de producción.

³ Por facilidad de exposición se ilustra un impuesto por unidad. Sin embargo, el análisis es extensivo al de un impuesto ad valorem.

incremento del impuesto. En este caso, el impuesto tiene un impacto importante en la cantidad producida. Así, el análisis tiene implicaciones tanto para el cálculo del impacto de la Reforma Hacendaria sobre los precios, como sobre el PIB, lo cual se lleva a cabo más adelante.

Gráfica 3
Incidencia de un Impuesto al Consumo,
Demanda Perfectamente Elástica



2.2 Metodología de estimación

La estimación del impacto en precios de los cambios fiscales empleando el marco teórico arriba descrito requiere conocer la incidencia fiscal (β) y el aumento en la carga fiscal (τ) para los bienes y servicios afectados por la reforma.

Para la incidencia fiscal se emplearon los valores estimados en el análisis del impacto inflacionario de la reforma fiscal aprobada en 2009 y cuyos resultados se presentaron en el "Addendum al Informe sobre la Inflación, Julio-Septiembre 2009" del Banco de México. Dicho análisis emplea la metodología de Aportela y Werner (2002), trabajo en el que se analiza el alza diferenciada en 1995 de la tasa general de IVA entre la región fronteriza y el resto del país para estimar las incidencias fiscales.⁴ Dado que en 1995 en la región fronteriza la tasa del impuesto no se modificó y en el resto del país sí, esta medida constituye lo que en la literatura económica se denota como un "experimento natural."

Por otra parte, el aumento en la carga fiscal (τ) se estima para cada impuesto en función de su base. Si la base es la cantidad vendida o el valor de la transacción, el aumento en la carga fiscal se estima como la variación que se observaría en el precio si éste reflejara íntegramente el cambio impositivo. Como se detalla adelante, para otros impuestos primero se estima una tasa equivalente a un impuesto ad valorem y con ella, se estima el aumento en la carga fiscal como si fuera un impuesto al valor.

⁴ Aportela y Werner (2002) "La reforma al impuesto al valor agregado de 1995: Efecto inflacionario, incidencia y elasticidades relativas" publicado por el Banco de México.

Una vez determinados la incidencia fiscal y la tasa impositiva para cada bien, es posible estimar el cambio porcentual en el precio al consumidor que resulta del incremento impositivo para cada genérico del INPC. Posteriormente, al cambio porcentual en el precio del bien se le aplica la ponderación que tiene en el INPC, obteniéndose así el impacto inflacionario asociado a ese bien. El impacto total es la suma de los impactos de cada bien.

2.3 Impacto inflacionario estimado

Aplicando la metodología recién descrita, se estimó el incremento que podría tener la variación anual del INPC en diciembre de 2014, respecto al que se observaría sin Reforma Hacendaria.

IVA

Se dan tres cambios en el tratamiento tributario:

- i) El incremento en la tasa general de IVA en la región fronteriza de 11% a 16%. Aplicando la metodología de la Sección 2.2, la evaluación del impacto se realizó con las incidencias para los bienes gravados a tasa general y un incremento en la carga fiscal de 5 puntos porcentuales para todos ellos. El resultado se ajustó dado el ponderador que tienen las ciudades fronterizas en el INPC.
- ii) La eliminación de la exención al transporte terrestre foráneo de pasajeros. Ante la ausencia de una estimación de la incidencia fiscal para este servicio, se empleó la disponible para el grupo de genéricos "Transporte" del INPC. En cuanto al aumento en la carga fiscal, debe recordarse que los insumos para producir un bien o servicio exento se encuentran gravados, por lo que la eliminación de la exención sólo afectará al valor agregado en la última etapa de la cadena.
- iii) Gravar con tasa general a chicles, mascotas y productos procesados para su alimentación. Debido a que los bienes tasa 0% no sufrieron modificaciones en la reforma de 1995, se supuso una incidencia similar a la de la categoría de alimentos, bebidas y tabaco.⁵ A diferencia de los bienes exentos, el gravamen afecta al 100% del valor agregado en toda la cadena.⁶

IEPS no petrolero

Para estimar el efecto del impacto inflacionario de los nuevos gravámenes por IEPS para bebidas saborizadas y alimentos con alta densidad calórica, se utilizó la incidencia estimada para estos bienes. Para

⁵ Esta categoría se refiere a alimentos manufacturados y que, por tanto, se encuentran sujetos al régimen general de IVA.

⁶ Para el cálculo del efecto de la inflación, el incremento en precio se ponderó por la incidencia de cada genérico y por su ponderación dentro del INPC, estas últimas son publicadas por el INEGI.

las bebidas saborizadas, el aumento en la carga fiscal es el porcentaje de su precio que representa la tarifa del impuesto. Para los alimentos con alta densidad calórica, el aumento en la carga fiscal empleado fue la tasa estatutaria de 8%.

