



# Informe Trimestral

Abril – Junio 2014

Agosto 13, 2014



BANCO DE MÉXICO

# Índice

**1**

**Política Monetaria**

**2**

**Condiciones Externas**

**3**

**Evolución de la Economía Mexicana**

**4**

**Determinantes de la Inflación**

**5**

**Previsiones y Balance de Riesgos**

# Conducción de la Política Monetaria

La política monetaria se ha enfocado en lograr una **convergencia eficiente** de la inflación a la meta de 3 por ciento, es decir, **al menor costo en términos de actividad económica**.

➤ *Para ello ha sido clave el proceso de anclaje de las expectativas de inflación.*



# Conducción de la Política Monetaria

**Inflación:** Evolucionó de acuerdo a lo esperado en la primera mitad del año, al tiempo que sus expectativas para el cierre de 2014 y 2015 disminuyeron.

**Actividad económica:** Registró un dinamismo menor al anticipado en los primeros meses del año, lo que dio lugar a un **mayor grado de holgura** en la economía.

## En este contexto, considerando:

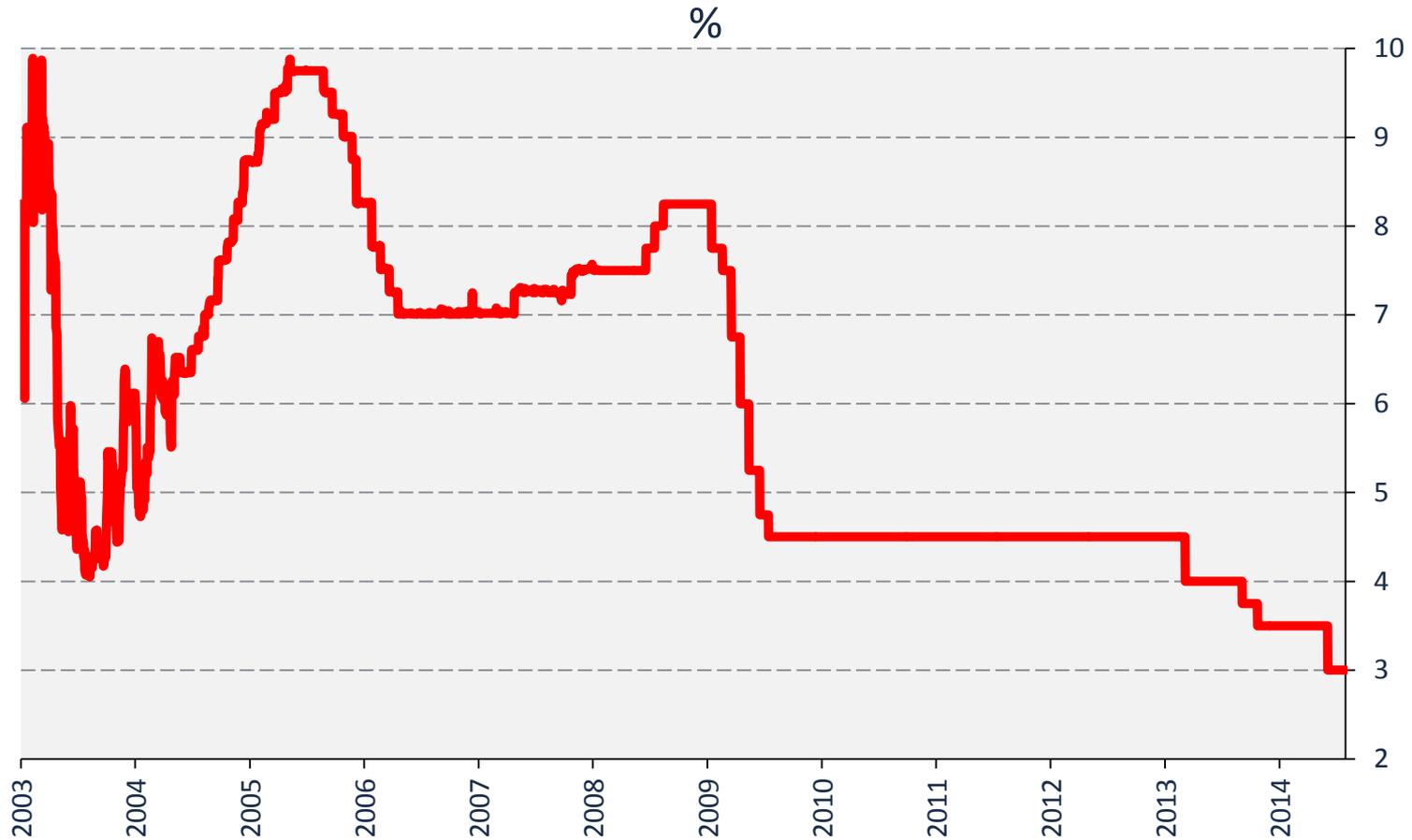
- El buen desempeño de la inflación.
- La previsión de que la inflación se ubique en niveles cercanos a 3 por ciento a partir de principios de 2015.
- Expectativas de inflación ancladas.
- La debilidad de la actividad económica.



**La Junta de Gobierno decidió en junio disminuir de 3.5 a 3.0 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día.**

A la vez, la Junta de Gobierno estimó que, teniendo en cuenta la recuperación prevista y la postura monetaria relativa con Estados Unidos, no eran recomendables reducciones adicionales al objetivo para la tasa de referencia de la política monetaria.

### Tasa de Interés Interbancaria a 1 día <sup>1/</sup>



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.

# Índice

**1** **Política Monetaria**

**2** **Condiciones Externas**

**3** **Evolución de la Economía Mexicana**

**4** **Determinantes de la Inflación**

**5** **Previsiones y Balance de Riesgos**

# Condiciones Externas

## Situación Global en el 2T de 2014

### Crecimiento

- ✓ *Recuperación de la economía mundial:*
  - ➔ **Economías Avanzadas**: la menor consolidación fiscal y una política monetaria muy acomodaticia apoyaron la recuperación.
  - ➔ **Economías Emergentes**: prevalecieron condiciones de relativa debilidad.

### Inflación

- ✓ *En general, se mantuvo en niveles bajos.*

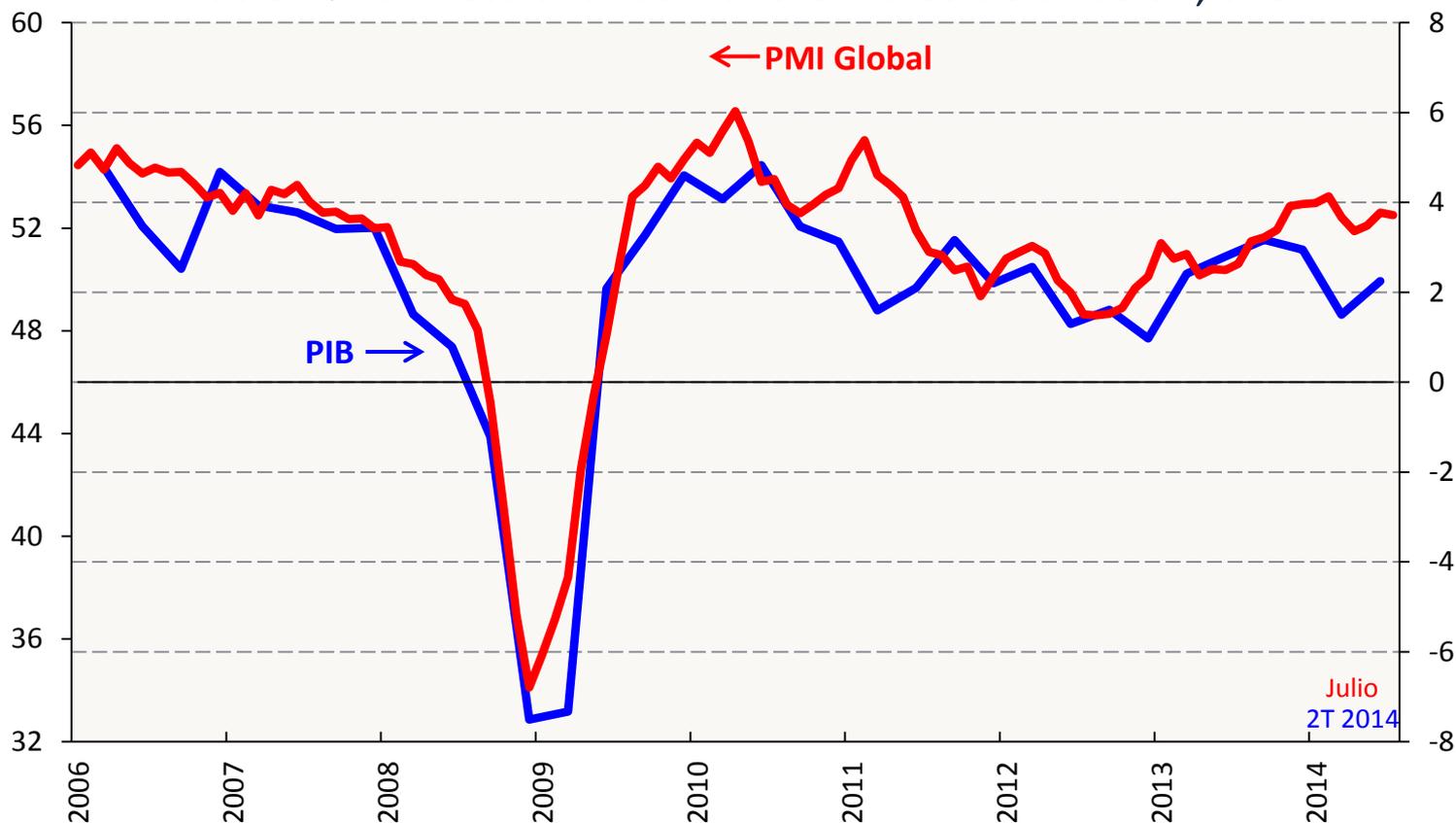
### Política Monetaria

- ✓ *Expectativa de que el estímulo monetario en las economías avanzadas prevalecerá por un periodo prolongado.*
- ✓ *En particular, la Reserva Federal reafirmó que, en función del desempeño de la economía, prevé una normalización gradual de su política monetaria.*

El crecimiento de la economía mundial aumentó de manera moderada durante el 2T14, después de un inicio de año que resultó más débil que lo previsto.

### Crecimiento Mundial e Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero

Variación % trimestral anualizada e índice de difusión, a. e.



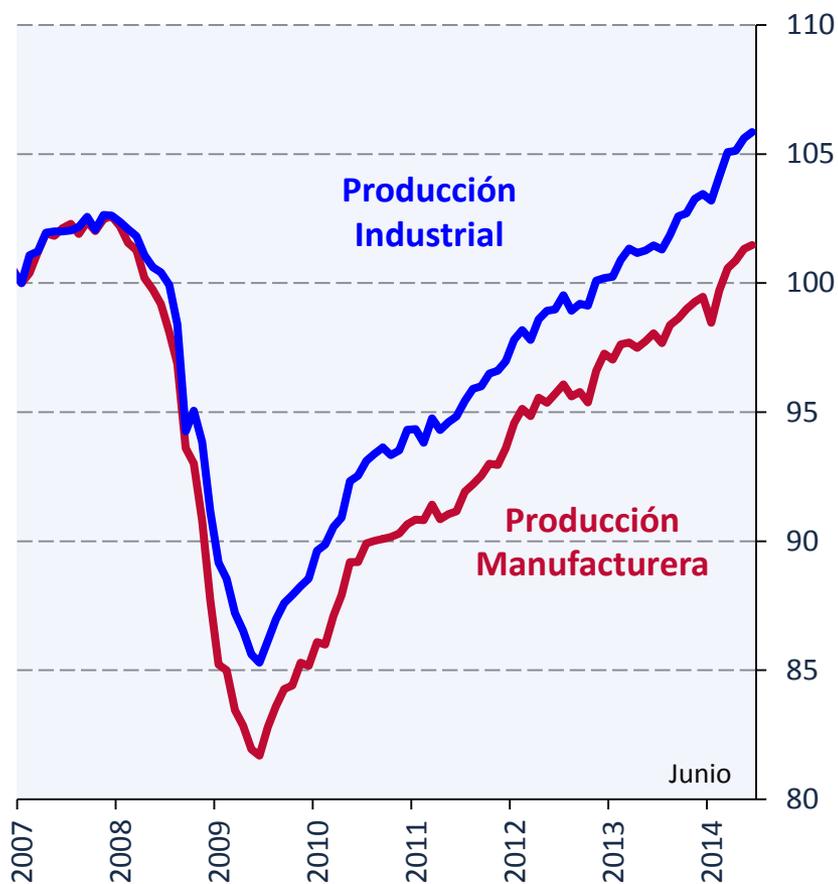
a. e./ Cifras con ajuste estacional.

Nota: La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 86.1% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JPMorgan y Markit.

