



BANCO DE MÉXICO

Política Monetaria
Informe sobre el Primer Semestre de 2013

Septiembre 2013

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

El artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene disposiciones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo ha considerado más apropiada para dicho fin es la presentación por el Banco Central de informes sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción II, que en septiembre de cada año este Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio de que se trate.

En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2013.

En apego al ordenamiento legal, este Informe enfatiza las acciones de política monetaria instrumentadas durante el semestre. Cabe mencionar que dichas acciones fueron reseñadas en los Informes sobre la Inflación del primero y segundo trimestres del presente año, e informadas oportunamente al público a través de los boletines de prensa emitidos por la Institución. En congruencia con lo anterior en este Informe se reporta información hasta el 30 de junio de 2013. Información económica más reciente puede consultarse en otras publicaciones del Banco de México como son las que corresponden a los anuncios de las decisiones de política monetaria y las minutas de la reunión de la Junta de Gobierno con motivo de las referidas decisiones de política monetaria.

CONTENIDO

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	3
2.1. La Inflación en el Primer Semestre de 2013	3
2.2. Salarios.....	7
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Semestre de 2013.....	8
3.1. Condiciones Externas.....	8
3.1.1. Actividad Económica Mundial	8
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	12
3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación.....	12
3.1.4. Mercados Financieros Internacionales	13
3.2. Evolución de la Economía Mexicana	15
3.2.1. Actividad Económica.....	15
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País	19
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación	21
5. Consideraciones Finales	29

1. Introducción

Durante el primer semestre de 2013 el comercio internacional siguió debilitándose y el crecimiento global continuó presentando una desaceleración, aunque se observaron diferencias importantes, por un lado, entre las principales economías avanzadas y, por el otro, entre éstas y las de los países emergentes. En Estados Unidos, la economía mostró una recuperación debido principalmente al dinamismo de la demanda privada. Por su parte, si bien la actividad económica de la zona del euro registró una ligera mejoría, continuó mostrando señales de debilidad. En las economías emergentes se observó una desaceleración de la actividad económica. En este contexto, los precios internacionales de los principales productos primarios continuaron en general con una tendencia a la baja. Lo anterior, junto con el entorno de bajo crecimiento, se vio reflejado en niveles moderados de inflación en las principales economías avanzadas y en la mayoría de las emergentes.

En los primeros meses de 2013, las medidas que adoptaron las autoridades de las principales economías avanzadas para fortalecer la recuperación económica, entre las que destacan posturas monetarias más acomodaticias, dieron lugar a una mejoría gradual en los mercados financieros internacionales. En este entorno, los flujos de capital hacia las economías emergentes aumentaron, si bien con cierta volatilidad. En México se registró una importante apreciación del peso y disminuciones en las tasas de interés de mercado a niveles mínimos históricos. Sin embargo, a mediados del segundo trimestre del año la Reserva Federal de Estados Unidos anunció que, de mantenerse la recuperación en el empleo y una trayectoria de la inflación congruente con su objetivo de largo plazo, podría comenzar a reducir el ritmo de compra de activos en el segundo semestre del año. Lo anterior generó aumentos en las primas de riesgo y, por ende, en las tasas de interés de mediano y largo plazo en Estados Unidos. Debido a la importancia global de las condiciones financieras en ese país, las tasas de interés de largo plazo en México y otras economías también se incrementaron en un contexto de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales. Si bien todos los mercados emergentes se vieron afectados por la referida volatilidad, fue menor el impacto en aquéllos con mejores fundamentos macroeconómicos, como es el caso de México. Así, los ajustes en los mercados financieros nacionales se dieron de manera ordenada.

En cuanto a la actividad económica en México, durante el primer semestre de 2013 se intensificó la desaceleración que la economía comenzó a registrar en la segunda mitad de 2012. Esta pérdida de dinamismo obedeció a una serie de choques adversos, tanto internos como externos, que significaron una ampliación de la holgura en la economía.

En lo que corresponde al desempeño de la inflación, hacia el final del primer trimestre e inicio del segundo se observó un repunte importante de la inflación general anual a raíz de una elevación considerable de su componente no subyacente. Este incremento fue influido por efectos de base de comparación y por la ocurrencia de choques de oferta claramente identificados que afectaron de manera transitoria los precios relativos de un conjunto reducido de bienes de la

canasta no subyacente del INPC. Sin embargo, este repunte fue temporal como se anticipó y la inflación general anual inició una tendencia a la baja a partir de mayo. Cabe señalar que durante la primera mitad del año la inflación subyacente se mantuvo prácticamente todo el tiempo por debajo de 3 por ciento e incluso presentó una ligera tendencia a la baja.

La fase cíclica por la que atravesó la economía muestra que por el lado de los mercados de los insumos no se presentaron presiones sobre la inflación durante el primer semestre de 2013. Así, las condiciones monetarias que prevalecieron fueron conducentes a que no se registraran efectos de segundo orden derivados de los cambios en precios relativos y fueron congruentes con la trayectoria convergente de la inflación al objetivo de 3 por ciento en el mediano plazo. Como reflejo de ello las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantuvieron estables durante el periodo referido.

En los últimos años, si bien diversos choques de oferta afectaron los niveles de inflación en México, las acciones del Instituto Central contribuyeron a generar un ambiente de credibilidad en torno a los esfuerzos de reducción de la inflación en México. Debido a los avances estructurales en materia de combate a la inflación, los choques referidos afectaron su evolución sólo de manera transitoria y cada vez en menor medida, sin comprometer el proceso de convergencia al objetivo de 3 por ciento. En este contexto, en marzo de 2013 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día para ubicarla en 4 por ciento. Esta reducción en la tasa de interés de referencia, además de reconocer los logros de mediano plazo en el abatimiento de la inflación, facilitó el ajuste de la economía a un entorno de menor crecimiento económico y menor inflación. Posteriormente, la Junta de Gobierno dispuso mantener sin cambio la tasa de interés de referencia en sus decisiones de abril y junio, indicando que la postura de política monetaria era congruente con la convergencia de la inflación al objetivo de 3 por ciento en el horizonte en el que opera la política monetaria. Adicionalmente, la Junta aclaró que se mantendría vigilante de las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tuvieran tanto el desempeño de la actividad económica, como la postura monetaria relativa de México frente a otros países.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Primer Semestre de 2013

En México desde finales de los años noventa, la inflación general anual inició un proceso de convergencia hacia la meta de 3 por ciento. Este proceso fue más evidente en la dinámica de la inflación subyacente anual –principal indicador de tendencia de mediano plazo de la inflación general– ya que los choques de oferta que impactaron a la inflación en los últimos años estuvieron concentrados en el componente no subyacente. Como se muestra en esta sección, el referido proceso de convergencia de la inflación en México hacia menores niveles también puede identificarse en el indicador que excluye alimentos y energéticos del cálculo general de la inflación al consumidor –índice que coincide con la definición de inflación subyacente empleada en varios países, como es el caso de Estados Unidos.

Durante el primer semestre de 2013 la inflación general anual promedio fue 4.07 por ciento, en tanto que en el semestre previo se ubicó en 4.35 por ciento (Cuadro 1). Si bien en el periodo que se reporta la trayectoria de la inflación fue afectada por algunos choques de oferta que incidieron sobre los precios de un grupo reducido de productos agropecuarios, así como por incrementos en algunos precios públicos, la conducción de la política monetaria contribuyó a que no se presentaran efectos de segundo orden. Consecuentemente, el efecto sobre la inflación de los referidos choques e incrementos en precios fue temporal. Así, luego de alcanzar una inflación anual de 4.65 por ciento en abril, el indicador general retomó su trayectoria a la baja al irse disipando el efecto de los choques mencionados ubicándose en 4.09 por ciento en junio (Gráfica 1).

La ausencia de efectos de segundo orden derivados de los choques de oferta resulta evidente al observar la evolución del componente subyacente. La inflación anual promedio de dicho componente en el primer semestre de 2013 fue 2.91 por ciento, mientras que en el semestre anterior fue 3.44 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2). En el mismo sentido, el índice de precios que excluye de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) tanto alimentos como energéticos, mostró tasas de crecimiento anual menores a 3 por ciento desde el primer semestre de 2011, ubicándose en el primer semestre de 2013 en 2.44 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 3).

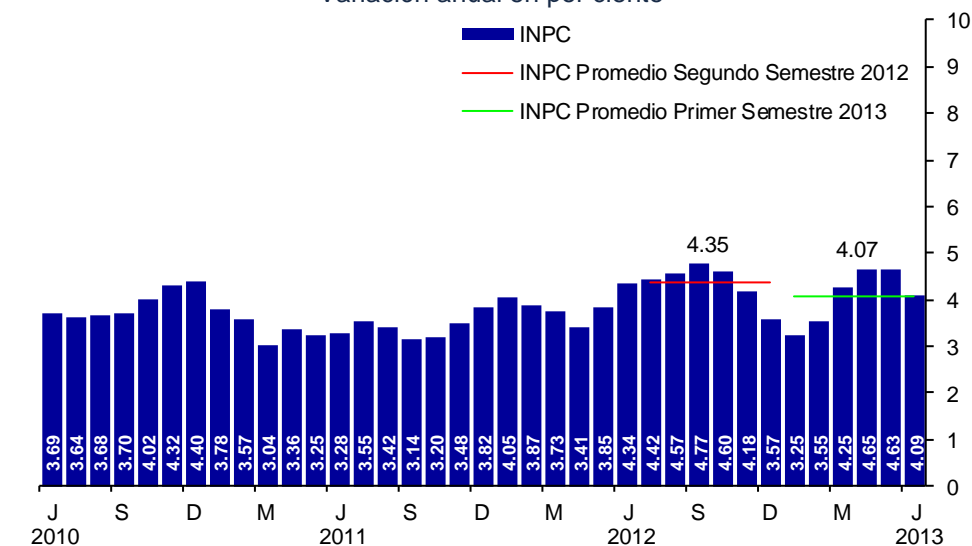
Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
 Variación anual en por ciento

	Variación Anual		
	1er semestre 2012	2do semestre 2012	1er semestre 2013
Índice General	3.87	4.35	4.07
Subyacente	3.40	3.44	2.91
Mercancías	4.59	5.13	3.71
Alimentos, Bebidas y Tabaco	6.71	6.63	4.53
Mercancías no Alimenticias	2.97	3.97	3.07
Servicios	2.41	2.04	2.23
Vivienda	1.92	1.99	2.12
Educación (Colegiaturas)	4.43	4.47	4.49
Otros Servicios	2.36	1.41	1.70
No Subyacente	5.48	7.41	7.88
Agropecuarios	5.88	12.77	11.40
Frutas y Verduras	-2.41	9.37	9.86
Pecuarios	11.68	14.94	12.30
Energéticos y Tarifas Autorizadas por Gobierno	5.25	4.42	5.88
Energéticos	7.78	6.81	6.62
Tarifas Autorizadas por Gobierno	0.82	0.22	4.35
INPC Excluyendo Alimentos y Energía ^{1/}	2.25	2.21	2.44

Fuente: Banco de México e INEGI.