ISR, IETU, IDE y derechos

- En el caso del *ISR, IETU, IDE* y los derechos, hay que tomar en cuenta que la base gravable no corresponde a la cantidad vendida o al valor de la transacción, por lo que no es posible calcular directamente un cambio en el precio asociado a la modificación tributaria. No obstante, la metodología descrita en la Sección 2.2 puede aplicarse calculando una tasa equivalente a un impuesto ad valorem (τ^e), expresando la carga fiscal adicional (ΔCF) como una proporción de las ventas totales (Y).

$$\tau^e = \frac{\Delta CF}{Y}$$

- Así, para estimar el efecto de las modificaciones al *ISR, IETU, IDE* aplicables a personas morales, se calculó la tasa equivalente para cada sector de actividad económica. Las incidencias empleadas fueron las promedio de los genéricos que produce cada sector.
- La eliminación del *IETU* disminuye la carga fiscal compensando, al menos parcialmente, el aumento asociado a otras medidas del mismo sistema. Ello mitiga el impacto inflacionario de la reforma a este sistema.
- Para el *IDE* no se estima un impacto inflacionario debido a que es acreditable contra el impuesto sobre la renta.
- En lo que respecta al régimen de personas físicas, si bien habrá un aumento en la carga fiscal, se estima que no es significativa la capacidad que tienen de trasladar el impuesto a otros agentes. No obstante, el aumento en la carga fiscal podría presionar en el futuro, en una magnitud incierta, las negociaciones salariales.

Política de precios de los combustibles

El cambio en la política de precios de los combustibles podría tener dos efectos sobre la inflación:

- Directo. Por tratarse de un precio administrado, para estos bienes se emplea una incidencia unitaria. La variación en la carga fiscal estará determinada por dos factores: a) el *IEPS* ecológico; y, b) un menor desliz, respecto al aplicado en 2013.
- Indirecto. Debido a que se trata de un insumo para la producción de bienes y servicios, un incremento en sus precios afectará la estructura de costos de las empresas. Este impacto se estima a partir de la matriz insumo producto como una proporción del efecto directo.

Impacto total

Tomando en consideración los elementos anteriores, se estima que el impacto total de las medidas tributarias y de la política de precios y tarifas del sector público sobre la variación del *INPC* entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014 podría ser de alrededor de 40 puntos base. Cabe subrayar que este efecto sería transitorio afectando el comportamiento del *INPC* sólo en 2014.

Finalmente, debe recordarse que toda estimación estadística, como la realizada aquí, conlleva un grado de incertidumbre. Además, las estructuras de mercado prevalecientes en 1995, las cuales fundamentan parte de las estimaciones llevadas a cabo para el análisis, pudieron haberse modificado desde entonces.

3. Estimación del Efecto de la Reforma Hacendaria sobre el PIB

Para estimar el impacto de la Reforma Hacendaria sobre el crecimiento del PIB, se consideraron tres tipos de efectos: a) el efecto sobre la producción derivado del incremento en los impuestos que ocasione un cambio en los precios relativos de ciertos bienes, modificando la demanda y la producción de dichos bienes, tal como se describió en el marco teórico anterior; b) el efecto sobre el ingreso disponible del sector privado asociado a mayores impuestos; y, c) el efecto sobre la demanda agregada del incremento en el gasto público.

El efecto de los cambios impositivos sobre la producción de cada sector se estimó, tal como lo implica el marco teórico descrito, multiplicando el cambio en el precio al consumidor de cada sector por la elasticidad de la demanda estimada para dicho sector.⁷

Adicionalmente, se estimó el efecto de las modificaciones al *ISR, IETU* e *IDE* sobre el consumo privado y, por tanto, sobre la demanda agregada. El impacto corresponde al cambio en el ingreso disponible derivado: a) de la eliminación del *IETU* y el *IDE*; y, b) del aumento en la carga fiscal por las medidas en el *ISR* de personas físicas y morales.⁸

Finalmente, se consideró también el impacto favorable que tendría sobre la demanda agregada, tanto el aumento en el gasto público derivado del aumento en la recaudación, como por el mayor déficit. Así, el

⁷ Para aproximar la demanda de largo plazo de cada sector se incluyen en la especificación econométrica las siguientes variables explicativas: el precio relativo de cada sector, la demanda agregada proveniente del sector privado, el gasto público y otros factores que desplazan la demanda. El impacto total resulta de la suma de impactos sectoriales.