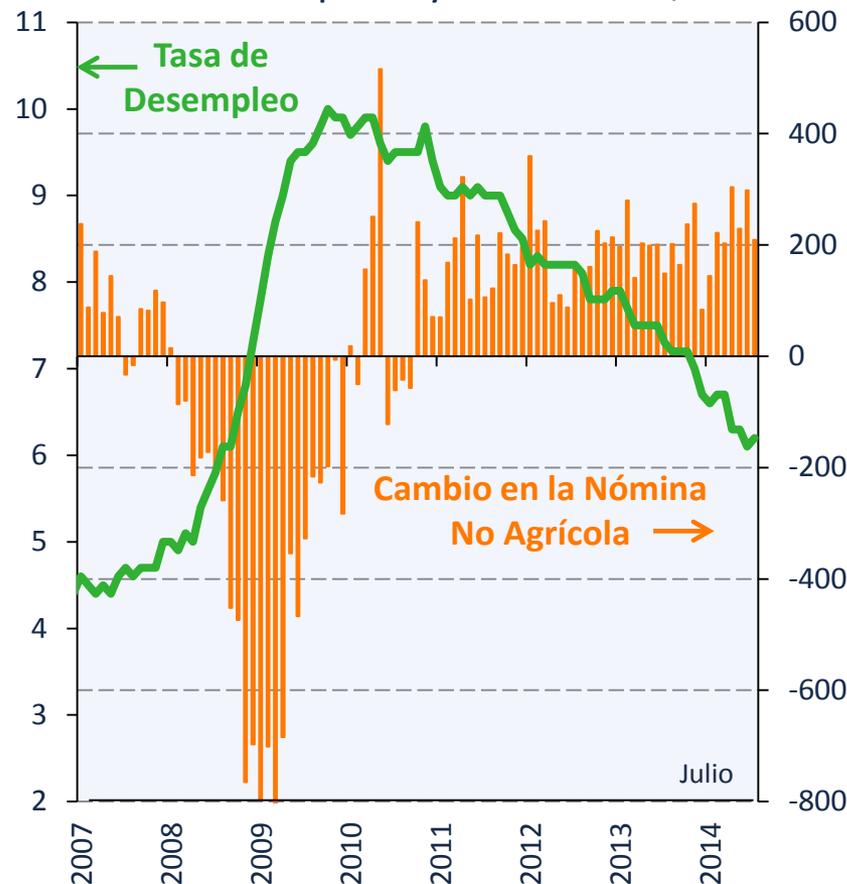
# En Estados Unidos, la producción manufacturera presentó un sólido crecimiento y las condiciones del mercado laboral continuaron mejorando.

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



a. e./ Cifras ajustadas por estacionalidad.  
Fuente: Reserva Federal.

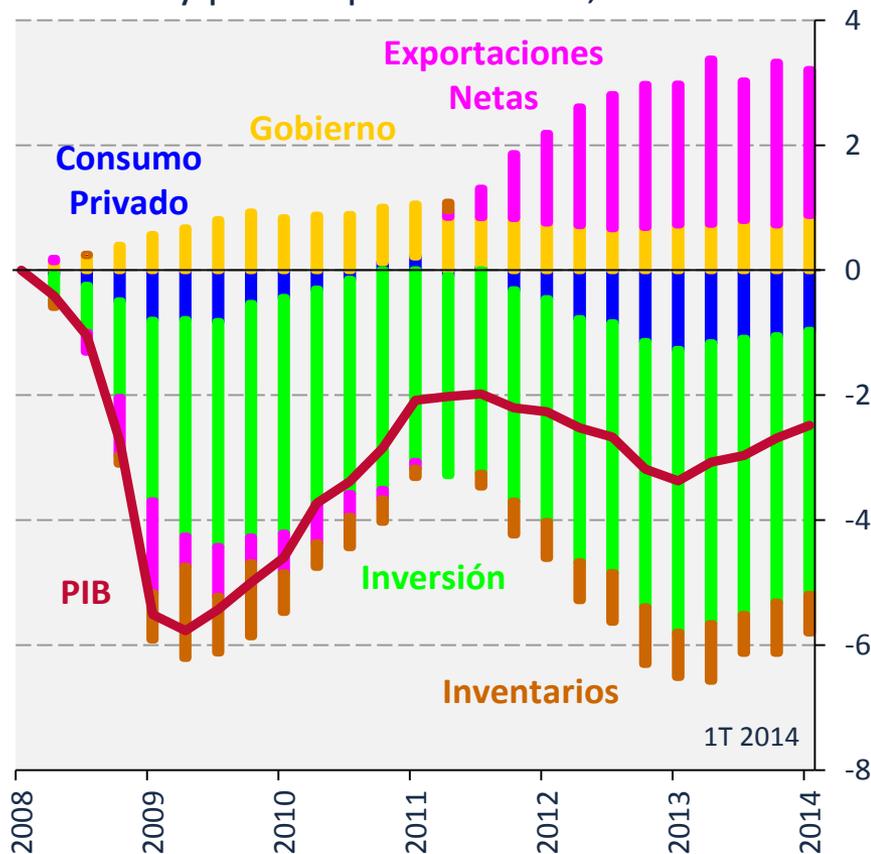
**Cambio en la Nómina No Agrícola y Tasa de Desempleo**  
Miles de empleos y % de la PEA, a. e.



PEA/ Población Económicamente Activa.  
a. e./ Cifras ajustadas por estacionalidad.  
Fuente: Bureau of Labor Statistics (BLS).

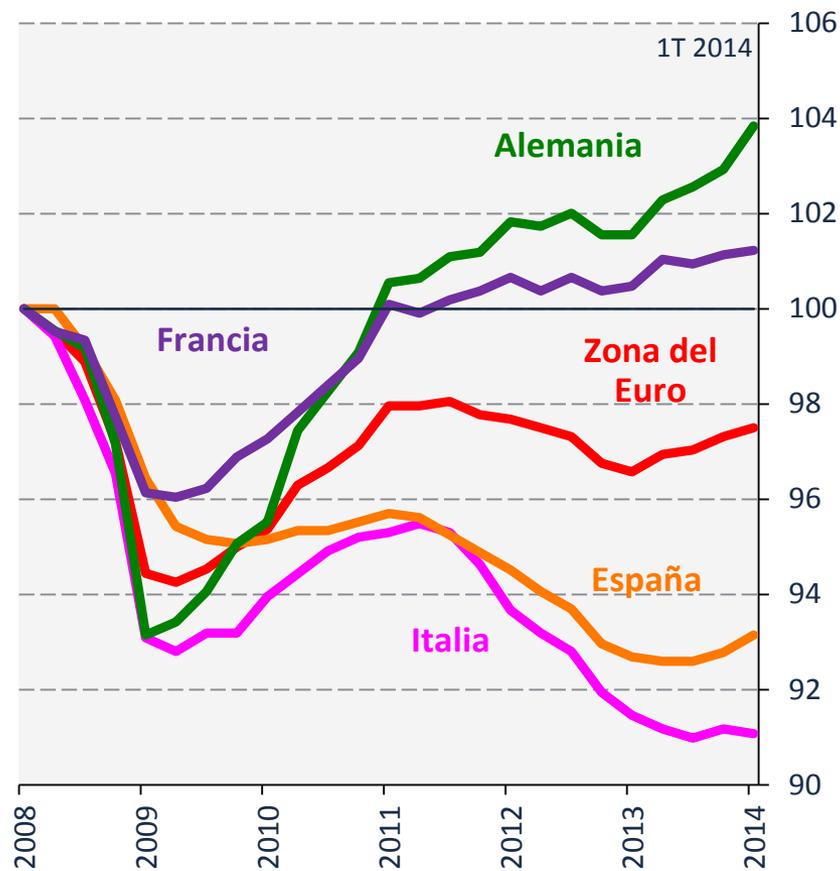
# En la zona del euro la recuperación económica se mantuvo endeble y desigual con niveles del producto todavía inferiores a los alcanzados antes de la crisis.

**PIB Real y Contribuciones de Componentes con Relación a su Reciente Cresta**  
% y puntos porcentuales, a. e.



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

**Producto Interno Bruto**  
Índice I-2008=100, a. e.



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

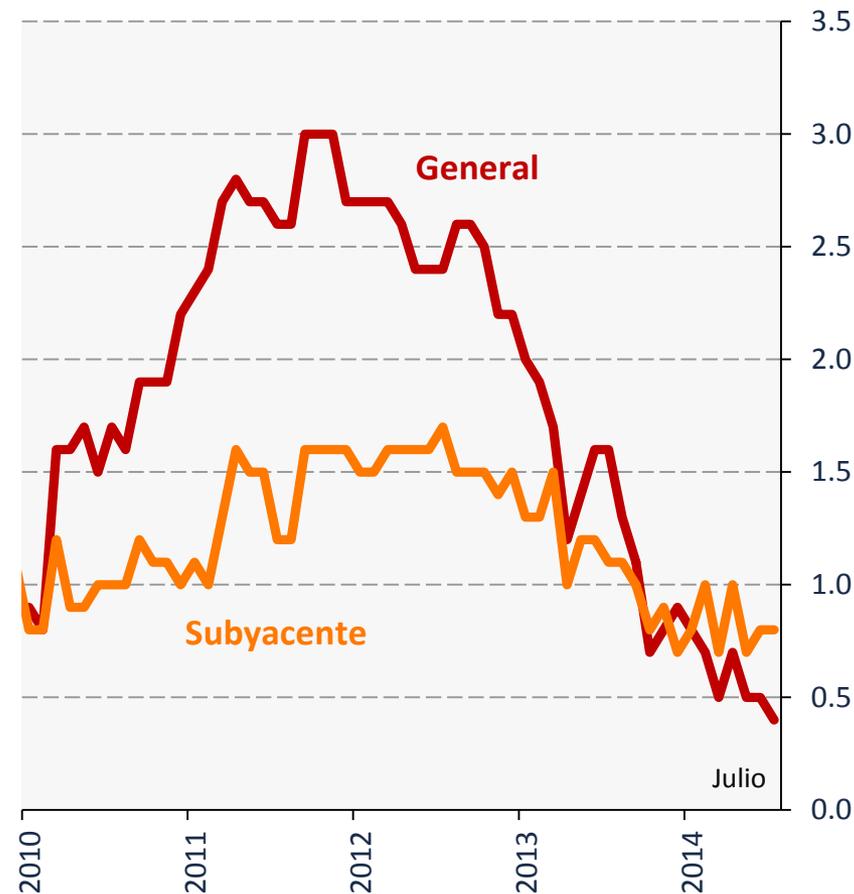
En Estados Unidos se observó un incremento en la inflación, si bien ésta se sitúa por debajo del objetivo de la Reserva Federal de 2 por ciento. Por el contrario, en la zona del euro los riesgos de deflación continúan.

Estados Unidos: Deflactor del Gasto de Consumo Personal  
Variación % anual



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

Zona del Euro: Índice de Precios al Consumidor  
Variación % anual

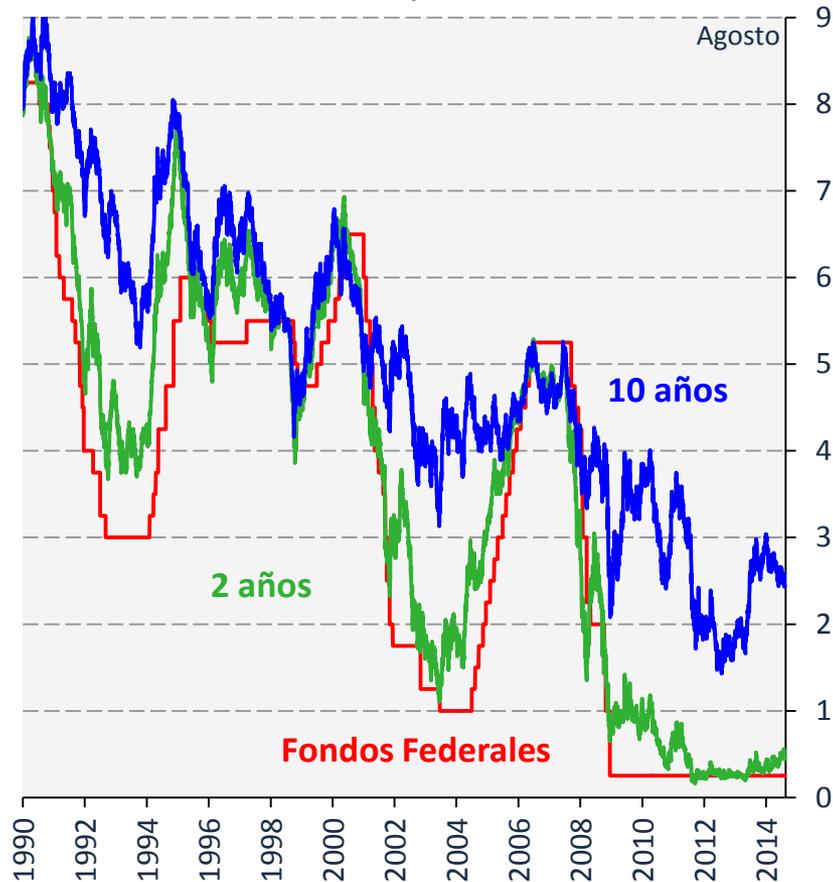


Fuente: Eurostat.

La Reserva Federal reafirmó su estrategia de un retiro gradual del estímulo monetario. Sin embargo, datos recientes de la economía de Estados Unidos han generado, entre algunos, expectativas de un ajuste anticipado de las condiciones monetarias en ese país.