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

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



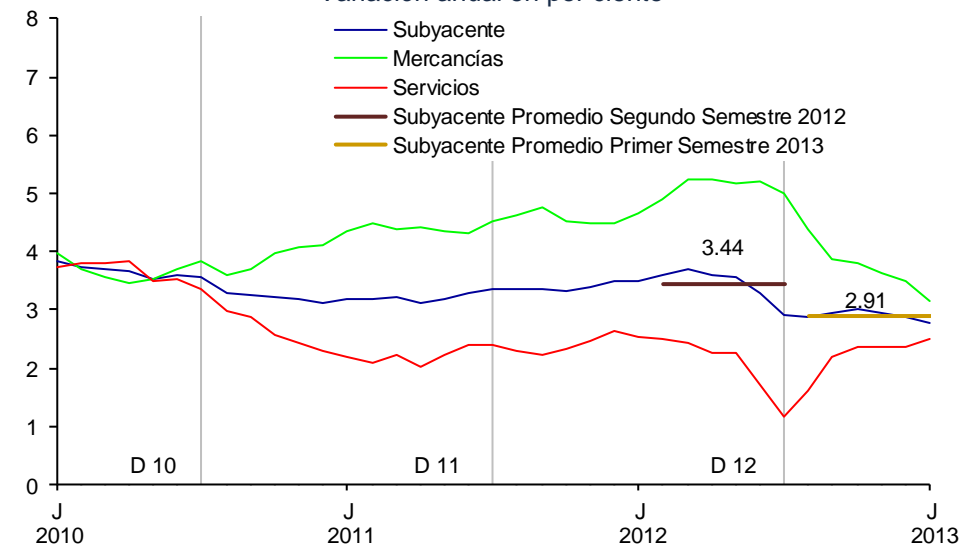
Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente de las mercancías tuvo una tasa de crecimiento anual promedio de 3.71 por ciento en el primer semestre de 2013, en tanto que la cifra

del semestre precedente fue 5.13 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2). Este resultado fue reflejo del desvanecimiento de los choques registrados en 2012 asociados a los incrementos en los precios internacionales de materias primas y a la presencia de mayores ofertas en un entorno en el que los indicadores de ventas al menudeo registraron un debilitamiento importante. De esta forma, el rubro de las mercancías alimenticias tuvo una tasa de crecimiento anual promedio de 4.53 por ciento en el primer semestre de 2013, en tanto que en el semestre anterior la cifra respectiva fue 6.63 por ciento, destacando la menor incidencia de los productos derivados del maíz y de la soya. Por su parte, las variaciones anuales promedio de las mercancías no alimenticias fueron de 3.07 y 3.97 por ciento en los periodos señalados, sobresaliendo la menor incidencia de los artículos de limpieza, higiene personal y automóviles.

El subíndice de precios subyacente de los servicios, el cual refleja de mejor forma las condiciones domésticas que afectan a la inflación, se mantuvo por abajo del objetivo permanente de inflación de 3 por ciento, lo cual es indicativo de ausencia de presiones inflacionarias por el lado de la demanda. En particular, durante el semestre de referencia este indicador presentó una tasa de crecimiento anual promedio de 2.23 por ciento, mientras que en el segundo semestre de 2012 la cifra fue 2.04 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2). El aumento se explica, principalmente, por el comportamiento observado en las tarifas de los servicios de telefonía las cuales presentaron reducciones de menor proporción a las observadas en el mismo periodo del año previo. Así, las variaciones anuales promedio del rubro de servicios distintos a la vivienda y a la educación fueron 1.70 y 1.41 por ciento en el primer semestre de 2013 y el segundo del año previo, respectivamente (Cuadro 1).

Gráfica 2
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Durante el primer semestre de 2013, el componente no subyacente de la inflación experimentó una serie de choques adversos de oferta, así como el ajuste de algunas tarifas de precios públicos. En consecuencia, la inflación anual promedio

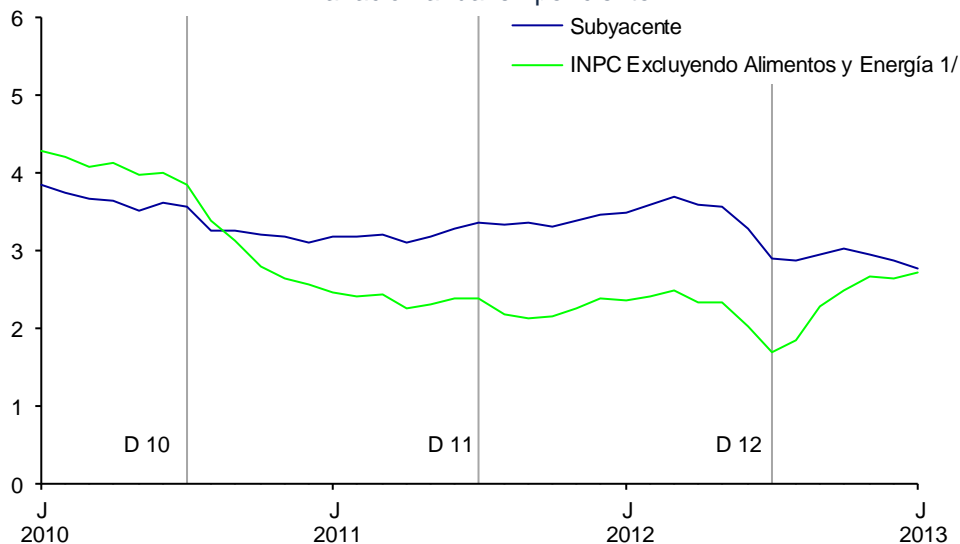
de dicho componente en el primer semestre de 2013 se ubicó en 7.88 por ciento, mientras que en el semestre anterior fue 7.41 por ciento (Cuadro 1).

En particular, se registraron dos choques de oferta que afectaron los precios de algunos productos agropecuarios: i) las heladas al inicio de marzo que dañaron la producción de algunas hortalizas y ii) el nuevo brote de influenza aviar que incidió sobre los precios del huevo y de la carne de pollo. Lo anterior se conjugó con una baja base de comparación correspondiente al mismo periodo del año previo. No obstante, hacia el final del primer semestre de 2013 los efectos de estos choques comenzaron a desvanecerse. De esta forma, la tasa de variación anual promedio del grupo de productos agropecuarios en el semestre de referencia fue 11.40 por ciento, en tanto que en el semestre precedente fue 12.77 por ciento.

Por su parte, el subíndice de precios de energéticos y tarifas autorizadas por el gobierno presentó en el primer semestre de 2013 una tasa de variación anual promedio de 5.88 por ciento, mientras que en segundo semestre del año anterior fue 4.42 por ciento. Al respecto influyeron cuatro factores: i) la revisión al alza de tarifas del transporte público en algunas localidades, destacando el Distrito Federal y el Estado de México debido a su peso en el INPC, ii) cambio en los factores estacionales del INPC derivado de la actualización de sus ponderadores, iii) el mayor deslíz que registran los precios de las gasolinas con respecto al que tuvieron en 2012 y, iv) la dilución del efecto generado por la eliminación de la tenencia vehicular en diversas entidades que se observó el año previo.

En resumen, dada la evolución de la inflación en el primer semestre de 2013, se considera que las condiciones monetarias que prevalecieron en la economía fueron conducentes a que no se presentaran efectos de segundo orden derivados de los cambios en precios relativos y fueron congruentes con que la tendencia de mediano plazo de la inflación continuara siendo a la baja.

Gráfica 3
Índice Nacional de Precios al Consumidor Excluyendo Alimentos y Energía
 Variación anual en por ciento



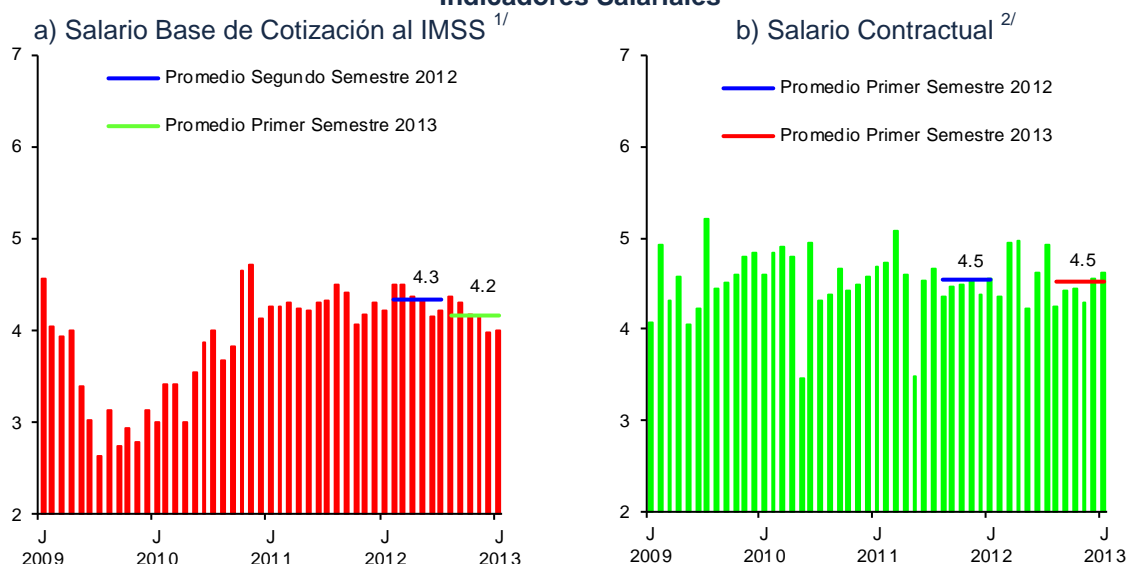
Fuente: Banco de México e INEGI.

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

2.2. Salarios

En lo referente a las remuneraciones del sector formal, la tasa de crecimiento anual promedio del salario base de cotización al IMSS fue 4.2 por ciento durante los primeros seis meses de 2013 (4.3 por ciento en el semestre anterior, Gráfica 4a). Por su parte, el incremento al salario contractual negociado por empresas de jurisdicción federal fue 4.5 por ciento durante el primer semestre de 2013, igual al observado en el mismo lapso del año previo (Gráfica 4b). Así, el desempeño de los salarios en combinación con los incrementos que se observaron en la productividad laboral de la economía implicaron que los costos unitarios de la mano de obra se mantuvieran en niveles bajos, lo que contribuyó a limitar posibles presiones sobre los precios (véase Sección 4).

Gráfica 4
Indicadores Salariales



1/ Durante el primer semestre de 2013 se registraron en promedio 16.2 millones de cotizantes a dicho Instituto.

2/ El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la Secretaría del Trabajo y Previsión Social (STPS) equivale aproximadamente a 2.0 millones.

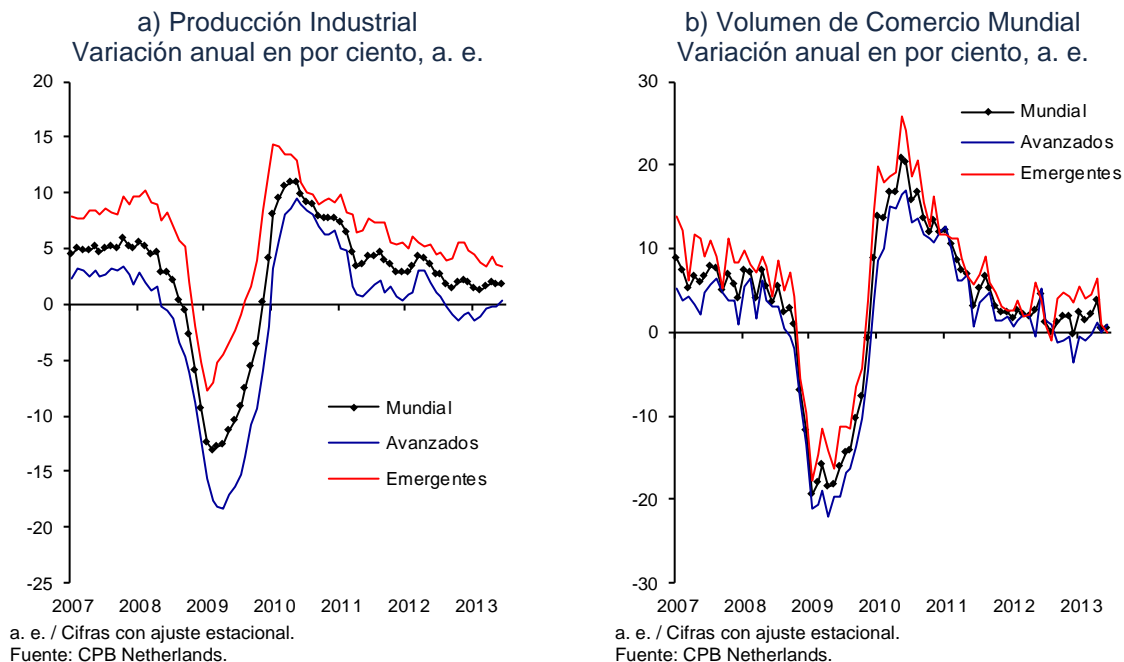
Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del INEGI, IMSS y STPS.

3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Semestre de 2013

3.1. Condiciones Externas

La actividad económica mundial siguió mostrando debilidad durante el primer semestre de 2013. En particular, la economía de Estados Unidos continuó creciendo, si bien a un ritmo moderado, la actividad económica en la zona del euro siguió estancada, y el ritmo de expansión de las principales economías emergentes disminuyó. Así, el comercio internacional perdió dinamismo, afectando la actividad industrial a nivel global (Gráfica 5). En este contexto de continua debilidad de la economía mundial y de menores precios de las materias primas, la inflación se mantuvo en general en niveles bajos en la mayoría de las economías avanzadas y emergentes. Por su parte, luego de una mejoría en los mercados financieros internacionales en el primer trimestre del año, se observó un incremento en la volatilidad a partir de mediados del segundo trimestre ante los señalamientos de algunos miembros de la Reserva Federal sobre una posible reducción en el ritmo de sus compras de activos financieros a partir de la segunda mitad de 2013. Esto se reflejó en un incremento en las tasas de interés de largo plazo.