⁸ Para evaluar el impacto de estas modificaciones se estimó econométricamente una función consumo y se utilizó dicha estimación para calcular el impacto del aumento impositivo sobre el consumo. Asimismo, se consideró efecto multiplicador de la disminución del consumo sobre el PIB.

impacto neto en la actividad económica estimado indica que los cambios tributarios y la política contracíclica descritas podrían, en conjunto, conducir a una tasa de crecimiento del PIB en 2014 mayor en alrededor de 0.2 puntos porcentuales a la que se observaría en un escenario en el que no se aplican dichas medidas.

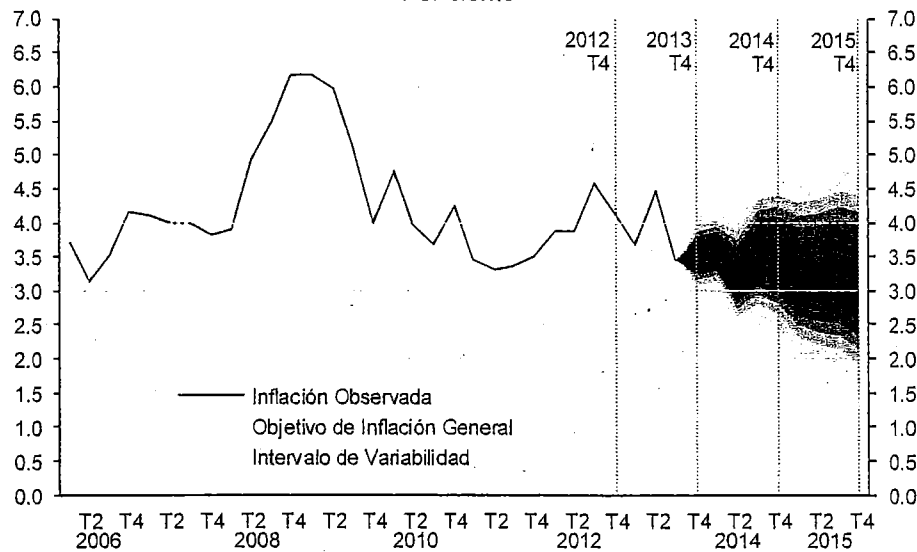
4. Consideraciones Finales

En suma, se estima que la Reforma Hacendaria tendrá un impacto de 40 puntos base sobre la inflación, medida como la variación del INPC entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014. Este impacto sería transitorio con efecto sólo en 2014. Respecto al impacto sobre la actividad económica, las estimaciones indican que la Reforma Hacendaria, incluyendo el impulso fiscal contracíclico, podría

significar una tasa de crecimiento del PIB en 2014 mayor en alrededor de 0.2 puntos porcentuales. En ambos casos, los efectos son con respecto a un escenario sin dichas medidas.

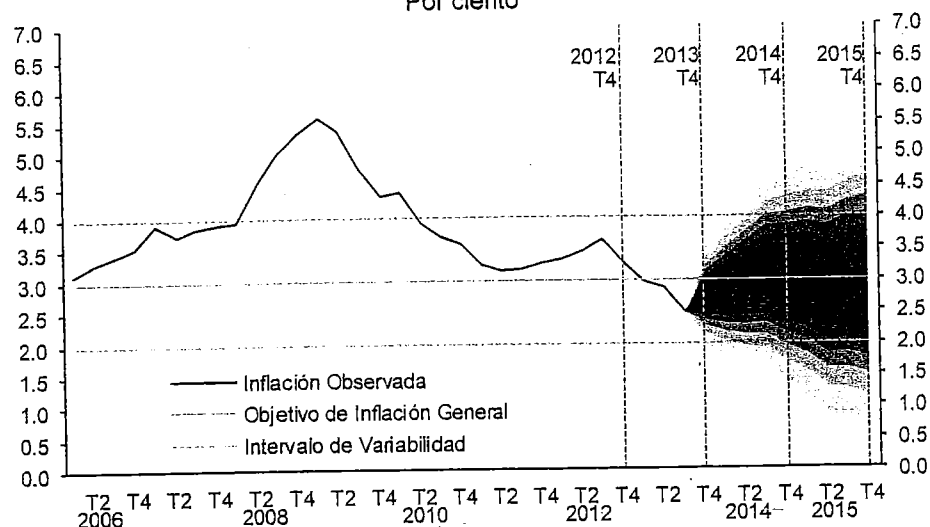
Cabe señalar que las estimaciones sobre el INPC no consideran posibles efectos subsecuentes en los precios, como podría ser la contaminación del proceso de formación de precios en la economía, que pudiesen cambiar las expectativas de inflación. Si bien el efecto estimado sobre el INPC es moderado y transitorio, en un contexto en el que se estima prevalezcan condiciones de holgura en la economía, la Junta de Gobierno del Instituto Central estará atenta a que no se contaminen otros precios y a que las expectativas de inflación continúen bien ancladas.