### Tasas de Interés de Valores Gubernamentales

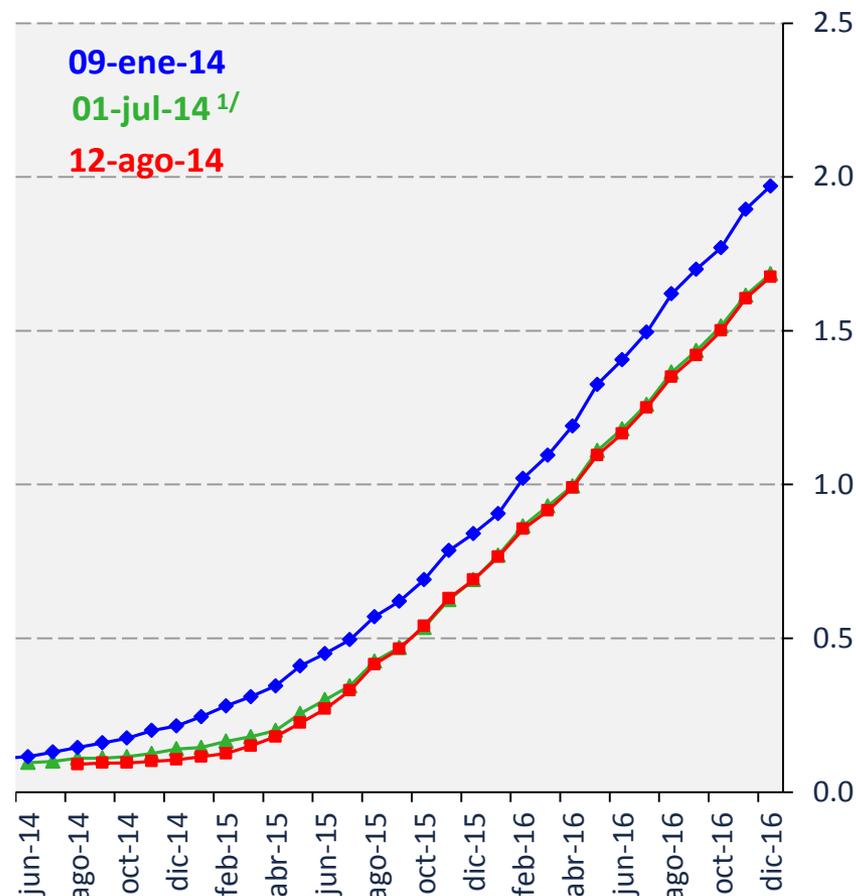
%



Fuente: Departamento del Tesoro.

### Futuros de la Tasa de Fondos Federales

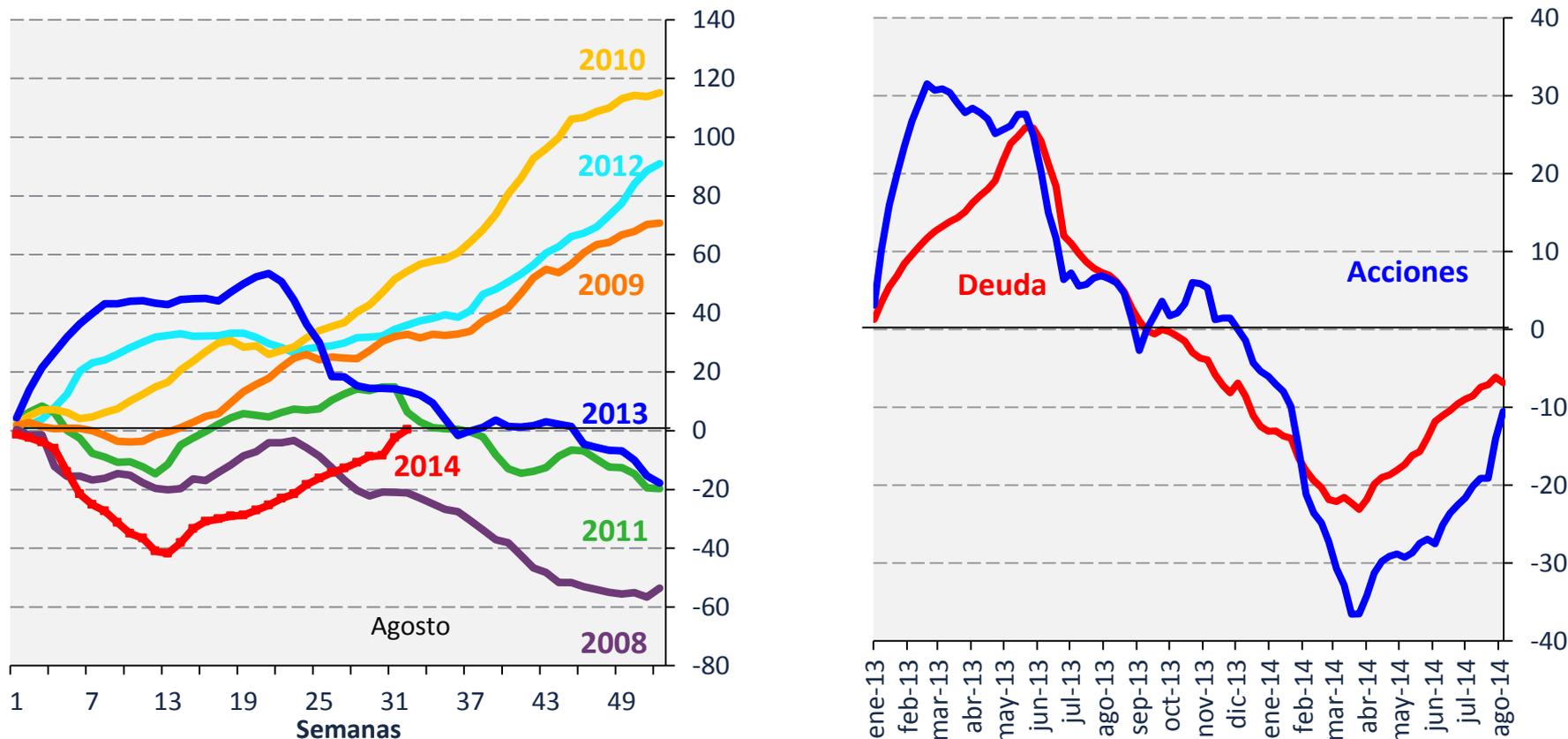
%



1/ Fecha previa a la publicación de datos favorables de actividad económica y de la decisión de la Reserva Federal. Fuente: Bloomberg.

La expectativa de que la política monetaria continúe siendo acomodaticia intensificó el proceso de búsqueda de rendimientos durante el 2T14, lo que se tradujo en una recuperación de los flujos de capitales a economías emergentes.

## Flujo Acumulado de Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Deuda y Acciones) <sup>1/</sup> Miles de millones de dólares

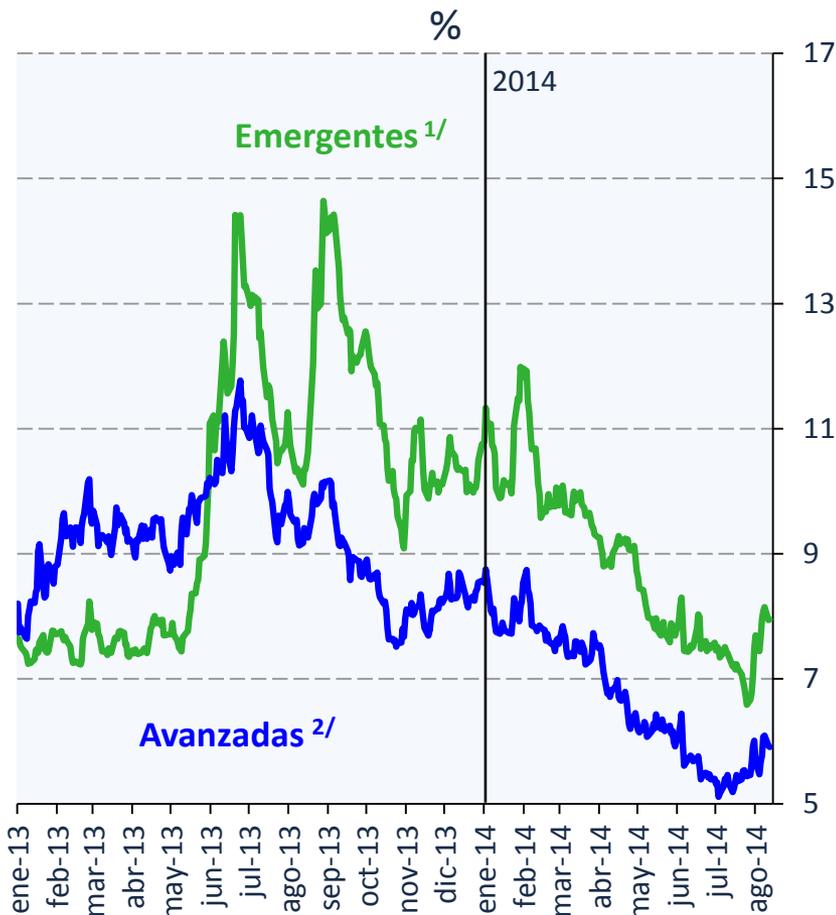


1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

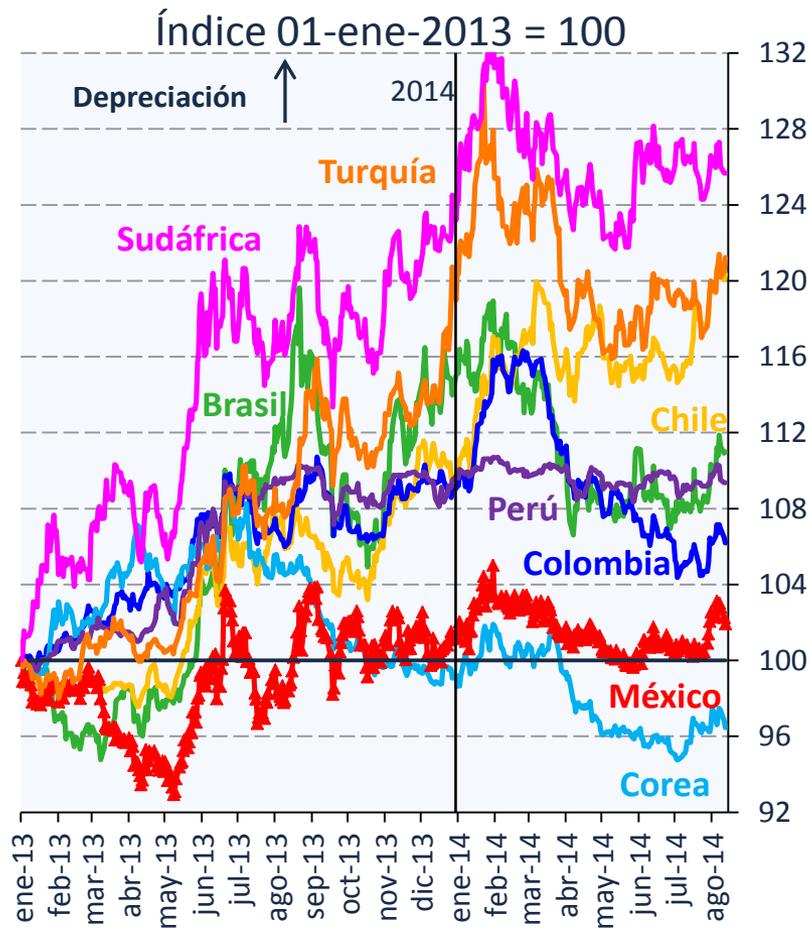
Derivado de lo anterior, se observó una baja volatilidad en los mercados financieros. No obstante, ante datos económicos más favorables que los anticipados en Estados Unidos, recientemente se incrementó la volatilidad.

### Volatilidad en Mercados Cambiarios <sup>1/</sup>



1/ Se refiere al promedio simple de la volatilidad implícita en opciones tipo *put* de los tipos de cambio de: Brasil, Chile, Corea, India, México, Perú, Polonia, Sudáfrica y Turquía. 2/ Se refiere al índice de volatilidad implícita de los tipos de cambio de los países del G7 (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, R.U. y E.U.A.) publicado por J.P. Morgan. Fuente: Bloomberg.