Gráfica 5
Actividad Económica Mundial



3.1.1. Actividad Económica Mundial

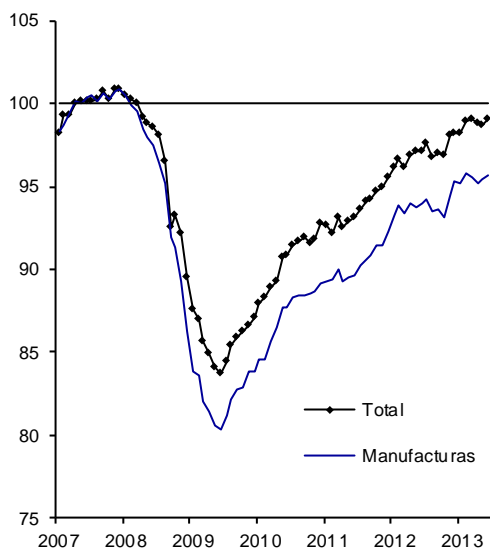
La economía de Estados Unidos continuó expandiéndose durante el primer semestre de 2013, a pesar de los efectos de una mayor consolidación fiscal y de un menor crecimiento de las exportaciones. No obstante, existieron diferencias entre sectores, con los servicios y la construcción mostrando un mejor

desempeño que el observado en la producción industrial, en particular en las manufacturas.¹ Así, el ritmo de crecimiento de la producción industrial se moderó significativamente durante el semestre, pasando de una tasa trimestral anualizada de 4.2 por ciento en los primeros tres meses del año a una de sólo 0.6 por ciento en el periodo abril-junio. El mercado laboral tuvo una mejoría durante el primer semestre, con la nómina no agrícola registrando un aumento promedio mensual de 198 mil plazas, comparado con 180 mil plazas en la segunda mitad de 2012. Asimismo, la tasa de desempleo disminuyó de 7.8 por ciento en diciembre de 2012 a 7.6 por ciento en junio de 2013. Cabe destacar que esto último se debió en parte a la caída de la tasa de participación laboral (Gráfica 6b).

Gráfica 6

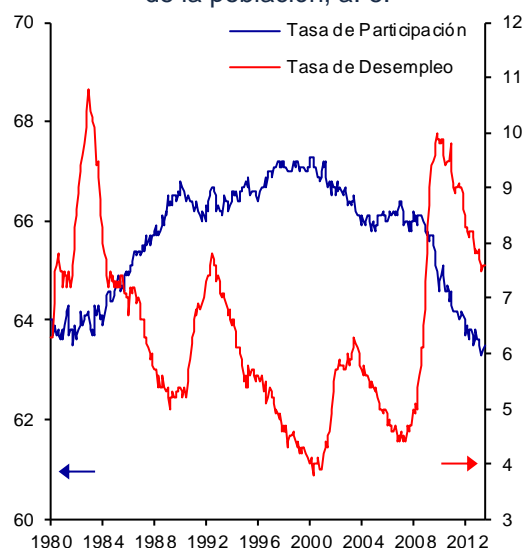
Actividad Económica en Estados Unidos

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



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

b) Tasa de Desempleo y Tasa de Participación Laboral
En por ciento de la fuerza laboral y de la población, a. e.



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

La entrada en vigor de nuevas medidas de consolidación fiscal, incluyendo la reducción del gasto federal asociada a los recortes automáticos (“*Sequestration*”), tuvo un impacto negativo importante en el crecimiento del PIB estadounidense durante el primer semestre.² La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) estimó una caída del déficit fiscal de 7.0 por ciento del PIB en 2012 a 4.0 por ciento del PIB en 2013. De acuerdo a los pronósticos del CBO,

¹ Cabe señalar que la actividad manufacturera representa solo alrededor del 12 por ciento del PIB en Estados Unidos, y provee menos del 9 por ciento del total de empleos de la nómina no agrícola.

² El compromiso alcanzado por el Congreso bajo la ley denominada “*American Taxpayer Relief Act*”, incluyó, entre otras medidas, un alza a los impuestos para familias de altos ingresos y en el impuesto de nómina de 4.2 a 6.2 por ciento, la continuación de los actuales beneficios del seguro de desempleo y de la reducción de los pagos a médicos de Medicare por un año más, y la posposición hasta el 1 de marzo de 2013 de la entrada en vigor de los recortes automáticos al gasto federal. Además, se aprobó, a principios de febrero de 2013, una suspensión del techo de la deuda del gobierno federal (“*Debt Ceiling*”) de 16.4 billones de dólares hasta el 18 de mayo de 2013.

este ajuste fiscal tendría un efecto negativo sobre el crecimiento del PIB en 2013 de alrededor de 1.5 puntos porcentuales.

Los efectos del mayor ajuste fiscal sobre el crecimiento de la economía fueron contrarrestados por una recuperación de la demanda interna privada. En particular, el gasto en consumo privado aceleró su ritmo de expansión en la primera mitad del año como resultado de un aumento en la riqueza neta, debido a los incrementos en los precios de la vivienda y en los índices accionarios, una mayor disponibilidad de crédito y la mejoría sostenida del empleo. Esto último contribuyó a los avances en el fortalecimiento de la situación financiera de las familias. Por su parte, el ritmo de expansión de la inversión fija no residencial se desaceleró, a pesar de la amplia disponibilidad de fondos internos del sector corporativo y de la mejoría en las condiciones de financiamiento. La inversión se vio afectada por la incertidumbre asociada al proceso de consolidación fiscal en Estados Unidos, y por las perspectivas de persistente debilidad de la economía mundial. En contraste, la inversión privada residencial continuó expandiéndose a tasas de dos dígitos. Por otra parte, las exportaciones netas contribuyeron negativamente al crecimiento del producto en el primer semestre del año.

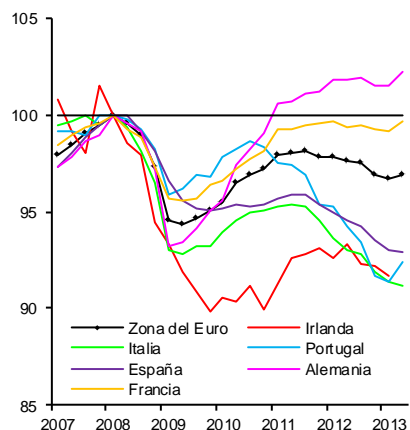
Dada la perspectiva de una consolidación de la recuperación de la actividad, particularmente del empleo, algunos miembros de la Reserva Federal señalaron a mediados del segundo trimestre del año, que si la actividad económica continuaba recuperándose en línea con lo previsto, el instituto central podría iniciar la reducción de sus compras de activos financieros en la segunda mitad del presente año.³ Esto provocó el inicio de un proceso de descompresión de algunas primas de riesgo en los mercados financieros, que se tradujo en incrementos en las tasas de interés de mediano y largo plazo de Estados Unidos.

En la zona del euro, la actividad tuvo cierta recuperación en el segundo trimestre de 2013, después de seis trimestres consecutivos mostrando tasas negativas (Gráfica 7a). Por su parte, la producción industrial aceleró su crecimiento, de 0.9 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre a 4.8 por ciento en el segundo, en tanto que la confianza de los hogares mejoró (Gráfica 7b). En contraste con lo anterior, la tasa de desempleo en la región alcanzó un nuevo máximo histórico en marzo, de 12.1 por ciento, que se mantuvo durante el resto del semestre (Gráfica 7c). Los esfuerzos de consolidación fiscal, la fragilidad del sistema bancario y el proceso de desendeudamiento en curso, particularmente en las economías de la periferia, fueron factores que continuaron afectando a la zona del euro en la primera mitad del año.

³ La Reserva Federal comenzó a finales de 2008 la implementación de una serie de programas de relajamiento monetario cuantitativo (QE), consiguiendo con ello una disminución en las tasas de interés de largo plazo. Dicha disminución obedeció a que en la medida en que el referido banco central adquiría cantidades masivas de activos, en particular de bonos del Tesoro y de activos respaldados por hipotecas, se generaba una baja en ciertas primas de riesgo.

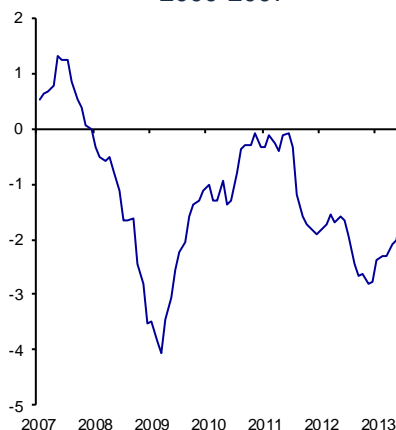
Gráfica 7

Actividad Económica en Zona del Euro

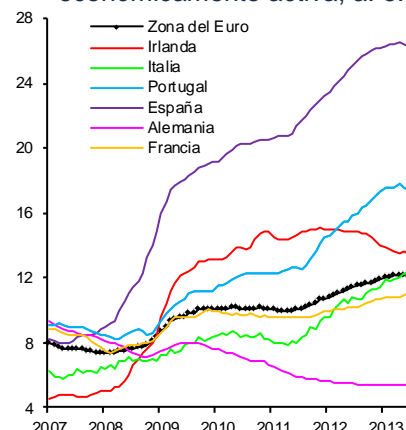
a) Producto Interno Bruto Real
Índice 1er. trimestre 2008=100, a. e.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística de Portugal.

b) Confianza de los Consumidores
Desviación estándar del promedio
2000-2007

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Comisión Europea y Markit.

c) Tasa de Desempleo
En por ciento de la población
económicamente activa, a. e.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Eurostat.

Las medidas para incrementar la disponibilidad de liquidez adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE) continuaron relajando las condiciones financieras para los países miembros de la zona del euro. Sin embargo, persistió una elevada fragmentación de los mercados crediticios de la región y un círculo vicioso entre las dificultades de los bancos y de los emisores soberanos. Con objeto de enfrentar estos problemas, las autoridades europeas realizaron avances en la conformación de una unión bancaria, que incluyeron: i) un acuerdo para llevar a cabo una revisión de la calidad de los activos de los bancos de la zona del euro durante el primer trimestre de 2014 y ii) la propuesta de un marco regulatorio para la intervención y resolución de instituciones financieras.⁴

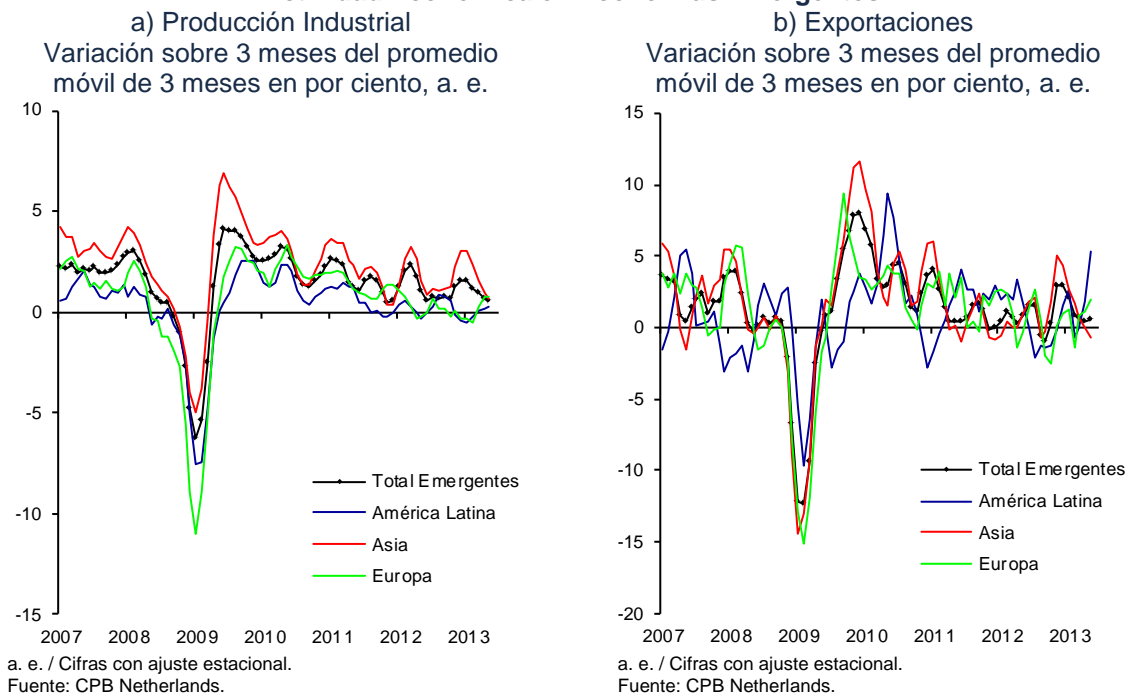
En Japón, la adopción por parte de las autoridades de una postura monetaria más acomodaticia y de un mayor estímulo fiscal, tuvo un efecto positivo sobre la confianza y el consumo privado, y generó una depreciación del tipo de cambio real. Así, el PIB se expandió en el primer semestre, después de haberse contraído en el semestre previo. El gasto de los consumidores y las exportaciones fueron los principales factores que apoyaron la recuperación de la economía.