Gráfica 45
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual ^{1/}
Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual.
Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 46
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual^{1/}
 Por ciento



La trayectoria prevista para la inflación no está exenta de riesgos y podría verse afectada por diversos factores, entre los cuales se encuentran:

- i. En el corto plazo, la posibilidad de que la recuperación de la actividad económica en el país resulte menor a la anticipada podría provocar presiones a la baja.
- ii. En cuanto a los riesgos al alza, ante la mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, no pueden descartarse ajustes cambiarios con su consecuente efecto sobre la inflación. No obstante, dependiendo del tamaño de estos últimos, sería de esperarse un efecto reducido derivado del bajo traspaso de variaciones cambiarias a la inflación.

En suma, se considera que el balance de riesgos para la inflación en el horizonte en que tiene efecto la política monetaria ha mejorado. Lo anterior se refuerza por una trayectoria esperada de los precios internacionales de las materias primas a la baja así como por las perspectivas de buen abasto de agua en los próximos ciclos agrícolas, dada la recuperación que recientemente se observó en el nivel de las presas a nivel nacional.

Dadas las consideraciones previas y que el Banco de México anticipa que el mayor grado de holgura en la economía prevalezca por un periodo prolongado, aunque reduciéndose en el horizonte de tiempo en el que opera la política monetaria, y tomando en cuenta la política fiscal prevista, la Junta de Gobierno estima que la postura monetaria es congruente con la convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento. No obstante, considera que no serán recomendables reducciones adicionales al objetivo para la tasa de interés de referencia en el futuro previsible, siendo que la tasa de interés real ex-ante de corto plazo se ubica en niveles cercanos a cero. Así, la postura macroeconómica actual es conducente a una recuperación paulatina de la economía sin generar presiones inflacionarias. En todo caso, la Junta de Gobierno se mantendrá atenta

a que los cambios de precios relativos derivados de las modificaciones fiscales no causen efectos de segundo orden sobre la inflación. Asimismo, se mantendrá vigilante a las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tengan la evolución de la actividad económica y la postura monetaria relativa de México frente a Estados Unidos, entre otros factores, con el fin de estar en condiciones de alcanzar la meta de inflación señalada.

Cabe destacar que ha comenzado a revertirse el entorno internacional caracterizado por elevados precios de los bienes primarios, bajas tasas de interés y una amplia liquidez en los mercados financieros internacionales que prevaleció durante los últimos años. Por consiguiente, es probable que en los próximos años las economías emergentes, entre ellas México, enfrenten una coyuntura externa relativamente más difícil, particularmente en lo que se refiere a las fuentes disponibles para el financiamiento de su actividad. Ante esta coyuntura, es necesario que dichas economías adopten políticas públicas y reformas económicas orientadas a promover las fuentes internas de crecimiento y que impulsen y mantengan sólidos fundamentos económicos. En este sentido conviene destacar dos elementos que serán claves para apoyar una evolución favorable de la economía mexicana en los siguientes años. El primero se refiere a las reformas estructurales recientemente implementadas en México y aquellas que actualmente se discuten en el Congreso. En la medida en que éstas aumenten la productividad y competitividad de la economía, será posible alcanzar tasas elevadas y sostenidas de crecimiento sin comprometer la estabilidad de precios. El segundo se refiere a la importancia de fortalecer el marco para la conducción de la política macroeconómica, en particular las finanzas públicas. Ello se logrará en la medida en que se consolide una trayectoria descendente de déficits públicos, tendiente al equilibrio, que garantice la sostenibilidad de la deuda pública y que permita que mayores recursos se canalicen para el financiamiento al sector privado. En este sentido, son fundamentales el compromiso del Gobierno Federal de llevar a cero el déficit fiscal a más tardar en 2017 y el fortalecimiento de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria.

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 sobre la Inflación en 2014

En el Cuadro 1 de este anexo se presenta el calendario para el año 2014 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 sobre la inflación.

Cuadro 1
Calendario para 2014

Mes	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria	Minutas sobre las Reuniones de la Junta de Gobierno referentes a las Decisiones de Política Monetaria	Informes sobre la Inflación ^{1/}
Enero	31		
Febrero		14	12
Marzo	21		
Abril	25	4	
Mayo		9	14
Junio	6	20	
Julio	11	25	
Agosto			13
Septiembre	5	19	
Octubre	31		
Noviembre		14	12
Diciembre	5	19	

^{1/} El Informe sobre la Inflación que se publicará el 12 de febrero corresponde al del cuarto trimestre de 2013, el del 14 de mayo al del primer trimestre de 2014, el del 13 de agosto al del segundo trimestre de 2014, y el del 12 de noviembre al del tercer trimestre de 2014.

El calendario considera 8 fechas para los anuncios de las decisiones de política monetaria en 2014. Dos semanas después de cada anuncio se publicarán las Minutas correspondientes. 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.