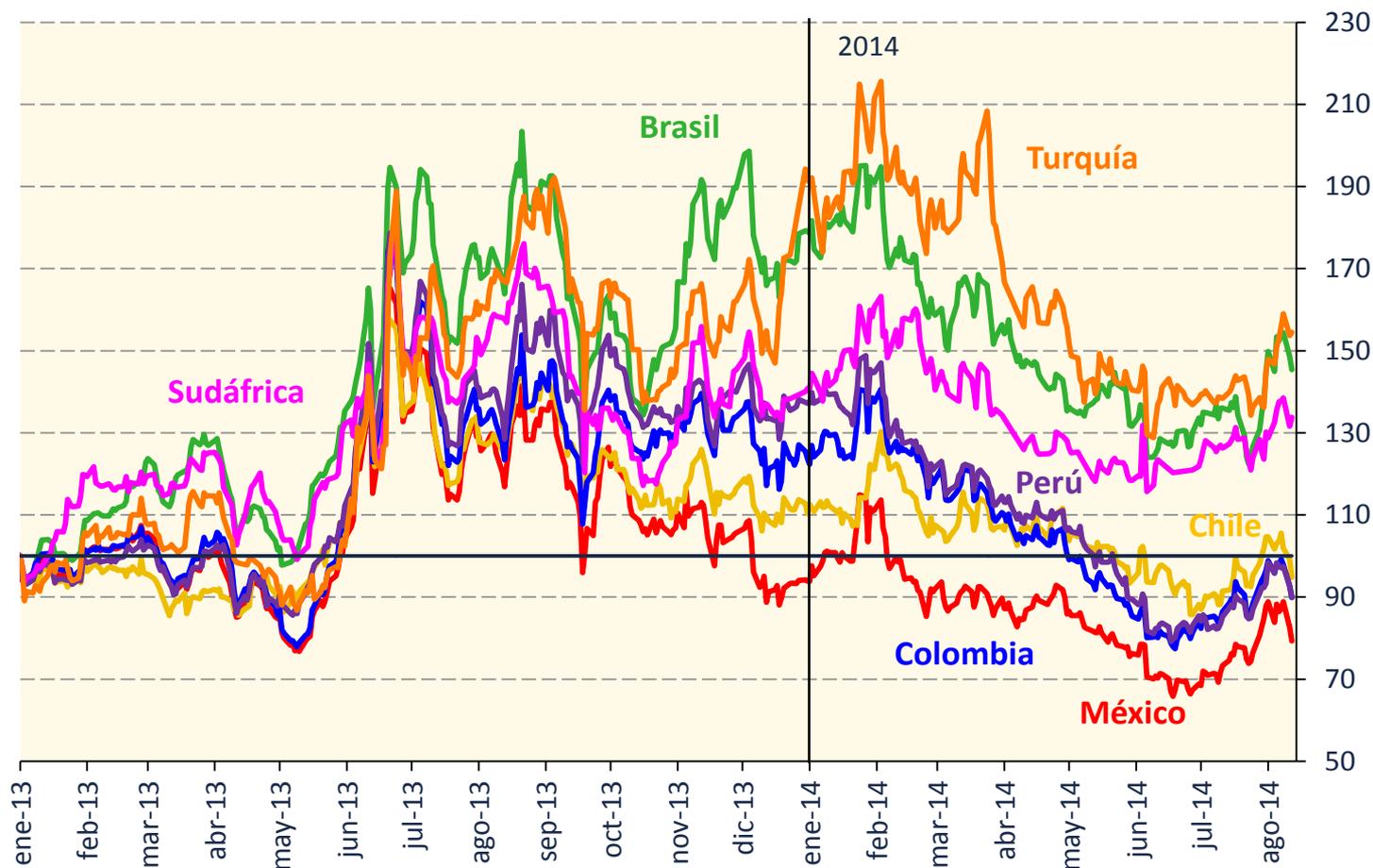
### Tipo de Cambio con Respecto al Dólar



Fuente: Bloomberg.

En este contexto, México se ha destacado por ser una de las economías cuyos indicadores de riesgo se han visto menos afectados durante los episodios recientes de volatilidad.

### Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano <sup>1/</sup> Índice 01-ene-13=100



1/ Se refiere a los Credit Default Swaps a 5 años.

Fuente: Bloomberg.

# Índice

**1** **Política Monetaria**

**2** **Condiciones Externas**

**3** **Evolución de la Economía Mexicana**

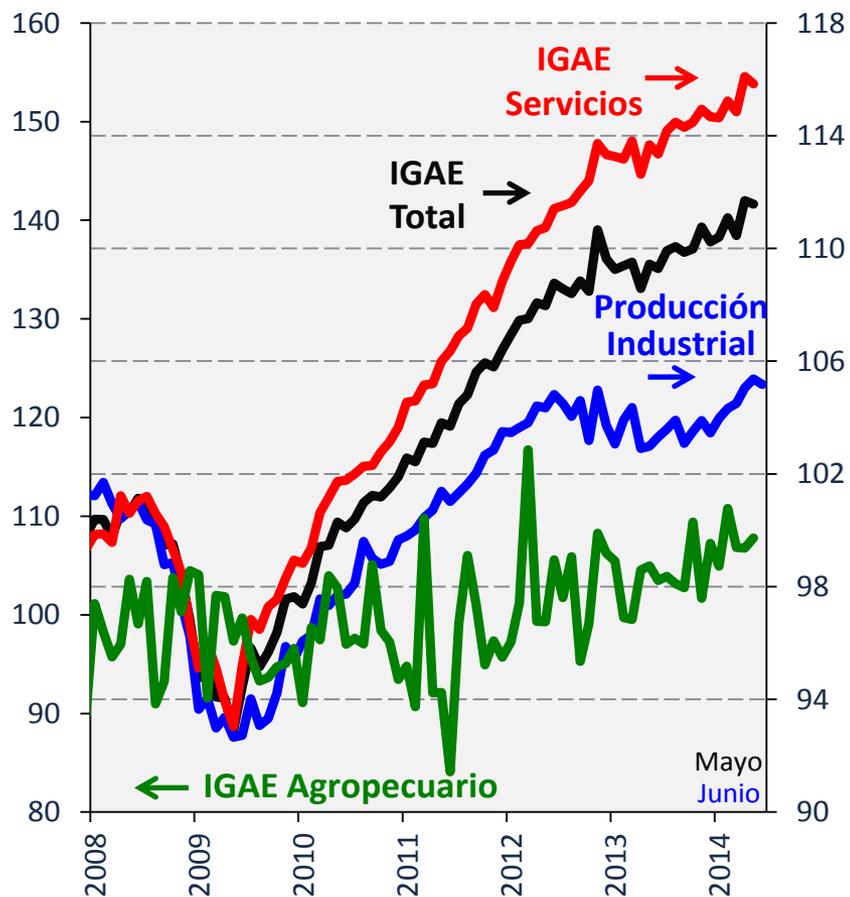
**4** **Determinantes de la Inflación**

**5** **Previsiones y Balance de Riesgos**

# La actividad económica de México registró una mejoría durante el 2T14, en relación con la debilidad que se observó en los dos trimestres previos.

## Indicadores de la Actividad Económica

Índices 2008 = 100, a.e.

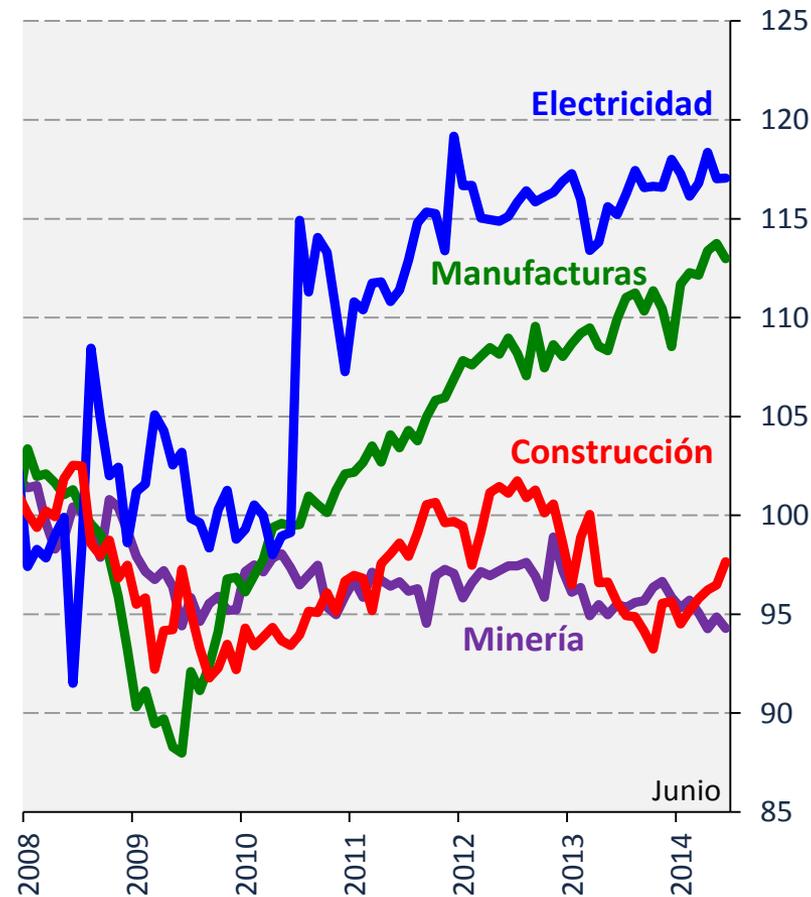


a.e./ Cifras con ajuste estacional.

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

## Actividad Industrial

Índices 2008 = 100, a.e.

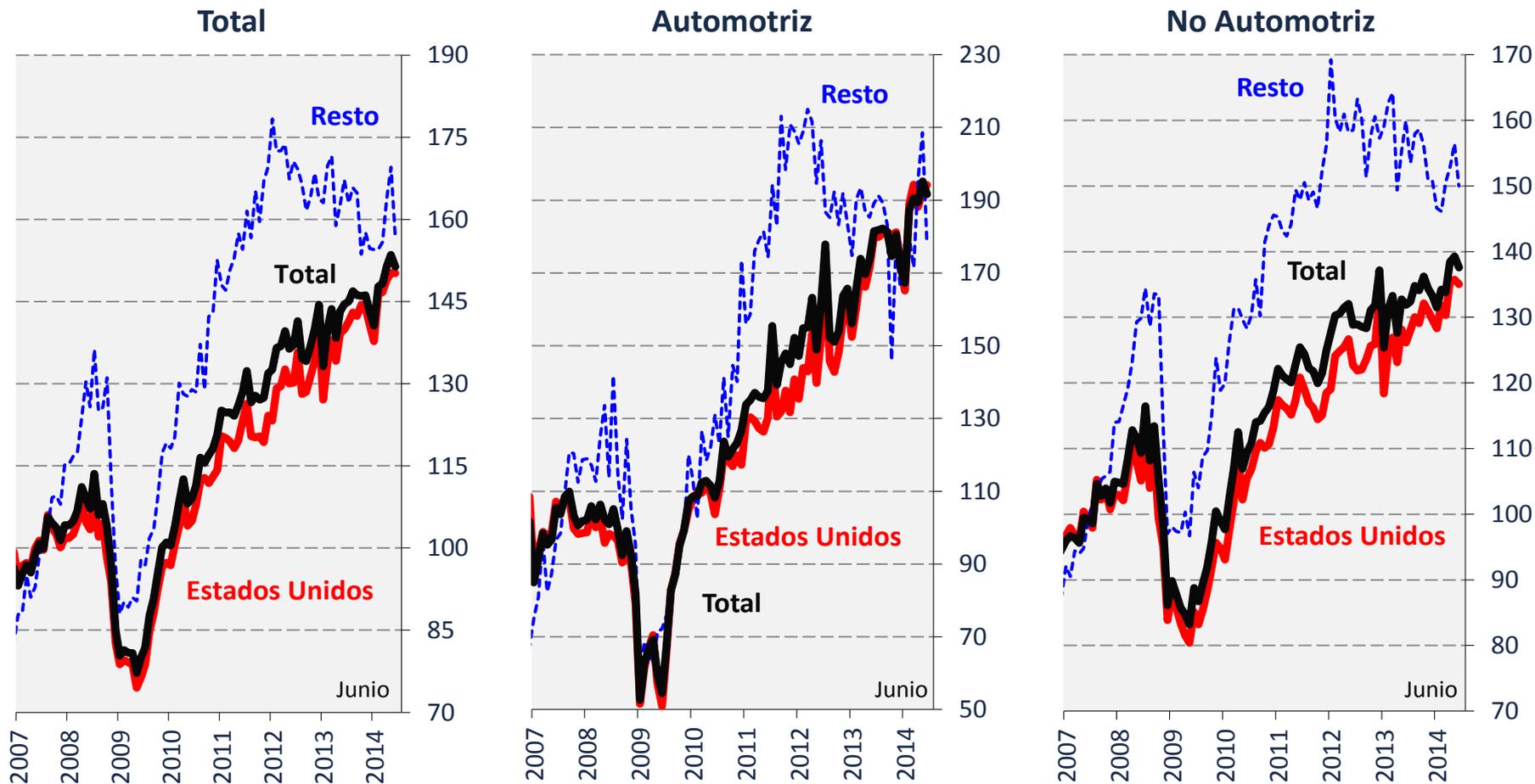


a.e. / Cifras con ajuste estacional.

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

El mayor dinamismo de la actividad económica fue resultado, principalmente, del impulso de la demanda externa.