El crecimiento de las principales economías emergentes se moderó en el primer semestre de 2013, en lo que influyeron menores precios de los productos primarios y un reducido dinamismo de la demanda interna y externa. El ritmo de expansión de la producción industrial disminuyó, lo que reflejó en gran medida el bajo incremento de las exportaciones de estas economías (Gráfica 8).

⁴ En el Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2013 se describen los detalles de estas medidas, así como la propuesta para el Mecanismo de Resolución Único (SRM, por sus siglas en inglés), el cual complementará al esquema de supervisión único (SSM, por sus siglas en inglés).

Gráfica 8

Actividad Económica en Economías Emergentes



3.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de los productos primarios mostraron en general una tendencia a la baja en la primera mitad del año. Las cotizaciones internacionales del petróleo disminuyeron durante la mayor parte del semestre, ante las menores perspectivas de demanda, así como por una mayor oferta de crudo, consecuencia de un incremento de la producción de países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), en particular Estados Unidos. No obstante, los precios del petróleo repuntaron hacia finales del semestre debido al resurgimiento de riesgos geopolíticos en Medio Oriente. Por su parte, los precios de los granos disminuyeron durante la primera mitad del año, como resultado de expectativas de una amplia oferta mundial de estos productos dadas las mejores condiciones climáticas.

3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación

La inflación permaneció en niveles bajos en las principales economías avanzadas y emergentes durante el primer semestre de 2013, ante un entorno en el que la actividad económica global continuó débil y los precios de los productos primarios registraron movimientos a la baja (Gráfica 9).

En Estados Unidos, la inflación general anual se mantuvo en niveles bajos durante el primer semestre, pasando de 1.7 por ciento en diciembre de 2012 a 1.8 por ciento en junio de 2013, ubicándose así por debajo del objetivo de largo plazo de la Reserva Federal de 2 por ciento. Por su parte, la inflación subyacente anual disminuyó de 1.9 por ciento a 1.6 por ciento en el mismo periodo. La reducción de la inflación subyacente se observó básicamente durante el segundo trimestre y reflejó la desaceleración de la demanda externa por bienes, la

modesta apreciación del dólar y una disminución temporal en los precios de los servicios médicos.

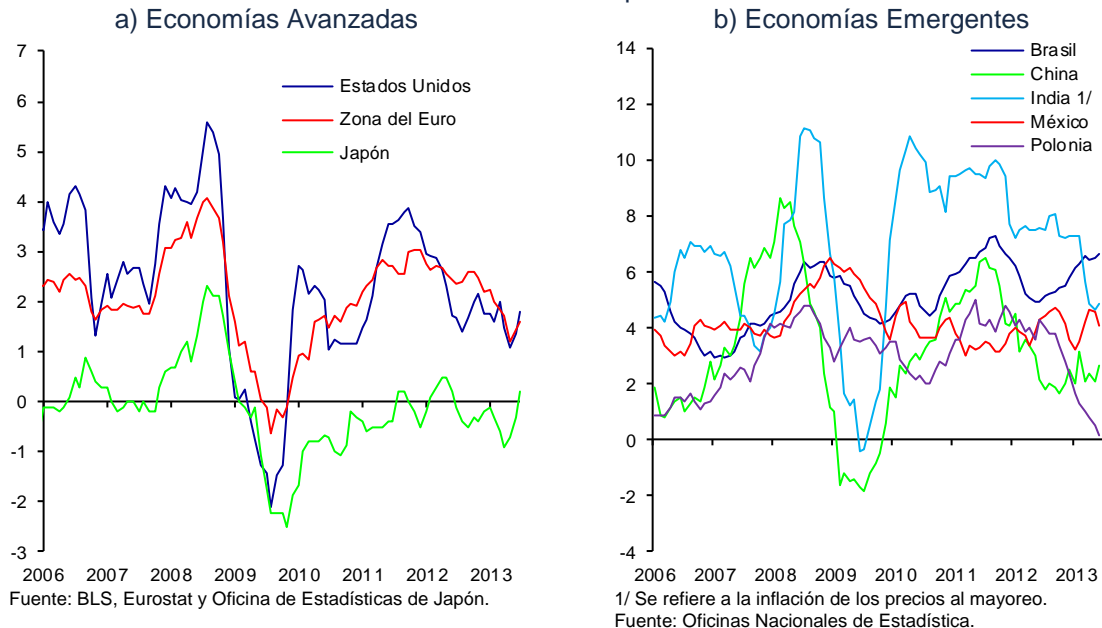
En la zona del euro, la inflación general anual se redujo en el primer semestre, al pasar de 2.2 por ciento en diciembre de 2012 a 1.6 por ciento en junio de 2013, colocándose por debajo del objetivo del BCE de una inflación menor, pero cercana a 2 por ciento en el mediano plazo. La inflación subyacente también disminuyó en el periodo referido, de 1.6 a 1.2 por ciento. Así, la debilidad de la economía y el elevado desempleo contribuyeron a que la inflación permaneciera baja en la región.

En Japón, la variación anual del índice general de precios al consumidor pasó de -0.1 por ciento en diciembre de 2012 a 0.2 por ciento en junio de 2013, lo que en parte reflejó una fuerte depreciación del yen, así como mayores precios de la energía hacia finales del semestre. La variación porcentual de los precios excluyendo alimentos y energía pasó de -0.6 a -0.3 por ciento en el mismo periodo.

En las principales economías emergentes la inflación se mantuvo en niveles moderados durante la primera mitad del año. A ello contribuyó la disminución en los precios internacionales de los productos primarios y el menor dinamismo de su actividad económica.

Gráfica 9
Inflación General en Economías Avanzadas y Emergentes

Variación anual en por ciento



3.1.4. Mercados Financieros Internacionales

Las diferencias en el desempeño de la actividad económica entre países tuvieron como consecuencia una desincronización entre las políticas monetarias de los principales bancos centrales. Así, la diferencia en la posición cíclica de los

principales países avanzados con relación a Estados Unidos motivó que, ante el aumento en las tasas de interés de largo plazo, algunos bancos centrales reiteraran el carácter acomodaticio de sus posturas monetarias, ofreciendo incluso nueva información en torno a que continuarían con dicha postura por un periodo considerable.

La Reserva Federal mantuvo sin cambio su banda objetivo para la tasa de fondos federales, de 0 a 0.25 por ciento, durante el primer semestre, reiterando en sus comunicados la permanencia de este rango al menos mientras la tasa de desempleo continúe por arriba de 6.5 por ciento, siempre y cuando las proyecciones de inflación entre 1 y 2 años no superen 2.5 por ciento y las expectativas de inflación de largo plazo se mantengan estables. La Reserva Federal también mantuvo la compra de valores por 85 mil millones de dólares mensuales. Sin embargo, como se mencionó, a mediados del segundo trimestre algunos miembros de dicha institución indicaron que en los próximos meses podría iniciarse una disminución en el ritmo de compra de valores. Posteriormente, el Presidente de la Reserva Federal, al término de la reunión del 19 de junio señaló que, si la actividad económica continuaba recuperándose en línea con lo previsto, el instituto central podría iniciar la reducción de sus compras de activos financieros en la segunda mitad del presente año, y finalizar el programa a mediados del próximo año, cuando esperaba que la tasa de desempleo se sitúe cerca de 7 por ciento. También señaló que, aun en el caso de que la tasa de desempleo alcanzara el nivel requerido para evaluar un posible cambio en la tasa de interés objetivo, un aumento de esta última no sería automático, y que la reducción del estímulo monetario podría posponerse si se observaba un endurecimiento significativo en las condiciones financieras.

Por su parte, el BCE, ante la difícil situación económica en la zona del euro y las reducidas presiones inflacionarias, redujo en mayo en 25 puntos base su tasa de operaciones principales de financiamiento a 0.50 por ciento, y su tasa de facilidad marginal de crédito en 50 puntos base a 1.0 por ciento, en tanto que conservó sin cambio la tasa de facilidad de depósito en 0.0 por ciento. En su reunión de junio, el BCE también indicó que continuaría conduciendo sus operaciones de refinanciamiento a tasa fija y con adjudicación plena por el tiempo que fuese necesario y al menos hasta julio de 2014.

El Banco de Japón indicó en su reunión de abril que buscaría alcanzar su meta de inflación de 2 por ciento dentro de un plazo de alrededor de dos años. Para lograrlo el instituto central cambió su principal objetivo operativo, de la tasa de fondeo interbancaria a la base monetaria, y señaló que duplicaría el saldo de esta última incrementando su tenencia de bonos gubernamentales y de otros instrumentos en lo que resta de 2013 y 2014. En su reunión de política monetaria de junio, el Banco de Japón mantuvo sin cambio tanto su tasa de política como sus compras de activos, y destacó una mejoría de las expectativas inflacionarias y del crecimiento de la economía. A pesar del efecto de corto plazo sobre la actividad ya comentado, existen dudas sobre la efectividad de estas medidas para apoyar la actividad económica de manera sostenida.

Los bancos centrales de las principales economías emergentes mantuvieron en general sin cambio sus tasas de política durante la primera mitad del año, e incluso en algunos casos las redujeron. La excepción fue Brasil, que incrementó su tasa de referencia en abril y mayo, al enfrentar algunas presiones inflacionarias.

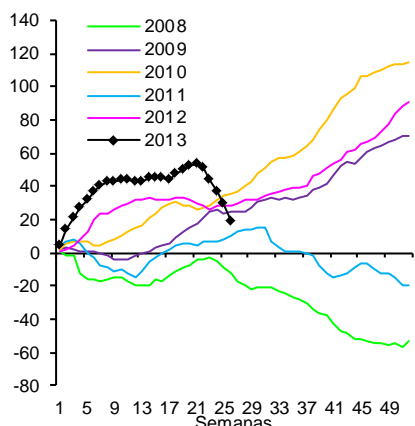
A pesar del relajamiento monetario adicional llevado a cabo por algunos de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, las tasas de interés de mayor plazo a nivel mundial tuvieron una tendencia al alza, ya que predominó el efecto de los anuncios de política monetaria en Estados Unidos sobre las condiciones financieras globales. De esta manera, en la mayoría de las economías avanzadas se observaron aumentos en las tasas de interés de largo plazo, un incremento en la volatilidad en sus mercados accionarios y, en la zona del euro, un aumento de los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano de varios países de la región.

Los flujos de capital hacia las economías emergentes se incrementaron durante los primeros meses de 2013, si bien con cierta volatilidad, a un ritmo mayor que en años pasados, reflejando en gran medida las condiciones monetarias más acomodaticias en las economías avanzadas. Sin embargo, el incremento en la volatilidad observado en los mercados financieros internacionales en el segundo trimestre, luego de los señalamientos de la Reserva Federal de que podría iniciar la reducción de sus compras de activos financieros en la segunda mitad del presente año, junto con una revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, provocó salidas de capital, caídas en los mercados accionarios y la depreciación de las monedas de estas economías (Gráfica 10).