### Exportaciones Manufactureras Índices 2007=100, a.e.



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

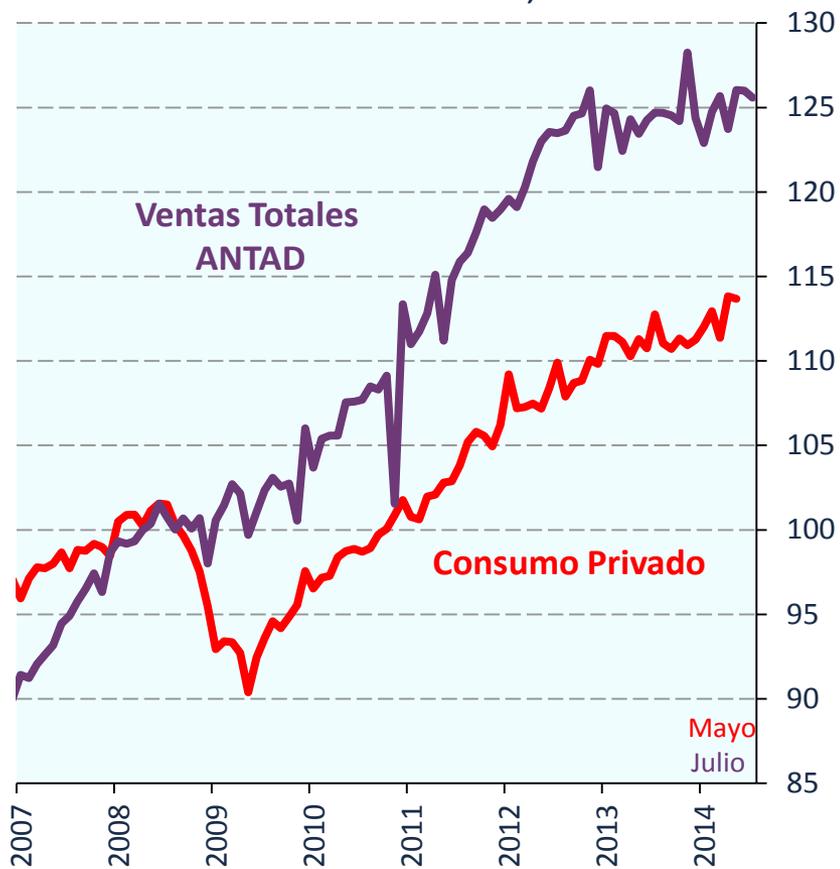
a.e. / Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Banco de México.

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

# Algunos indicadores del consumo mostraron un cambio de tendencia, si bien algunos de sus determinantes siguen presentando señales de debilidad.

## Indicador Mensual del Consumo Privado en el Mercado Interior y Ventas Totales de la ANTAD

Índice 2008=100, a.e.

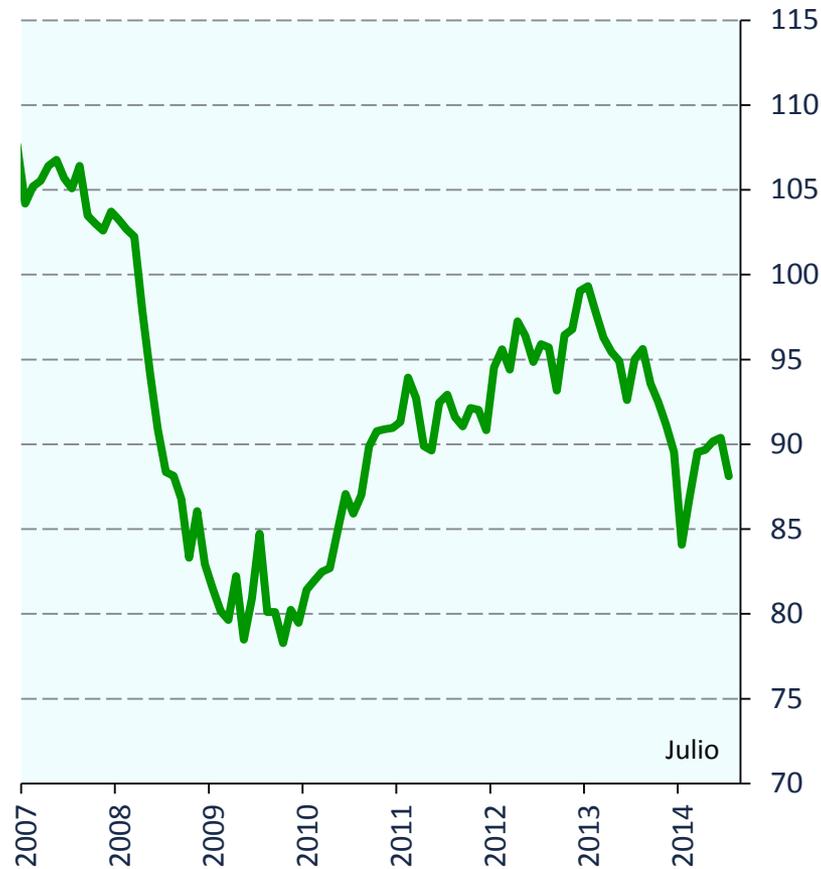


a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI y la ANTAD.

## Confianza del Consumidor

Índice ene-2003=100, a.e.



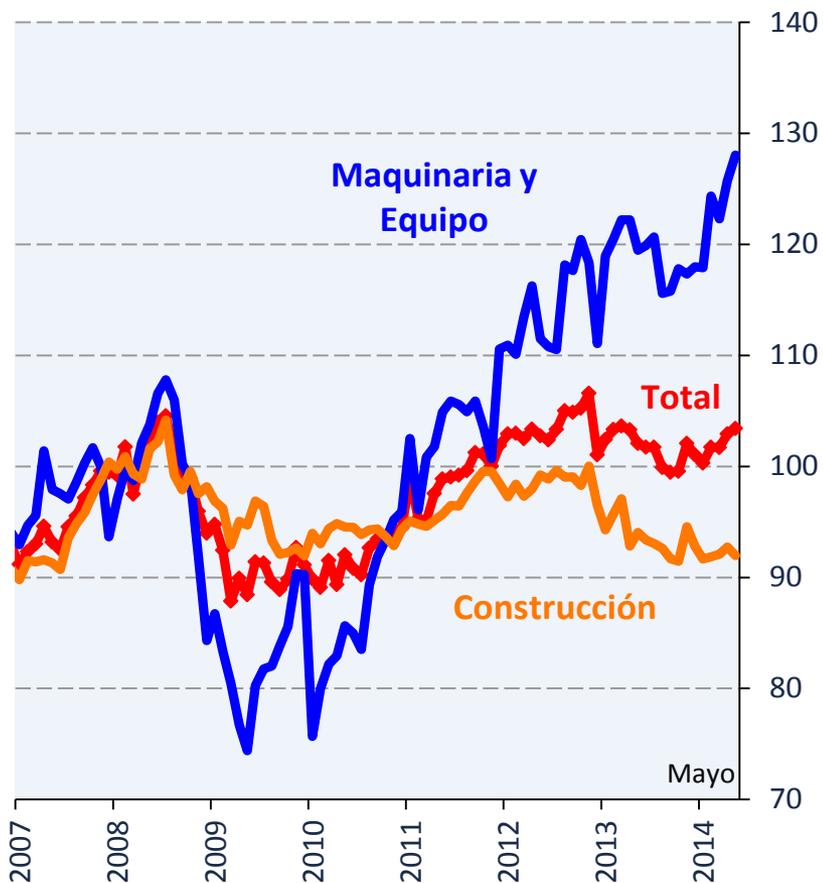
a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: INEGI y Banco de México.

# Los indicadores de la inversión fija bruta registraron una gradual mejoría en el 2T14.

## Inversión y sus Componentes

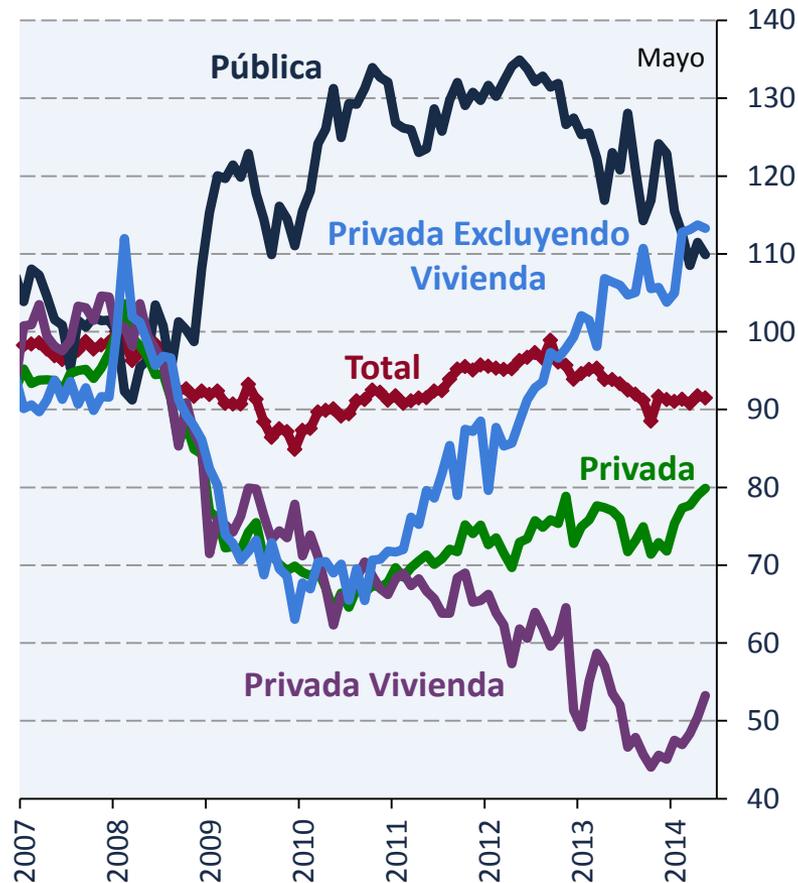
Índice 2008=100, a.e.



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

## Valor Real de la Producción en la Construcción

Índice ene-2008=100, a.e.



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

# No obstante el mayor dinamismo de la actividad económica, durante el 2T14 persistieron condiciones de holgura en el mercado laboral.

**Tasa de Desocupación Nacional**  
% de la PEA, a.e.



PEA/ Población Económicamente Activa.  
a.e./ Cifras con ajuste estacional.  
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

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



a.e./ Cifras con ajuste estacional.  
1/ Permanentes y eventuales urbanos.  
Fuente: IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).  
Desestacionalización efectuada por Banco de México excepto el IGAE.

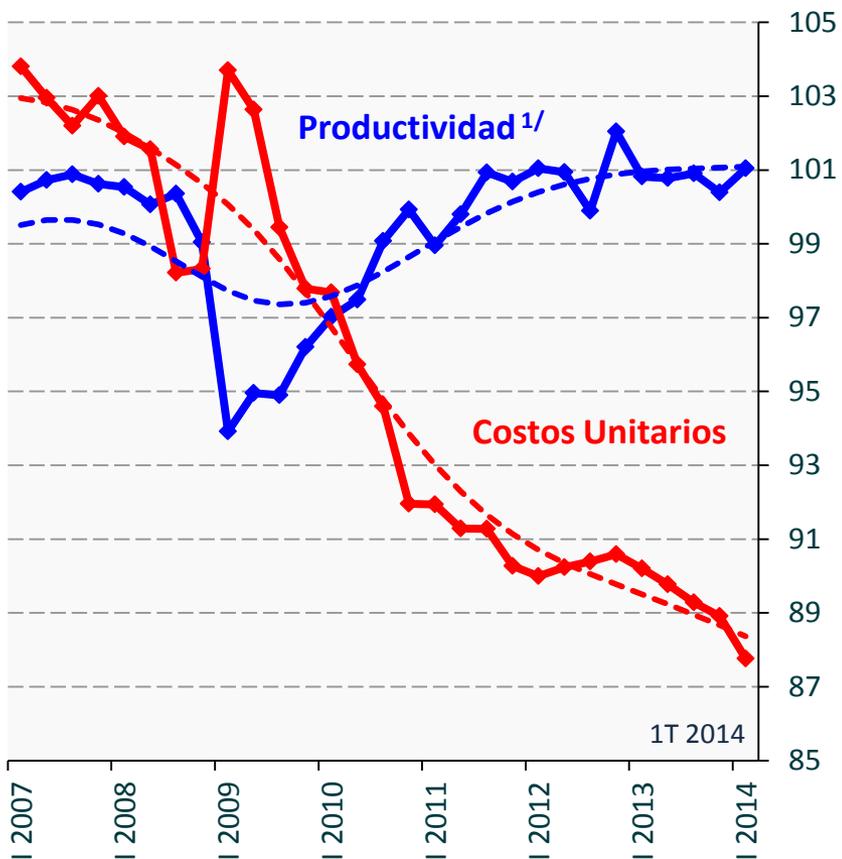
**Tasa de Informalidad Laboral**  
% de la población ocupada, a.e.



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

Si bien la productividad de la mano de obra en el sector manufacturero continúa mostrando una tendencia al alza, la correspondiente a la economía en su conjunto se ha mantenido estable en los últimos años.

**Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en la Economía**  
Índice 2008=100, a.e.

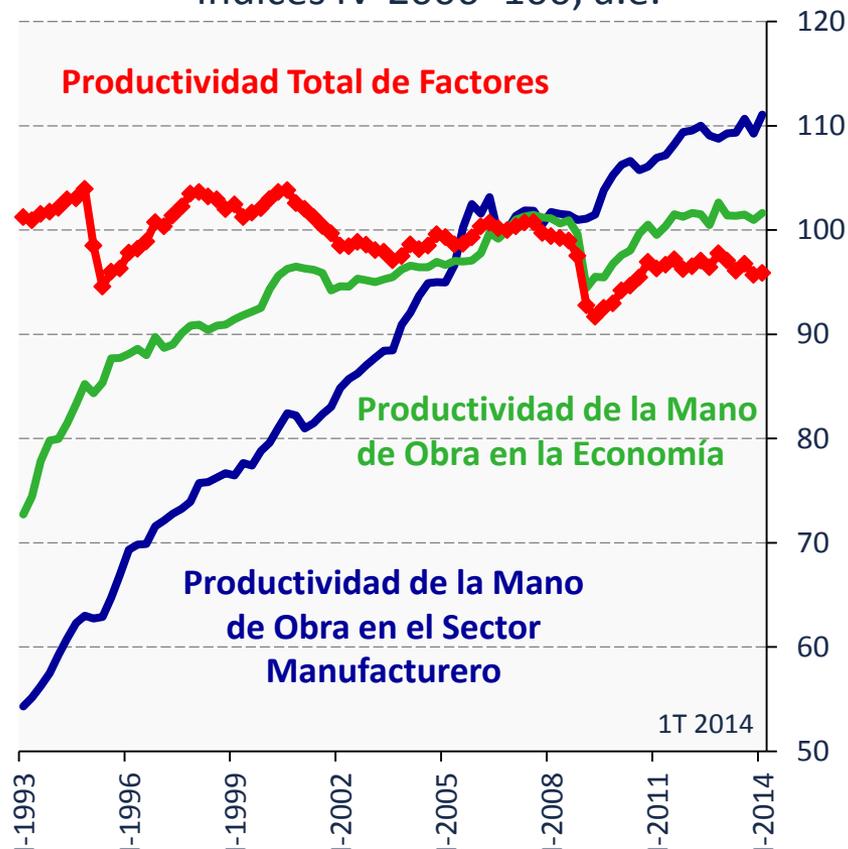


a.e./ Cifras con ajuste estacional y de tendencia.

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.

**Productividad Total de los Factores y Productividad de la Mano de Obra en la Economía y en el Sector Manufacturero<sup>2/</sup>**  
Índices IV-2006=100, a.e.



a.e. / Cifras con ajuste estacional.

2/ La productividad total de los factores se estimó con una regresión en logs del PIB contra el factor trabajo y el acervo de capital. La productividad de la mano de obra es con base en las horas trabajadas. Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IGPLE, de la EMIM y de la actividad industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

# Índice

**1** **Política Monetaria**

**2** **Condiciones Externas**

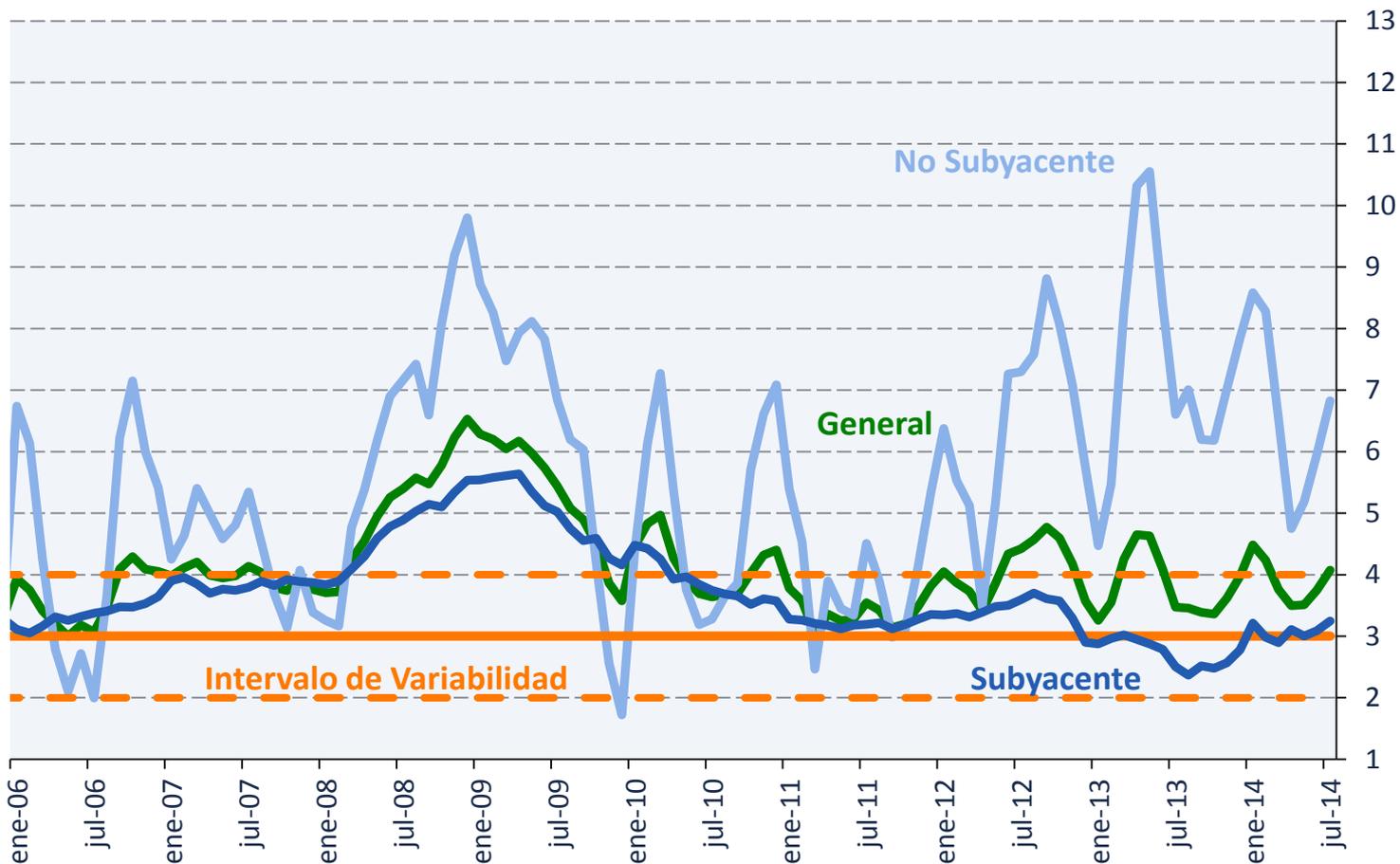
**3** **Evolución de la Economía Mexicana**

**4** **Determinantes de la Inflación**

**5** **Previsiones y Balance de Riesgos**

La conducción de la política monetaria, entre otros factores, contribuyó a que en el 2T14 la inflación general anual presentara una disminución. Posteriormente, como se tenía previsto, se observó un incremento debido principalmente al efecto de una baja base de comparación.

## Índice Nacional de Precios al Consumidor Variación % anual

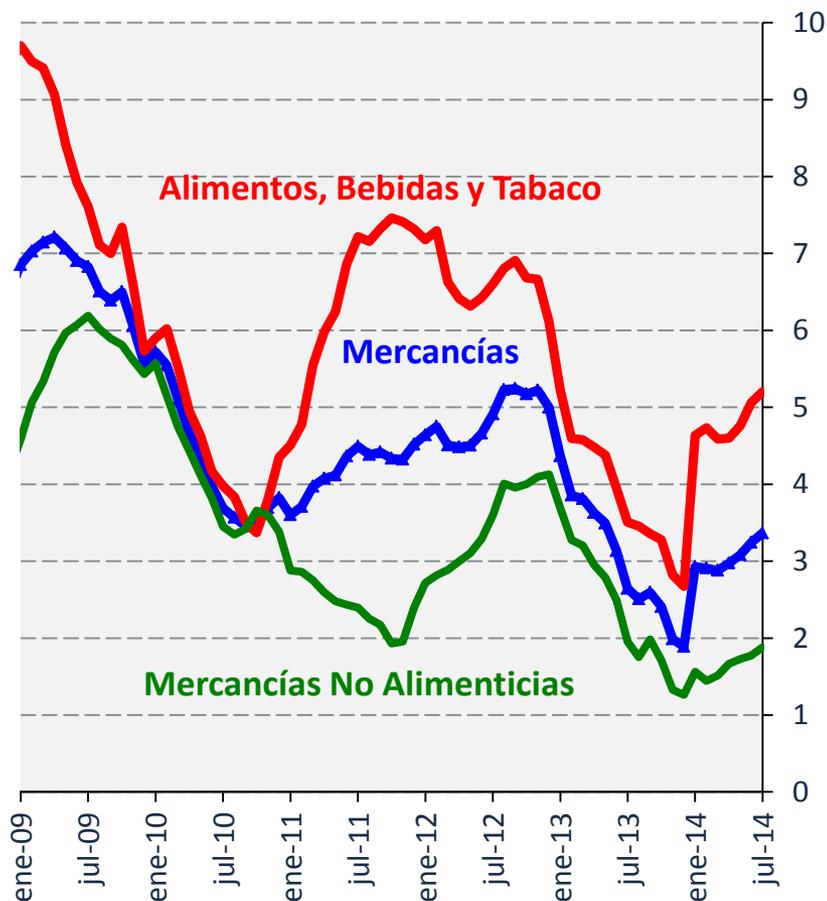


Fuente: Banco de México e INEGI.

A pesar de que una parte importante de las modificaciones impositivas que entraron en vigor en 2014 afectaron el índice de precios subyacente, la variación anual de este indicador se mantuvo en niveles cercanos a 3 por ciento.

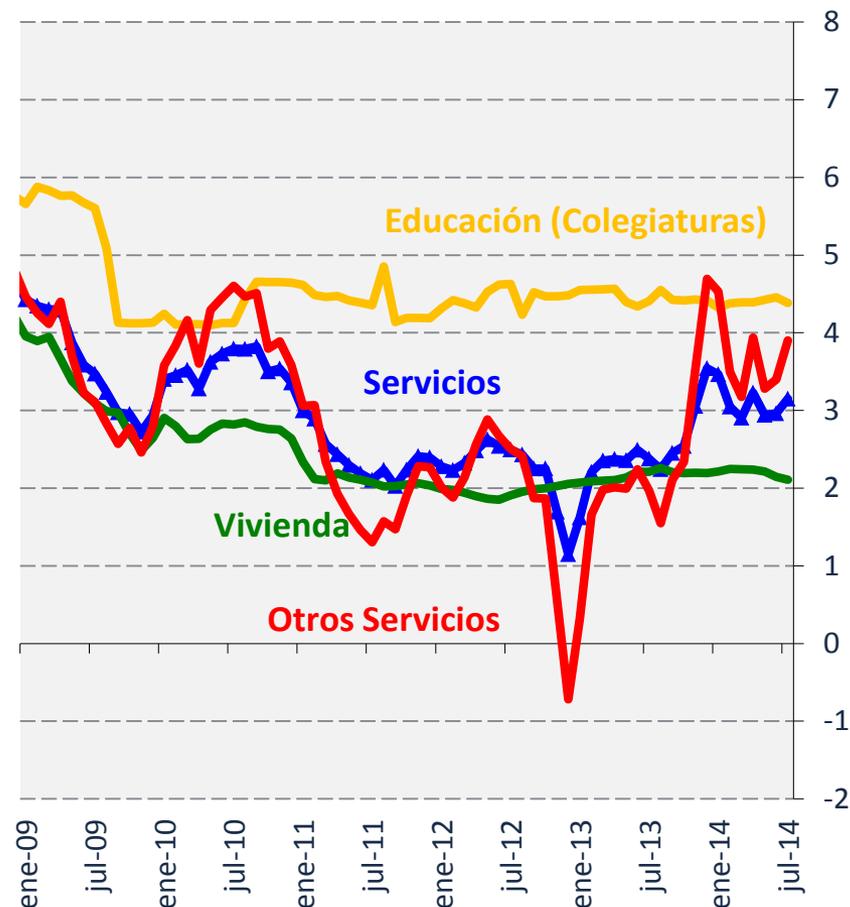
## Índice de Precios Subyacente Variación % anual

### Mercancías



Fuente: Banco de México e INEGI.

### Servicios

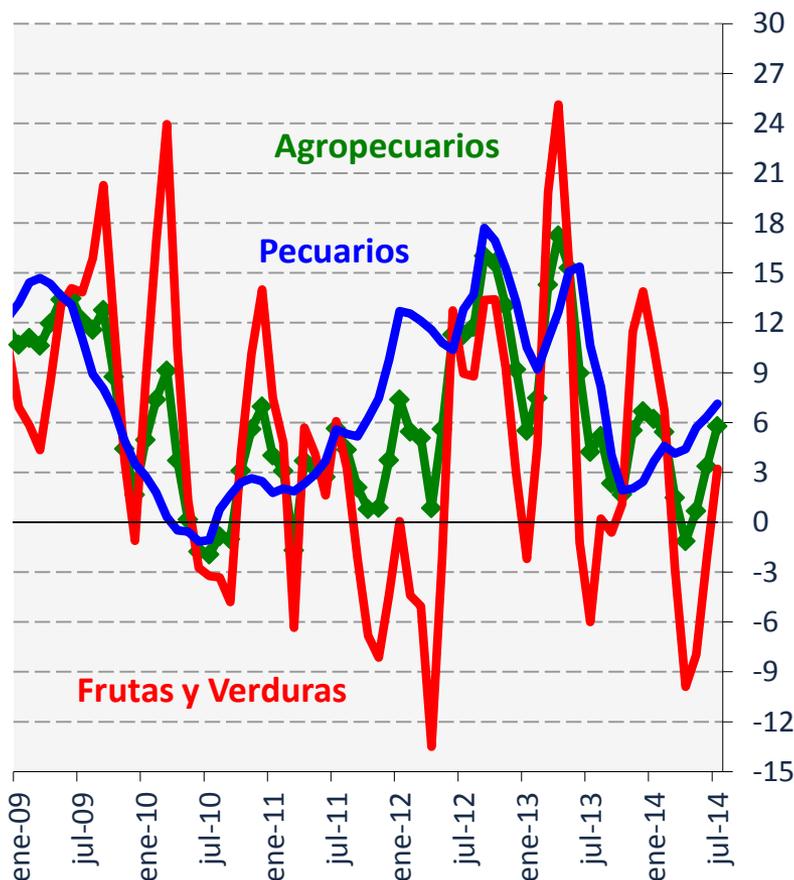


Fuente: Banco de México e INEGI.