Gráfica 10

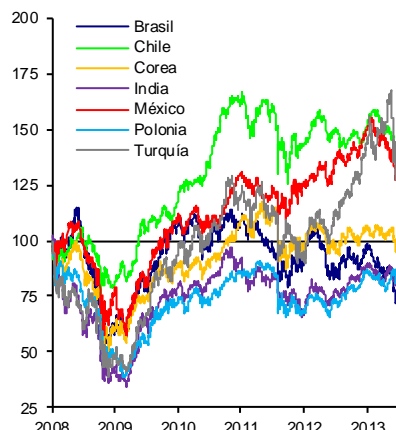
Indicadores Financieros en Economías Emergentes

a) Indicadores de Flujos de Capital Acumulado (Acciones y Deuda) Miles de millones de dólares



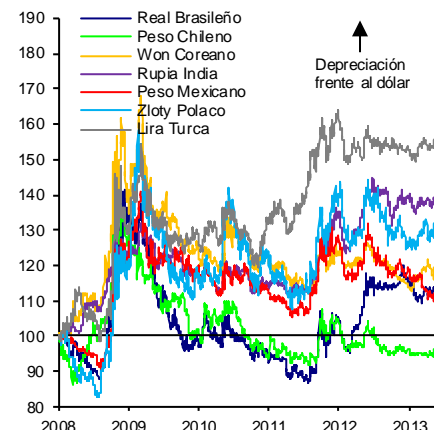
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

b) Mercados Accionarios Índice 01/01/2008=100



Fuente: Bloomberg.

c) Tipo de Cambio Índice 01/01/2008=100



Fuente: Bloomberg.

3.2. Evolución de la Economía Mexicana

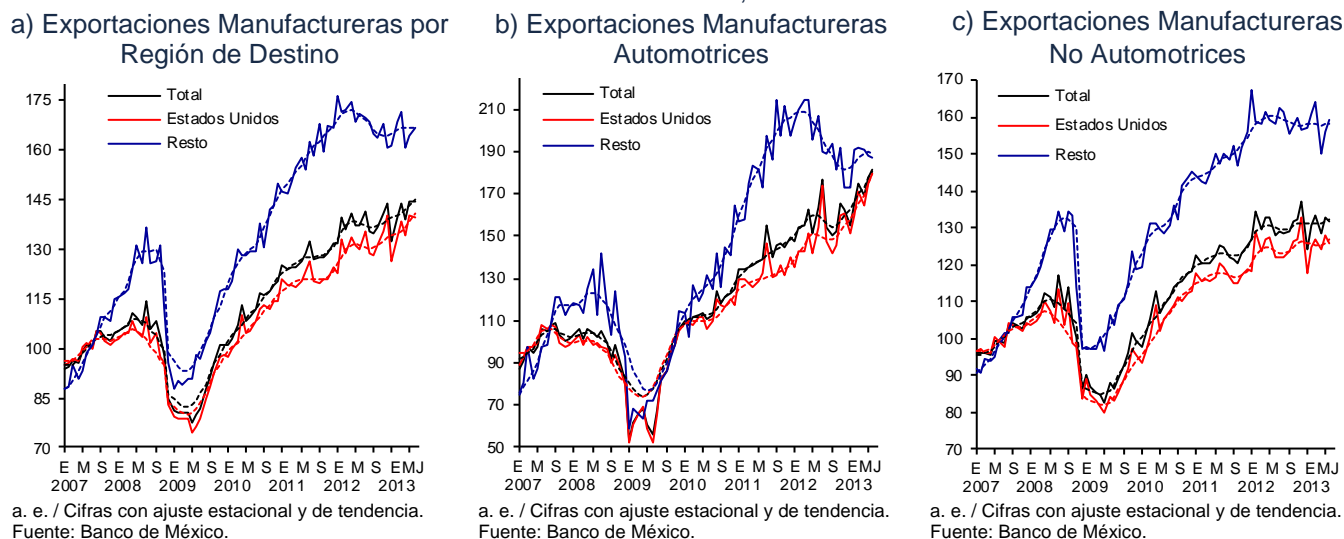
3.2.1. Actividad Económica

Durante la primera mitad de 2013, se acentuó la desaceleración que la economía mexicana empezó a presentar desde la segunda mitad del año anterior. Esta pérdida de dinamismo obedeció a una serie de choques adversos, tanto internos como externos, entre los que destacan:

- i. Un entorno de relativamente bajo crecimiento de la actividad y el comercio mundial.
- ii. La apreciación registrada por el tipo de cambio real hasta mediados de mayo del año en curso.
- iii. El esfuerzo de consolidación fiscal previsto para 2013 por el Gobierno Federal, junto con el menor dinamismo del gasto público que suele observarse durante el cambio de administración, contribuyeron al menor ritmo de expansión de la demanda interna.
- iv. La tendencia negativa del sector de vivienda, que exacerbó el débil desempeño de la industria de la construcción.

Profundizando en lo anterior, durante el primer semestre de 2013 las exportaciones manufactureras continuaron mostrando una notoria desaceleración. Esto refleja, sobre todo, el comportamiento desfavorable de las exportaciones no automotrices, así como de las automotrices dirigidas a países distintos a Estados Unidos (Gráfica 11).

Gráfica 11
Indicadores de las Exportaciones Manufactureras
 Índice 2007=100, a. e.

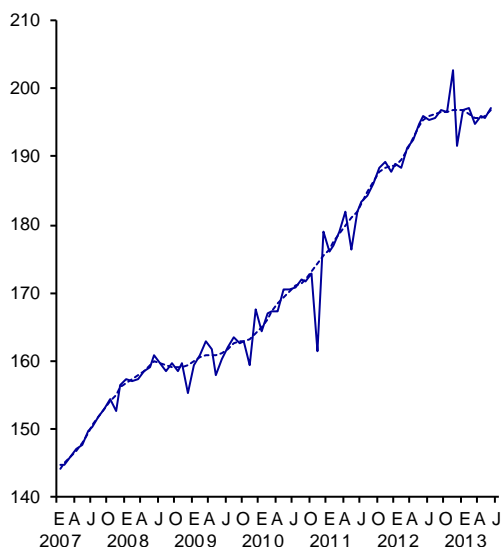


Por su parte, durante el primer semestre de 2013 el gasto interno también registró una pérdida de dinamismo. En particular, el consumo privado mostró un debilitamiento en su ritmo de expansión. En efecto, los indicadores de las ventas al menudeo y mayoreo en establecimientos comerciales exhibieron una trayectoria negativa en el semestre que se reporta (Gráfica 12). En congruencia con lo anterior, algunos determinantes del consumo mostraron una evolución desfavorable en los primeros dos trimestres del año en curso, como es el caso de las remesas familiares y el ingreso real promedio de los trabajadores asegurados en el IMSS (Gráfica 13a y Gráfica 13b). Asimismo, la inversión fija bruta registró un desempeño débil en el periodo que se reporta, el cual reflejó, en buena medida, un comportamiento adverso en el gasto en inversión en maquinaria y equipo importado y un estancamiento del sector de la construcción (Gráfica 14).

Esto último, a su vez, obedeció a la pérdida de dinamismo de la construcción pública y a la tendencia negativa que presentó la construcción de vivienda.

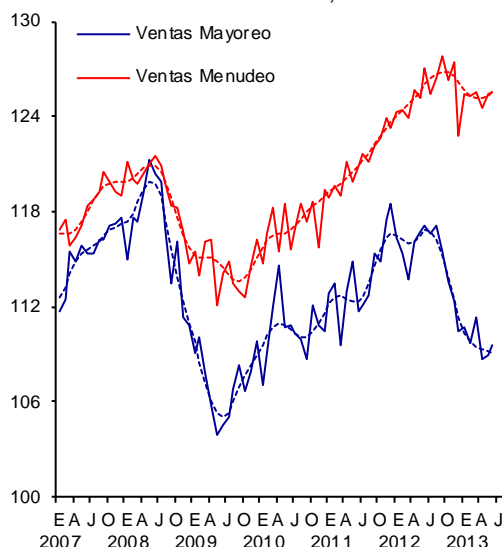
Gráfica 12
Indicadores de Consumo

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.

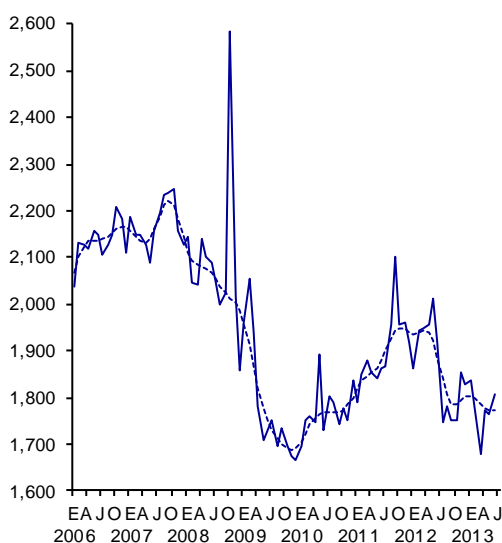
b) Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índice 2003=100, a. e.



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

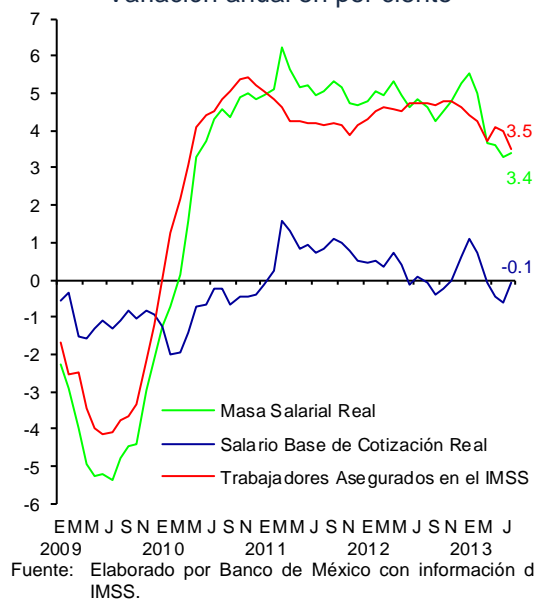
Gráfica 13
Determinantes del Consumo

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



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

b) Masa Salarial Real de los Trabajadores Asegurados en el IMSS
Variación anual en por ciento

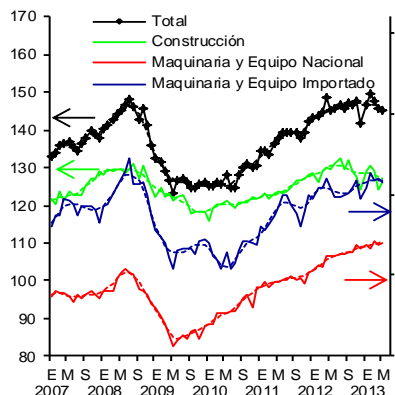


Fuente: Elaborado por Banco de México con información del IMSS.

Gráfica 14

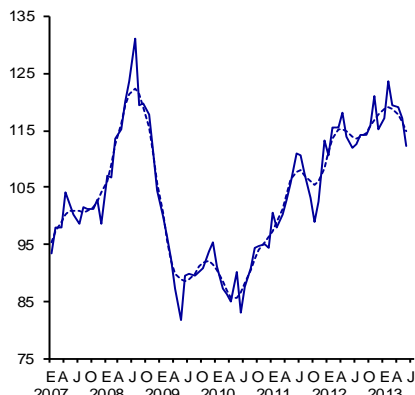
Indicadores de Inversión

a) Inversión y sus Componentes
Índice 2003=100, a. e.



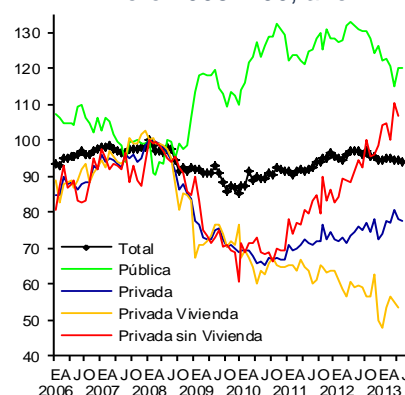
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

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



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.