En el 2T14 la inflación no subyacente presentó niveles inferiores a los observados a inicios del año, si bien recientemente aumentó como reflejo del efecto aritmético de una baja base de comparación en el subíndice de precios agropecuarios.

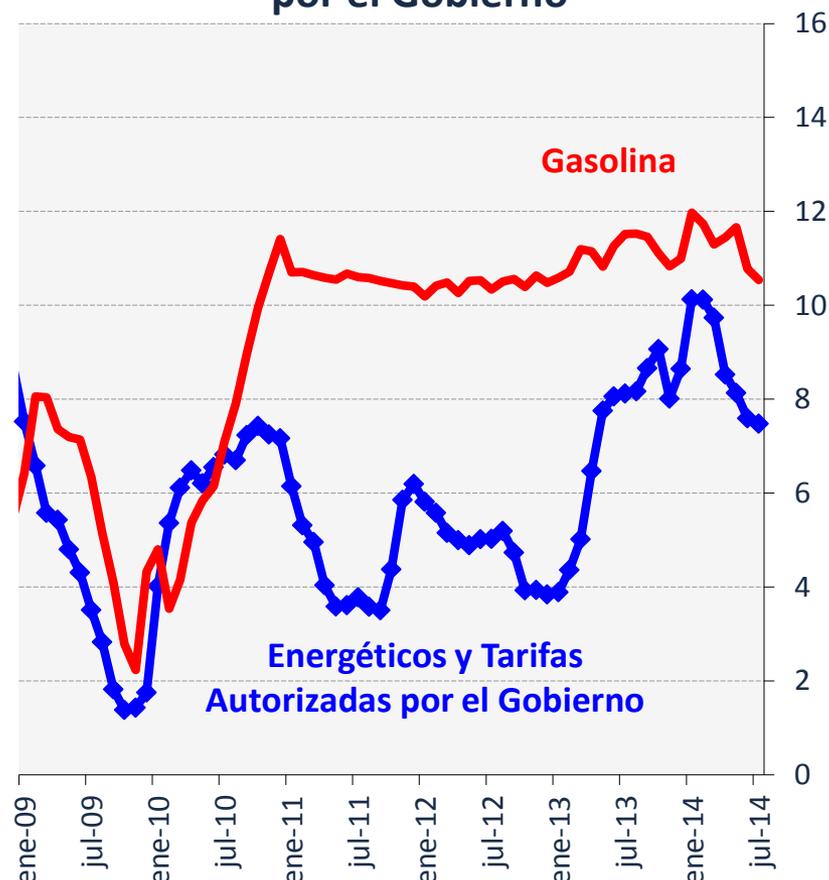
## Índice de Precios No Subyacente Variación % anual

### Agropecuarios



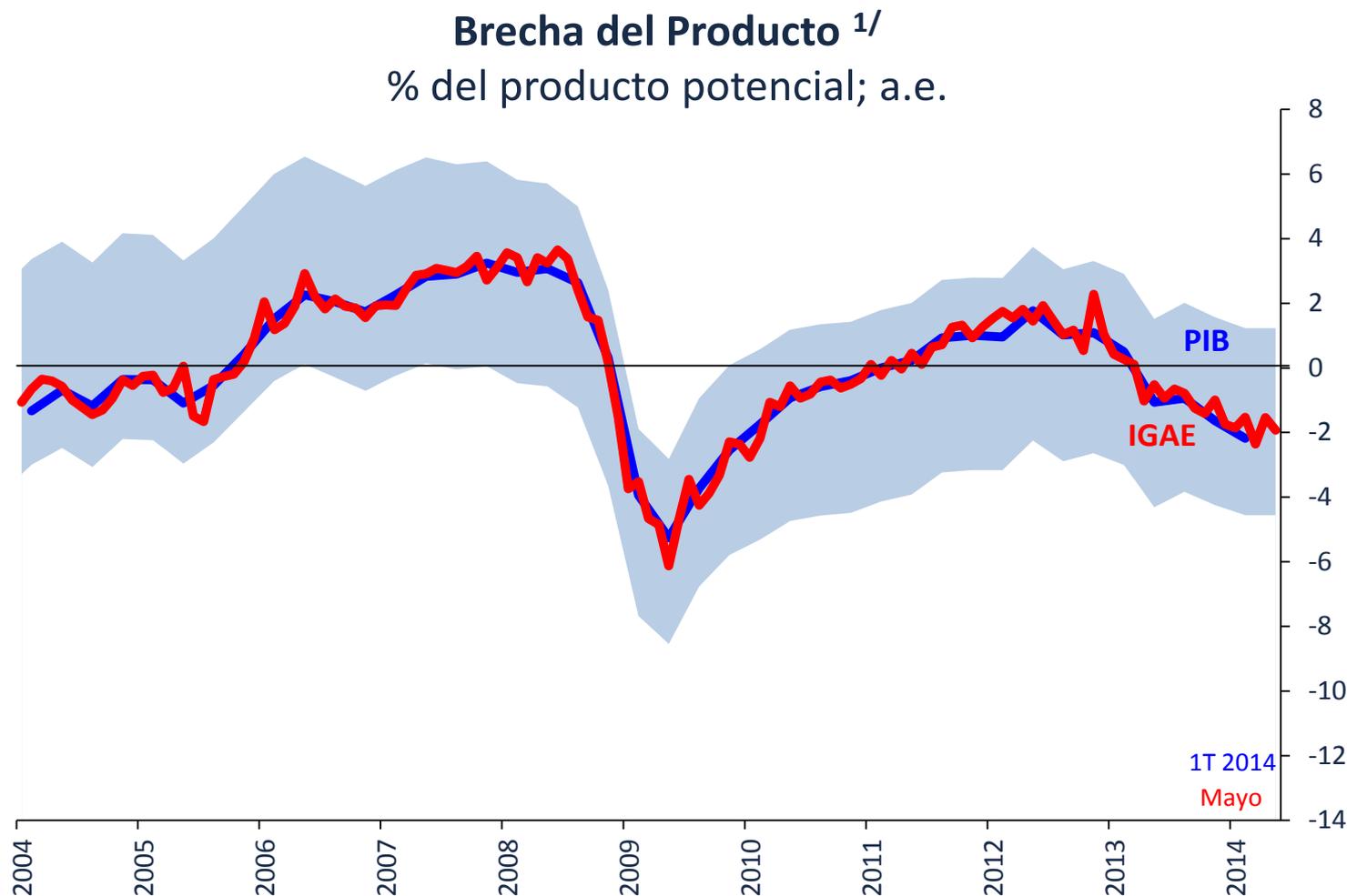
Fuente: Banco de México e INEGI.

### Energéticos y Tarifas Autorizadas por el Gobierno



Fuente: Banco de México e INEGI.

Derivado de la evolución de la actividad económica en el 1T14, la brecha del producto se amplió y, a pesar de la recuperación prevista, se prevé que se mantendrá en terreno negativo hasta finales de 2015.



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

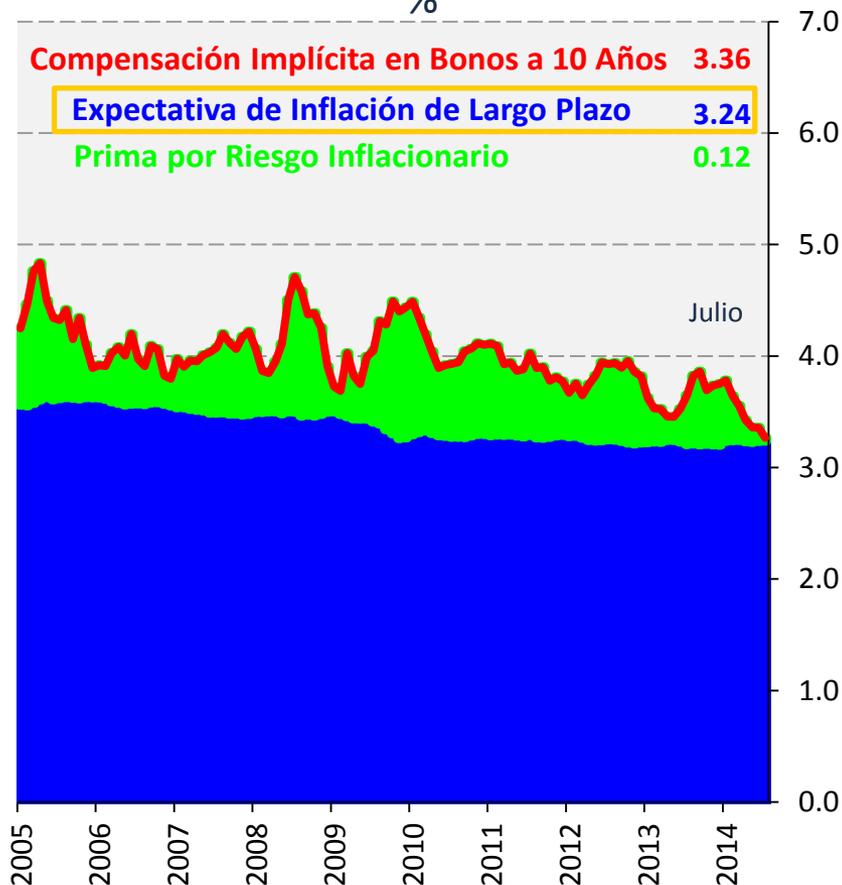
1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág. 74. El área azul indica el intervalo al 95% de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

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

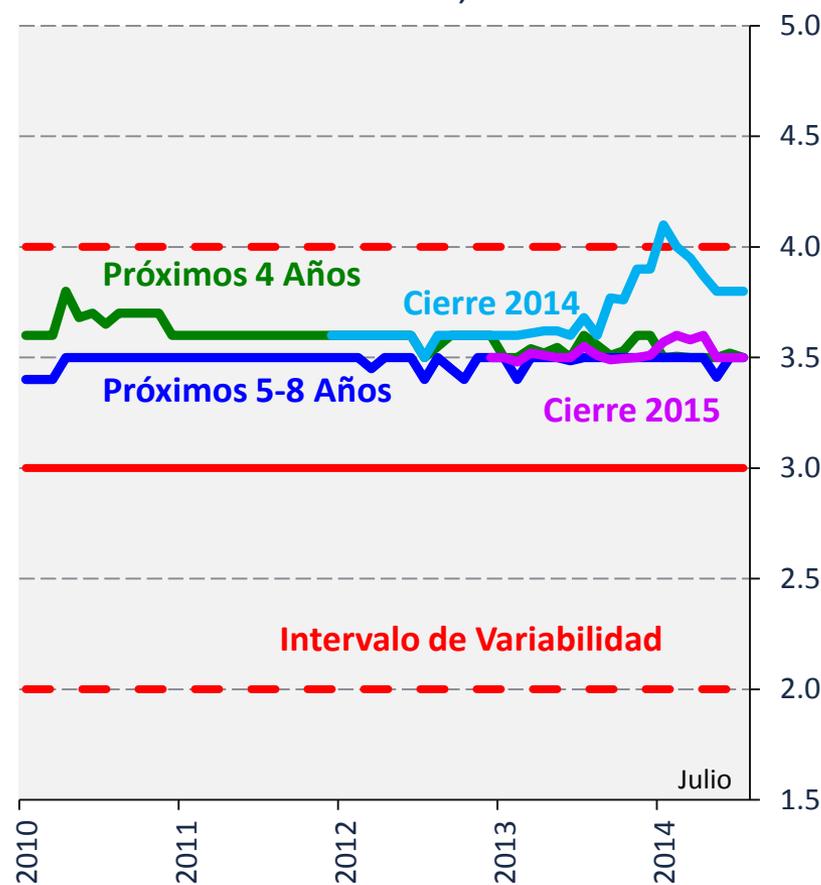
Las expectativas de inflación de largo plazo implícitas en las cotizaciones de instrumentos de mercado han disminuido gradualmente, en tanto que las provenientes de encuestas se mantienen en 3.5 por ciento.