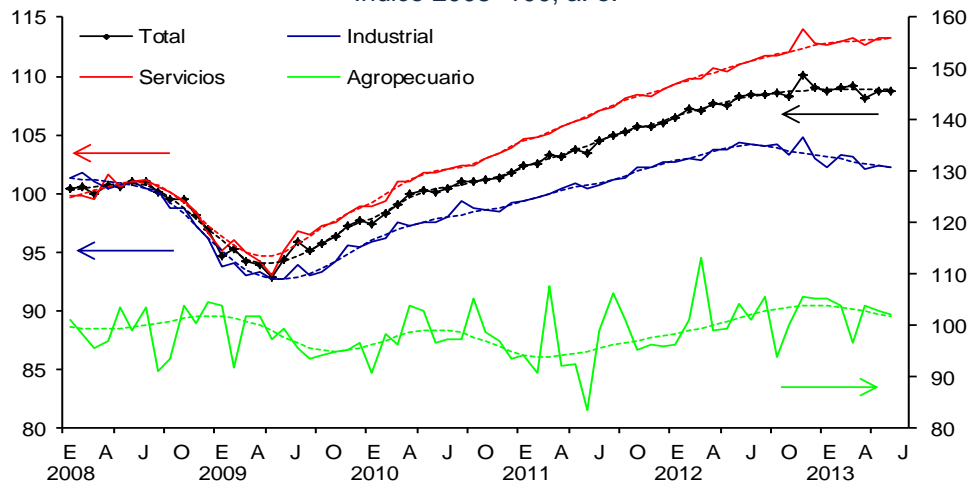
a. e. / Cifras con ajuste estacional. Para el caso de la construcción pública y privada (vivienda y privada total sin vivienda) la desestacionalización fue elaborada por el Banco de México con cifras del INEGI.
Fuente: INEGI.

Durante el primer semestre de 2013, la desaceleración que se observó tanto en la demanda externa, como en la interna, se reflejó en una pérdida de dinamismo de la producción industrial, especialmente en lo relacionado con las manufacturas y con el sector de la construcción. Por su parte, el sector servicios presentó un menor ritmo de crecimiento, en comparación con lo registrado en 2012, en particular durante el segundo trimestre. En contraste, la mejoría en las condiciones climáticas en el segundo trimestre del año condujo a una recuperación en el nivel de actividad del sector agropecuario, después de una contracción en el primer trimestre (Gráfica 15).

Gráfica 15

Indicador Global de la Actividad Económica

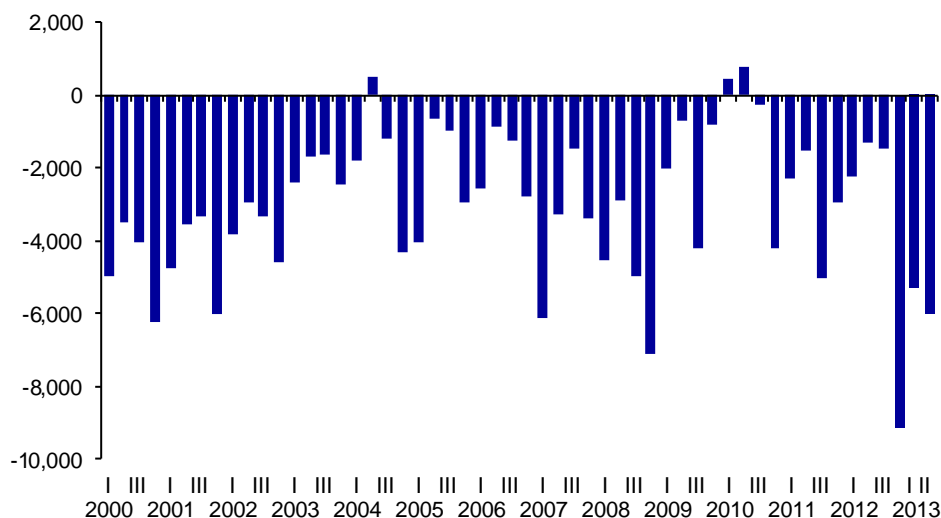
Índice 2008=100, a. e.



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

Por último, en la primera mitad del año en curso la cuenta corriente presentó niveles deficitarios moderados. En este contexto, la entrada de recursos a través de la cuenta financiera, principalmente por concepto de inversión extranjera directa, permitió el financiamiento holgado del déficit de la cuenta corriente en ese periodo (Gráfica 16).

Gráfica 16
Cuenta Corriente
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

Durante el primer semestre de 2013, las fuentes de recursos financieros de la economía se expandieron a un ritmo menor al observado en 2012 (Cuadro 2). Esta moderación se registró tanto en el crecimiento de las fuentes internas como en el de las externas.

Al respecto, la desaceleración en el crecimiento de las fuentes internas fue reflejo, principalmente, de la pérdida de dinamismo que presentó la actividad económica en este periodo. Por su parte, las fuentes externas de recursos financieros mantuvieron un ritmo sostenido de crecimiento hasta el primer trimestre de 2013, derivado del incremento en la tenencia de títulos gubernamentales por parte de no residentes y como reflejo, adicionalmente, de la reducción en las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos que favoreció la valuación de dichos títulos. No obstante, en el segundo trimestre las fuentes externas presentaron una desaceleración en su crecimiento, reflejo tanto de una menor entrada de recursos del exterior, como de una reducción en la valuación de los activos de los no residentes.

Por el lado de los usos de recursos financieros, en el primer semestre del año en curso los flujos anuales fueron de menor magnitud que los observados al cierre de 2012 (Cuadro 2). Ello reflejó principalmente una disminución en el financiamiento canalizado al sector público federal derivado del esfuerzo de consolidación fiscal previsto para el año. Por su parte, los recursos financieros destinados al sector privado mostraron un flujo similar a los observados durante el año anterior.

Respecto a este último punto, al cierre del primer semestre de 2013 el financiamiento total a las empresas privadas no financieras creció 4.8 por ciento en términos reales anuales, un ritmo similar al registrado al cierre de 2012. La expansión del financiamiento se observó tanto en el canalizado a través del crédito bancario, como en la emisión de valores por parte de las empresas en los mercados internos y externos.

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

	Flujos Anuales						Saldo 2013 II	
	2012 I	2012 II	2012 III	2012 IV	2013 I	2013 II	% PIB	Est. %
Total Fuentes	10.6	11.4	10.7	10.0	10.3	7.4	88.1	100.0
Fuentes Internas ^{1/}	6.4	6.7	5.6	4.4	4.4	3.3	57.3	65.0
Fuentes Externas ^{2/}	4.3	4.6	5.1	5.6	5.9	4.1	30.8	35.0
Total Usos	10.6	11.4	10.7	10.0	10.3	7.4	88.1	100.0
Sector Público	3.4	3.4	3.2	3.7	3.1	3.3	41.4	47.0
Sector Público Federal (RFSP) ^{3/}	3.0	2.9	2.8	3.2	2.7	2.9	38.5	43.7
Estados y Municipios	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	2.9	3.3
Reserva Internacional ^{4/}	2.3	2.4	2.1	1.8	1.4	0.8	13.8	15.7
Sector Privado	3.1	3.2	3.3	3.2	3.0	3.1	34.1	38.7
Hogares	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	14.5	16.5
Consumo	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	4.6	5.2
Vivienda ^{5/}	0.8	0.7	0.8	0.8	0.6	0.6	9.9	11.2
Empresas	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	2.0	19.6	22.2
Interno ^{6/}	1.2	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0	11.7	13.2
Externo	0.4	0.6	0.6	0.8	0.8	0.9	7.9	9.0
Activos Externos de la Banca Comercial ^{7/}	-0.3	-0.6	-0.1	-0.1	0.0	0.0	1.2	1.3
Otros Conceptos ^{8/}	2.0	3.0	2.2	1.5	2.8	0.2	-2.4	-2.7

Fuente: Banco de México.

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

1/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de Residentes. Los flujos revalorizados anuales de las Fuentes Internas excluyen del M4 el efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE. La información sobre el saldo de las Fuentes Internas incluye el efecto de esta reforma.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de No Residentes, 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/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y su saldo histórico (SHRFSP), reportados por la SHCP. Las cifras de los flujos revalorizados excluyen el impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE sobre los RFSP. La información del SHRFSP sí incluye el efecto de esta reforma sobre la deuda pública.

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

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/ Cartera total de los intermediarios financieros. Incluye programas de reestructura.

7/ Incluye las disponibilidades en el exterior y el financiamiento externo.

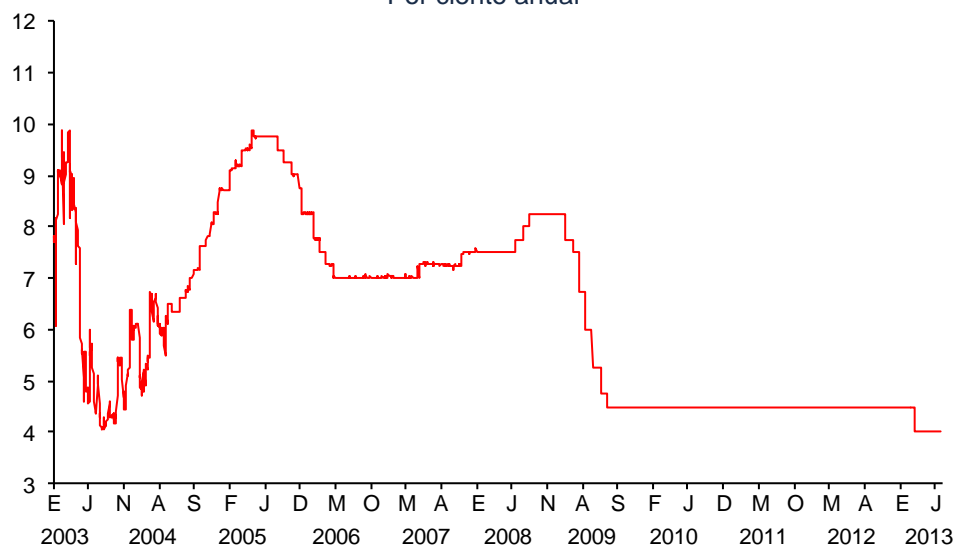
8/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del INFONAVIT, así como pasivos no monetarios del IPAB, entre otros conceptos.

Por su parte, el crédito a los hogares continuó creciendo durante la primera mitad del año, si bien registró cierta moderación en su ritmo de expansión. Esta cartera aumentó a una tasa real anual de 4.4 por ciento a junio de 2013, mientras que el crecimiento en términos reales a diciembre de 2012 fue de 7.1 por ciento. La moderación en el ritmo de crecimiento del crédito a los hogares se observó tanto en el crédito al consumo, como en el destinado para la adquisición de vivienda. En el primer caso, reflejó una pérdida de dinamismo del crédito bancario de nómina y personal, mientras que en el segundo se debió a menores tasas de expansión anual de los préstamos otorgados por el Infonavit y la banca comercial.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

La adopción desde hace más de una década de una política monetaria enfocada en preservar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, junto con una política fiscal prudente, ha permitido avanzar sustancialmente en el control de la inflación. Entre los avances estructurales en materia inflacionaria destacan: i) la disminución en el nivel, volatilidad y persistencia de la inflación, ii) la reducción del traspaso de ajustes en precios relativos y de fluctuaciones cambiarias a los precios al consumidor, iii) la baja significativa en las primas por riesgo inflacionario y, iv) el anclaje de las expectativas de inflación. En este contexto y tomando en cuenta el notable progreso en materia de combate a la inflación de la última década, el 8 de marzo la Junta de Gobierno del Banco de México decidió reducir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día a un nivel de 4 por ciento (Gráfica 17). Dicha reducción en la tasa de referencia, además de reconocer los logros de mediano plazo en el abatimiento de la inflación, se estimó que facilitaría el ajuste de la economía a un entorno de menor crecimiento económico y de menor inflación.

Gráfica 17
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.

En los meses posteriores, la Junta de Gobierno del Banco de México mantuvo la tasa de referencia sin cambios en un contexto caracterizado por los siguientes elementos:

- a) La permanencia de la inflación subyacente por debajo de 3 por ciento, incluso con una ligera tendencia a la baja, desde la segunda mitad de 2012, y que se acentuó de manera importante en el segundo trimestre de 2013 como reflejo de la debilidad de la demanda externa e interna.
- b) El incremento transitorio en la inflación no subyacente que se registró a partir de febrero del presente año, como se había previsto.

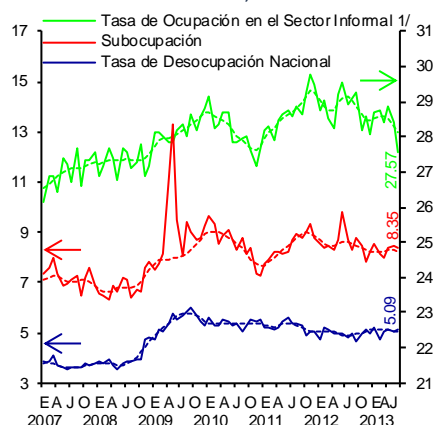
- c) Las expectativas de inflación se mantuvieron estables y no hubo evidencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía, al igual que en episodios pasados de ajustes en precios relativos.
- d) El ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales, en respuesta al cambio en la percepción sobre el ritmo de compra de activos por parte de la Reserva Federal. Lo anterior, gracias a la fortaleza del marco macroeconómico, se vio reflejado en el anclaje de las expectativas de inflación.

La desaceleración que mostró la economía en la primera mitad de 2013, así como el concomitante grado de holgura presente en los principales mercados de insumos, condujeron a que no se registraran presiones de demanda sobre el nivel general de precios ni sobre las cuentas externas. En particular:

- a) El menor crecimiento que recientemente presentó la economía se reflejó en una tendencia negativa de la brecha del producto.
- b) En el semestre que se reporta, las tasas de desocupación nacional y de subocupación se mantuvieron en niveles elevados en relación a los observados antes de la crisis de 2008 y, de hecho, presentaron un nuevo repunte. Esto sugiere un mayor grado de holgura en el mercado laboral (Gráfica 18a). En cuanto al número de trabajadores asegurados en el IMSS, si bien éste continuó creciendo, el número de trabajadores de la construcción asegurados en ese Instituto registró una tendencia negativa, mientras que el número de trabajadores asegurados del sector comercio mostró un menor dinamismo (Gráfica 18b y Gráfica 18c).

Gráfica 18
Indicadores del Mercado Laboral

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



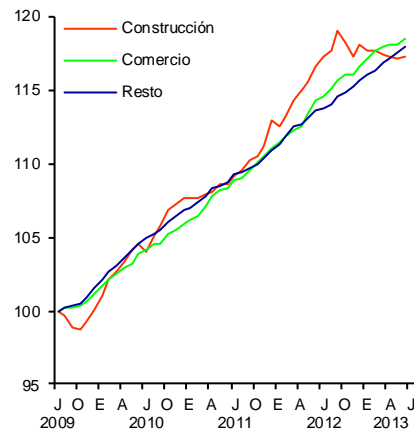
1/ Datos desestacionalizados por Banco de México. a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia. Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

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



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

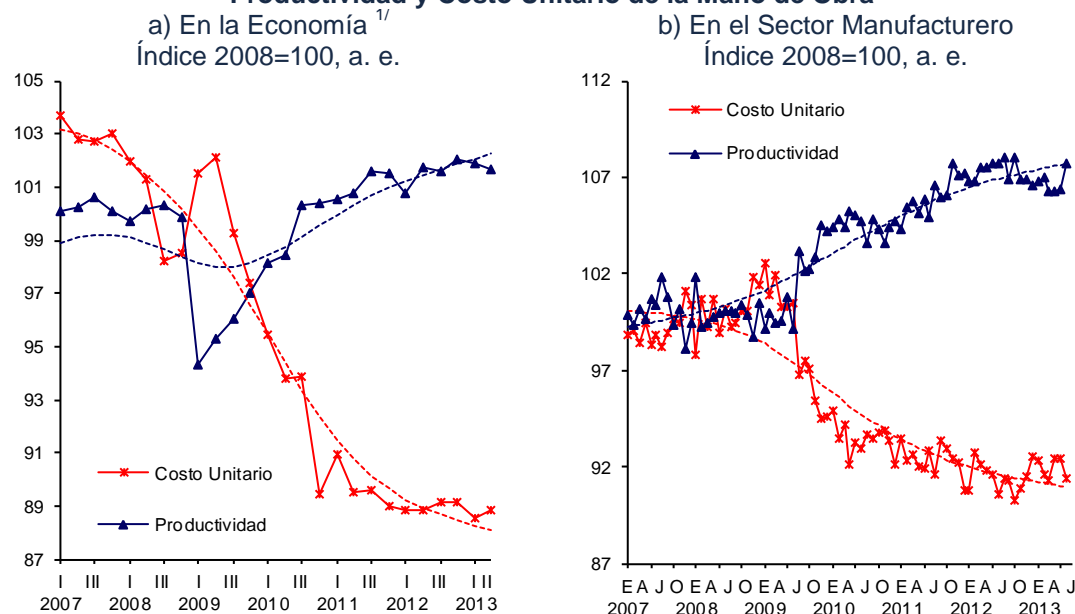
c) Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{1/}
Índices julio 2009=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional. 1/ Permanentes y eventuales urbanos. Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS.

- c) Estas condiciones del mercado laboral propiciaron que los aumentos salariales que se registraron en el periodo que se reporta fueran moderados, lo cual, junto con la tendencia que mostró la productividad media del trabajo, dio lugar a que los costos unitarios de la mano de obra permanecieran en niveles bajos (Gráfica 19).

Gráfica 19
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
1/ Incluye cifras ajustadas a las proyecciones demográficas del Consejo Nacional de Población (CONAPO), 2010-2050 actualizadas el pasado 16 de abril de 2013.
Fuente: Elaboración y desestacionalización de Banco de México a partir de información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo y del SCNM, INEGI.

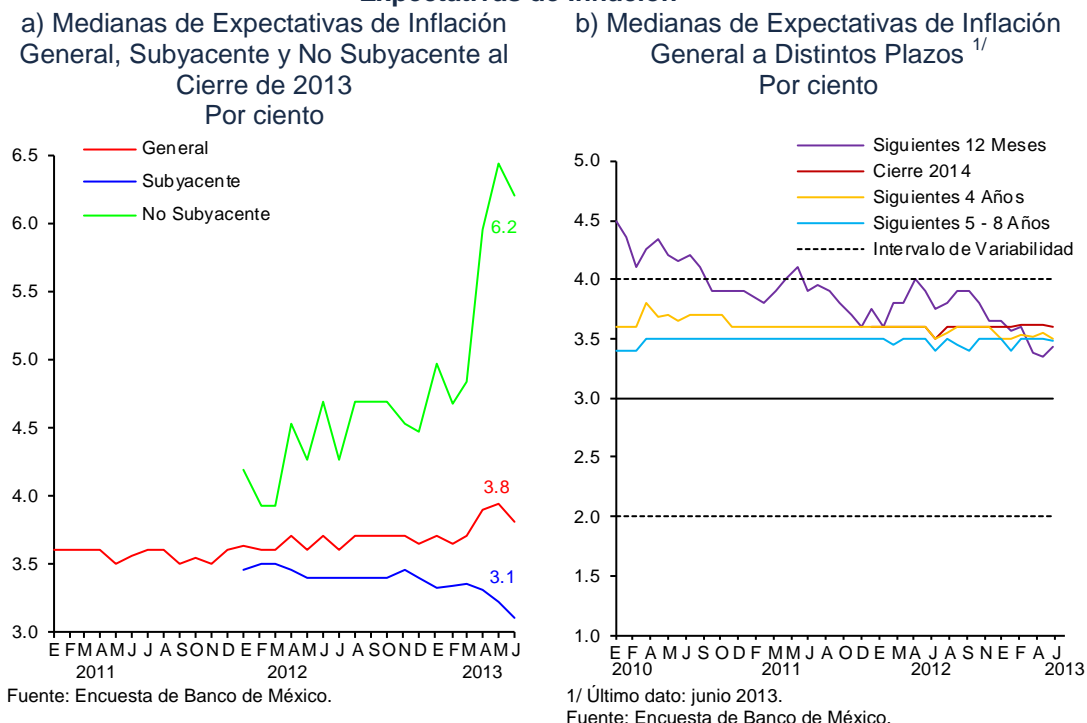
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y de los Indicadores de la Actividad Industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

- d) En los mercados de deuda y crédito al sector privado no financiero, diversos indicadores sugirieron la ausencia de señales de sobrecalentamiento.
- e) Como ya se mencionó, el déficit de la cuenta corriente se mantuvo en un nivel moderado, el cual fue financiado de manera holgada por los recursos financieros del exterior que captó la economía. De esta manera, no se observaron presiones de demanda sobre las cuentas externas del país.

A pesar de los cambios en precios relativos a finales del primer trimestre, las expectativas de inflación se mantuvieron dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo de 3 por ciento durante la primera mitad del 2013. De acuerdo con la encuesta que levanta el Banco de México entre analistas económicos, la mediana de las expectativas de inflación general para el cierre de 2013 pasó de 3.65 por ciento a finales de 2012 hasta alcanzar un nivel de 3.94 por ciento en mayo. Sin embargo, este repunte se revirtió y dicho indicador se redujo a 3.80 por ciento hacia el final del semestre. La

mediana de la expectativa de la inflación subyacente para el cierre de 2013 disminuyó de 3.40 por ciento a finales de 2012 a 3.10 por ciento en la encuesta de junio de 2013. Por su parte, la mediana de las expectativas de inflación general correspondiente al cierre de 2014 se mantuvo en 3.60 por ciento durante el primer semestre, mientras que las medianas de las expectativas de inflación para el promedio de los siguientes 4 años y de 5 a 8 años permanecieron estables en 3.50 por ciento (Gráfica 20).⁵

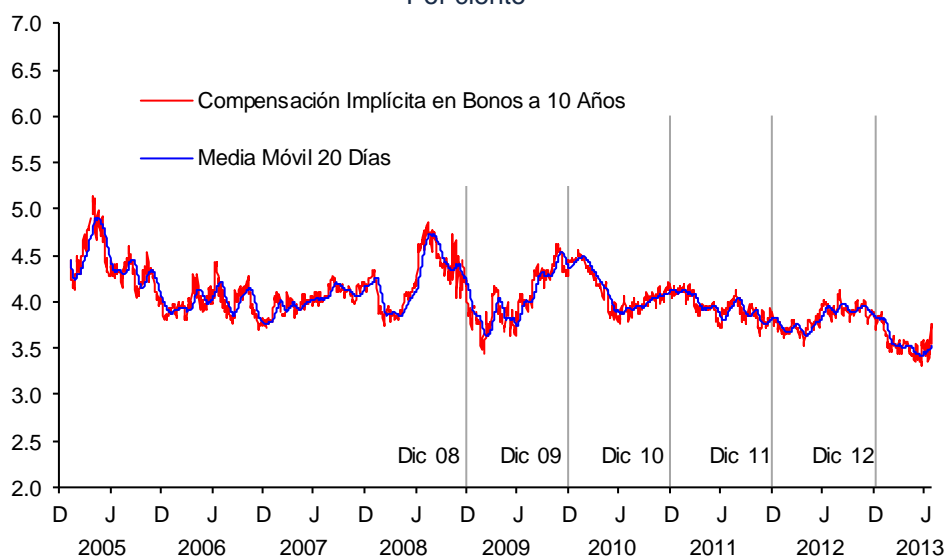
Gráfica 20
Expectativas de Inflación



En adición a la información que se obtiene de las encuestas, a partir de la evolución de las tasas de interés de largo plazo se puede calcular la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real correspondiente a los instrumentos de deuda indizados a la inflación del mismo plazo). A pesar de la volatilidad de los mercados financieros nacionales, el indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario presentó una ligera reducción en los primeros dos meses del año para ubicarse alrededor de 3.5 por ciento, nivel en el que permaneció el resto del semestre, si bien con cierta volatilidad (Gráfica 21).

⁵ Véase Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2013, Recuadro 3 “Anclaje de las Expectativas de Inflación de Mediano y Largo Plazo ante Choques de Oferta Adversos”.

Gráfica 21
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, durante el primer semestre del año se observaron importantes ajustes en los mercados financieros internacionales. En los primeros cuatro meses del año las condiciones en estos mercados presentaron una mejoría gradual, aunque con cierta volatilidad. Ello estuvo asociado con medidas adoptadas por las autoridades de las principales economías avanzadas, entre las que destacan posturas monetarias más acomodaticias. Al ser México una economía integrada comercial y financieramente con el exterior, particularmente con Estados Unidos, lo anterior se reflejó en el comportamiento de los mercados financieros nacionales. En los primeros meses del semestre, el flujo de capitales hacia la economía nacional propició una apreciación importante del peso y contribuyó a una reducción en las tasas de interés de mediano y largo plazo. No obstante, a partir de las primeras semanas del mes de mayo, la perspectiva de que el proceso de recuperación de la economía y, en particular, del empleo en Estados Unidos pudiera consolidarse propició un entorno de incertidumbre acerca del momento en que la Reserva Federal comenzaría a reducir el ritmo de compra de activos. Lo anterior dio lugar a un incremento considerable de las tasas de interés de largo plazo en dicho país y a un episodio de turbulencia en los mercados financieros internacionales, lo que afectó a las economías emergentes.

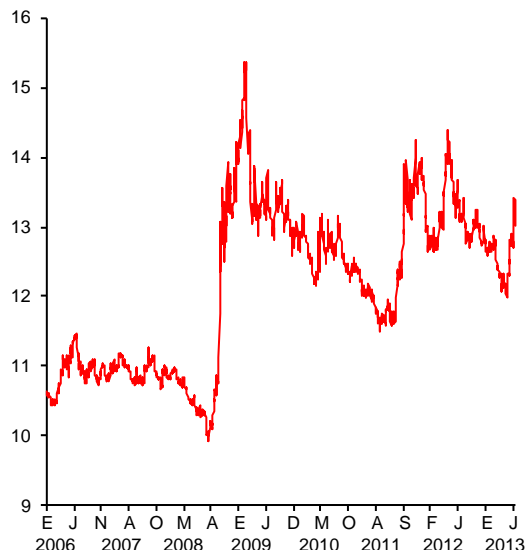
Ante ello, la moneda nacional se depreció, al igual que otras monedas de economías emergentes, en los meses de mayo y junio. De esta manera, al final del primer semestre del año el tipo de cambio regresó a los niveles registrados a finales del año anterior, cerca de 13 pesos por dólar (Gráfica 22).

Gráfica 22

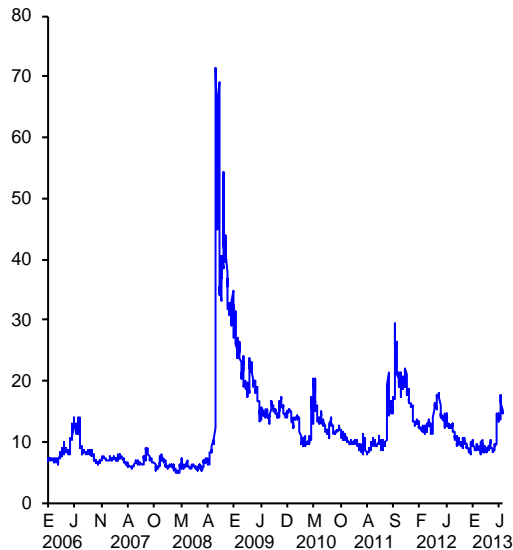
Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita en Opciones sobre Tipo de Cambio

a) Tipo de Cambio
Pesos por dólar

b) Volatilidad Implícita en Opciones
sobre Tipo de Cambio ^{1/}
Por ciento



Fuente: Banco de México.



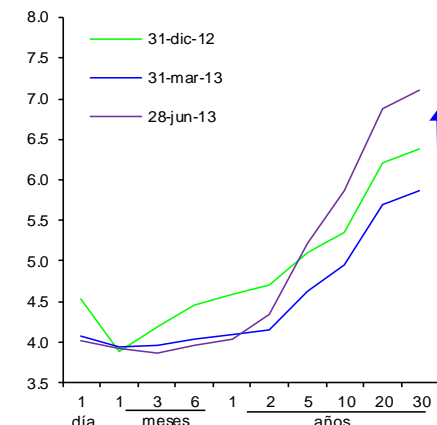
1/ Se refiere a opciones a un mes.

Fuente: Bloomberg.

Por su parte, las tasas de interés de mediano y largo plazo, que disminuyeron en los primeros meses del año hasta alcanzar mínimos históricos a principios de mayo, subieron significativamente en el resto de ese mes y durante junio. En particular, la tasa de interés del bono gubernamental a 10 años registró niveles mínimos históricos al situarse por debajo de 4.5 por ciento en las primeras dos semanas de mayo, para posteriormente aumentar y registrar un valor promedio de 5.6 por ciento durante junio, cifra similar a la observada en diciembre de 2012 (Gráfica 23a). Esto condujo a que la pendiente de la curva de rendimientos de valores gubernamentales (diferencia entre la tasa de interés de 10 años y 3 meses) revirtiera el aplanamiento que mostró hasta principios de mayo (Gráfica 23b). Cabe mencionar que este repunte en las tasas de interés de mayor plazo en México fue resultado del proceso de descompresión de primas de riesgo en los Estados Unidos, en particular la prima por plazo.

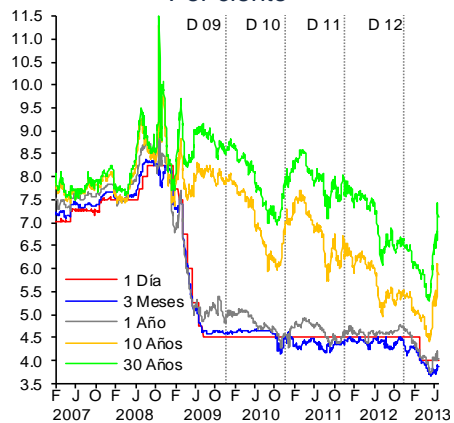
En el periodo de análisis, los diferenciales de tasas de interés de largo plazo entre México y Estados Unidos descendieron hasta los niveles observados previos a la crisis financiera global de finales de 2008, alcanzando a principios de mayo su punto más bajo del semestre. Sin embargo, esta tendencia descendente se revirtió hacia finales del semestre y los diferenciales regresaron a niveles similares a los registrados a principios de año (Gráfica 23c).

Gráfica 23
Tasas de Interés en México
b) Curva de Rendimientos
Por ciento



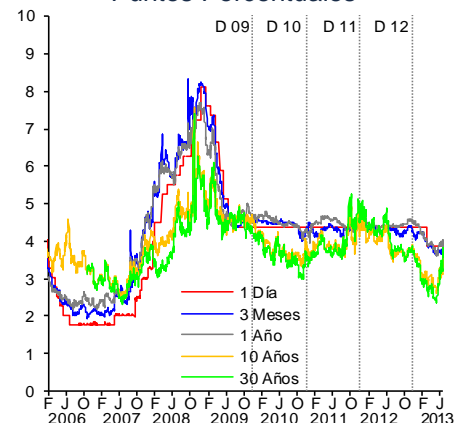
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

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).

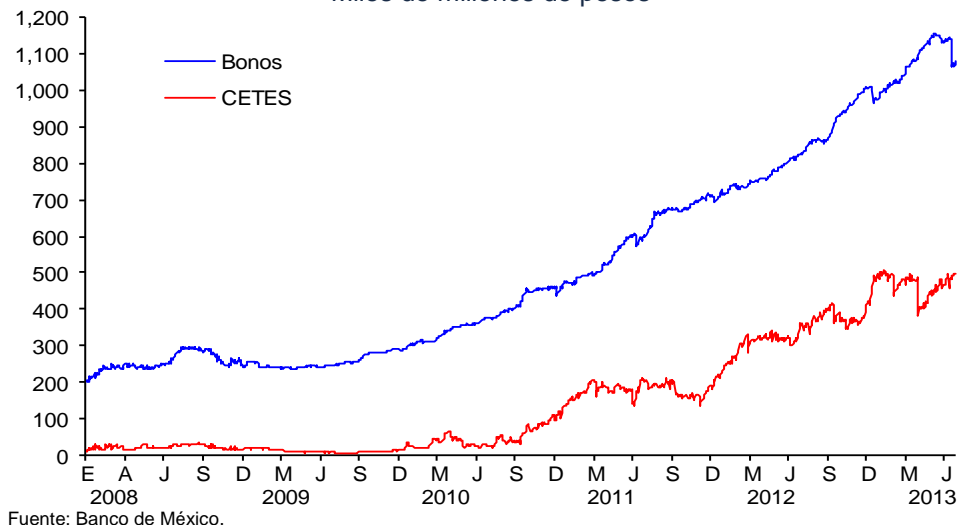
c) Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos ^{1/}
Puntos Porcentuales



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.

Durante el primer semestre de 2013 la tenencia total de valores gubernamentales por parte de inversionistas extranjeros creció ligeramente, mostrando un leve cambio en su composición al aumentar la proporción de valores de corto plazo (Gráfica 24). Es importante destacar que la gran mayoría de los inversionistas extranjeros en valores gubernamentales mexicanos son de carácter institucional. Es decir, se trata de inversionistas como compañías aseguradoras y fondos de pensiones, entre otros, que tienen un horizonte de inversión de largo plazo ya que sus pasivos son también de largo plazo. La participación de este tipo de inversionistas es reflejo del entorno de confianza que prevaleció dada la fortaleza y estabilidad de la economía mexicana.

Gráfica 24
Tenencia de Valores Gubernamentales de Residentes en el Extranjero
Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de México.

Es conveniente señalar que los ajustes mencionados en el tipo de cambio y en las tasas de interés de largo plazo en los mercados nacionales se dieron de manera ordenada y no afectaron las expectativas de inflación ni la prima por riesgo inflacionario. Ello obedeció a la fortaleza y congruencia del marco institucional para la conducción de la política macroeconómica en México y a la solidez de los fundamentos económicos del país. Entre los elementos que distinguen al marco para la política macroeconómica en México figuran una política fiscal prudente, una política monetaria enfocada en preservar la estabilidad de precios e implementada por un banco central autónomo, una adecuada regulación y supervisión financiera y un régimen de tipo de cambio flexible, el cual ha mostrado a lo largo de los años ser útil para absorber parte de los efectos de los choques externos. Lo anterior ha permitido generar un entorno de confianza en la economía de México.

5. Consideraciones Finales

El ritmo de crecimiento de la economía mundial siguió desacelerándose durante el primer semestre de 2013. El comercio internacional continuó perdiendo dinamismo, afectando la actividad industrial a nivel global. Si bien se observó una recuperación en la economía de Estados Unidos, apoyada por la gradual recuperación de la demanda privada interna, la actividad económica en Europa siguió mostrando señales de debilidad y las economías emergentes continuaron desacelerándose.

Ante la perspectiva de una consolidación de la recuperación de la actividad económica en Estados Unidos y en particular del empleo, a mediados del segundo trimestre de 2013 la Reserva Federal anunció que en la segunda parte del año podría empezar a disminuir sus compras de activos. Esto condujo a que en los mercados financieros iniciara un proceso de descompresión de algunas primas de riesgo, que se tradujo en incrementos en las tasas de interés de mercado en Estados Unidos y en general en todas las economías, incluyendo las emergentes. En el caso de México, las tasas de interés de mediano y largo plazo presentaron disminuciones importantes en los primeros meses para después registrar incrementos que las llevaran a niveles similares a las de finales de 2012. De igual manera, el peso registró una apreciación al principio del año para después regresar a los niveles que presentó a finales del año pasado.

La desaceleración que la economía mexicana había venido registrando desde la segunda mitad de 2012 se acentuó durante el primer semestre de 2013 debido a una serie de choques adversos tanto externo como internos. Como reflejo de ello, los indicadores de holgura en la economía apuntaron a que durante el periodo referido ésta se amplió.

Aun cuando durante el periodo que cubre este Informe se registraron choques de oferta que impactaron los precios relativos de un número reducido de productos, la conducción de la política monetaria contribuyó a que no se presentaran efectos de segundo orden, y que, consecuentemente, el efecto sobre la inflación haya sido temporal. Como reflejo de lo anterior, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantuvieron estables durante la primera mitad de 2013.

Considerando el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, la fuerte desaceleración que exhibió la economía mexicana, la debilidad del entorno externo y la volatilidad en los mercados financieros internacionales, la Junta de Gobierno estima que la postura de política monetaria durante el primer semestre de 2013 fue congruente con un entorno en el que no se preveían presiones generalizadas sobre la inflación y en el que se anticipaba que el ritmo de expansión del gasto en la economía era acorde con la convergencia de la inflación en el mediano plazo hacia el objetivo de 3 por ciento. Adicionalmente, en todo momento la Junta se mantuvo vigilante de las implicaciones que sobre las previsiones para la inflación tuvieron tanto el desempeño de la actividad económica, como la postura monetaria relativa de México frente a otros países. Ello, con el fin de estar en condiciones de responder, en su caso, para alcanzar el objetivo de inflación ya señalado.



BANCO DE MÉXICO

Septiembre 2013

www.banxico.org.mx