### Descomposición de la Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario <sup>1/</sup>

%



### Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos Mediana, %

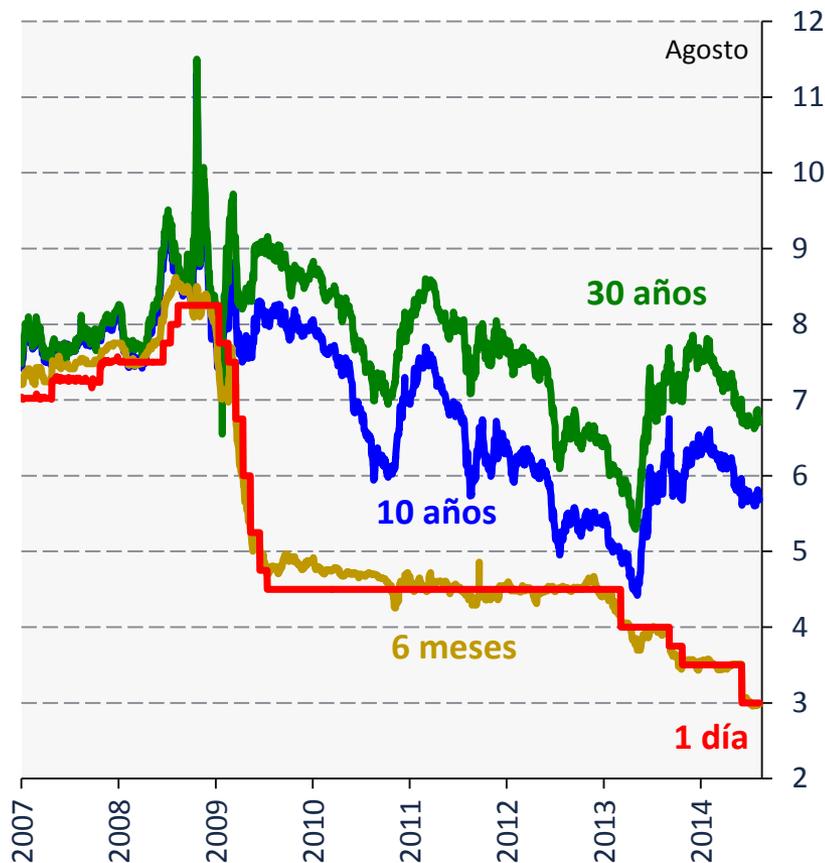


1/ La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2014).

Fuente: Encuesta de Banco de México.

Como reflejo de la disminución en la tasa de interés de referencia, las tasas de interés y los diferenciales de las tasas de interés de largo plazo entre las economías de México y Estados Unidos registraron una reducción.

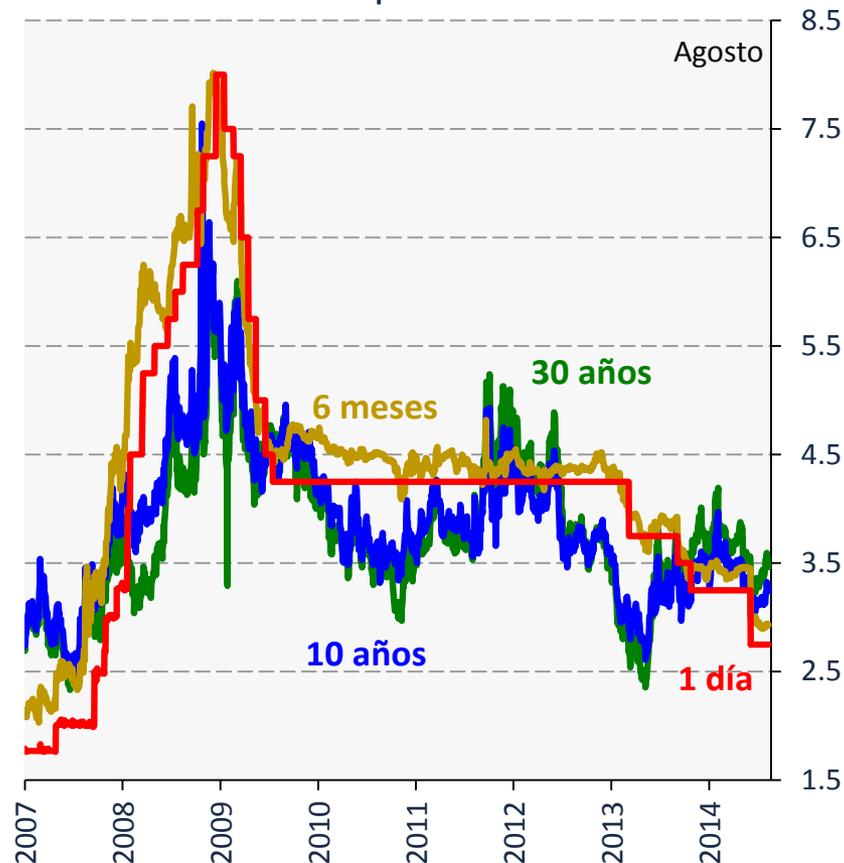
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales <sup>1/</sup>  
%



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

Diferencial de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos  
Puntos porcentuales

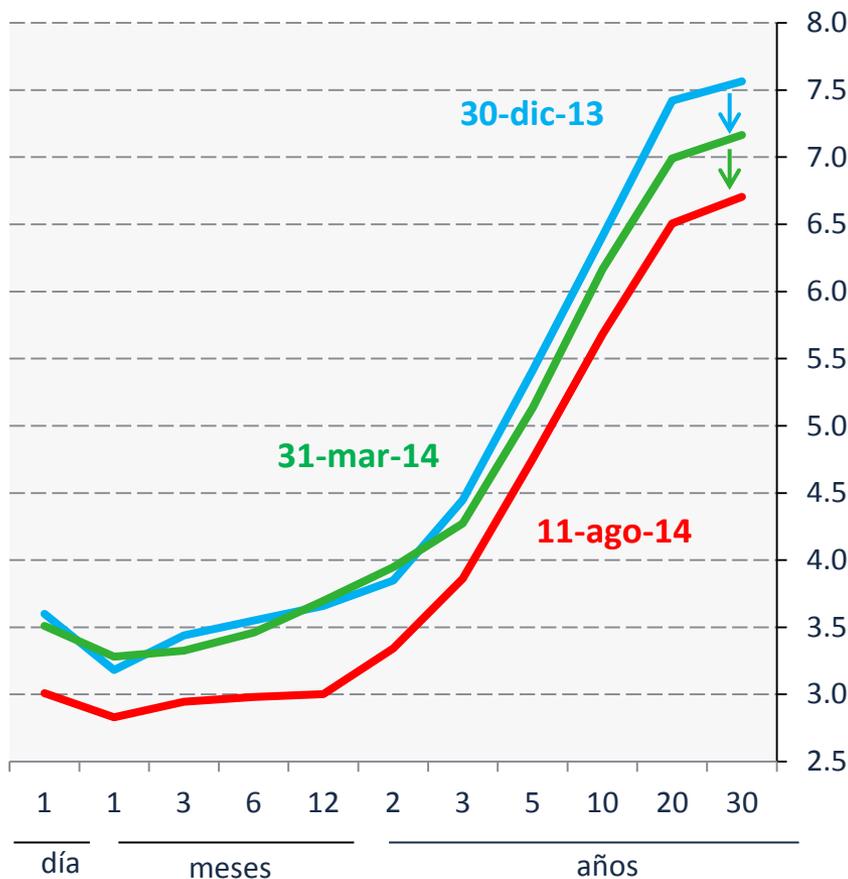


Fuente: Banco de México, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Así, la curva de rendimientos en su conjunto mostró un desplazamiento a la baja y las tasas de interés de corto plazo esperadas para 2014 y 2015 registraron una disminución.

Curva de Rendimientos de Bonos Gubernamentales

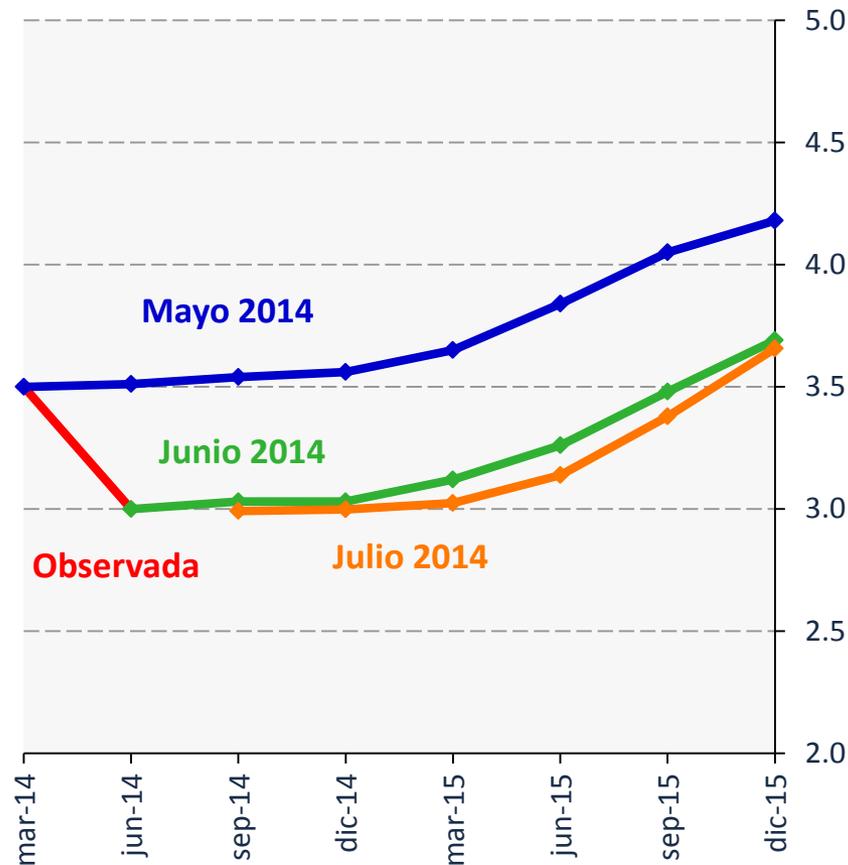
%



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

Expectativas de la Tasa de Fondeo Interbancario

%



Fuente: Encuesta de Banco de México.

# Índice

**1** **Política Monetaria**

**2** **Condiciones Externas**

**3** **Evolución de la Economía Mexicana**

**4** **Determinantes de la Inflación**

**5** **Previsiones y Balance de Riesgos**

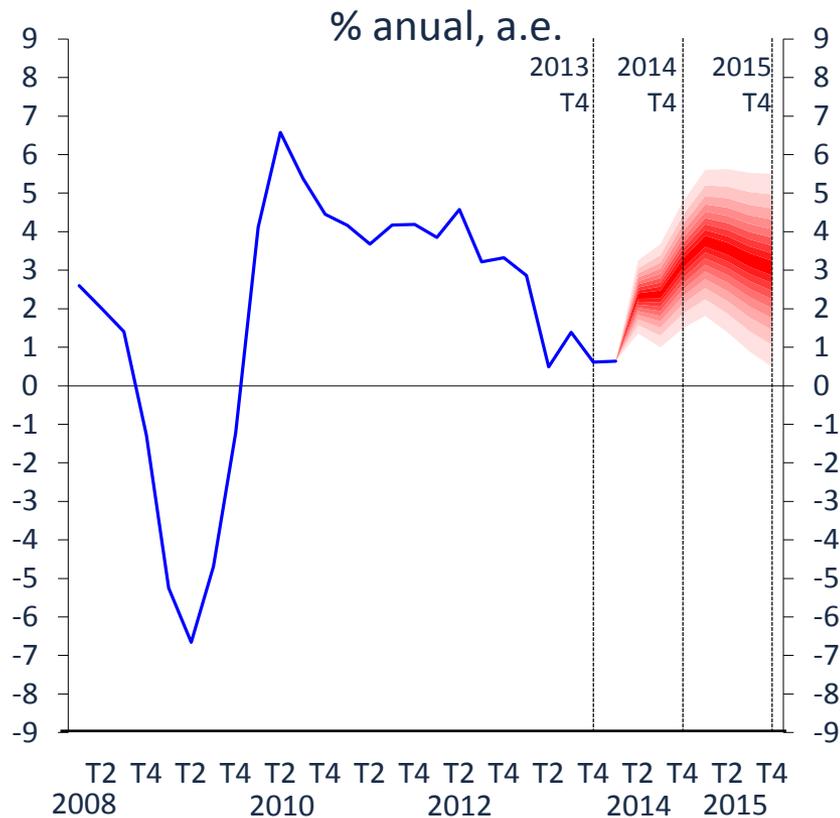
# Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento del PIB	
2014	Entre 2.0 y 2.8%
2015	Entre 3.2 y 4.2%

Incremento en trabajadores asegurados IMSS	
2014	Entre 570 y 670 mil
2015	Entre 620 y 720 mil

## Gráficas de Abanico

### Crecimiento del Producto



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

### Estimación de la Brecha del Producto



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

## Riesgos para el Escenario de Crecimiento:

### Al alza:



Que la implementación de las reformas estructurales resulte mejor a lo previsto, con su consecuente impacto sobre las expectativas de los inversionistas y agentes económicos en general.



Que la recuperación de la actividad económica en Estados Unidos sea más vigorosa que la prevista.

### A la baja:



La recuperación de la confianza de los agentes económicos puede resultar más lenta que la anticipada, lo que postergaría la plena recuperación de la demanda interna.

# Previsiones para la Inflación

## Inflación General

## Inflación Subyacente

2014

- **Segundo semestre de 2014:** se prevé que se mantenga **cercana a 4 por ciento**, aunque pudiera ubicarse en algún mes por arriba de dicho nivel como de hecho ya sucedió en julio.
- **Cierre de 2014:** se anticipa que se ubique **por debajo de 4 por ciento**, ante el desvanecimiento del efecto de cambios en los precios relativos de noviembre y diciembre de 2013.

Se anticipa que se mantenga **alrededor de 3 por ciento** el resto de 2014.

2015

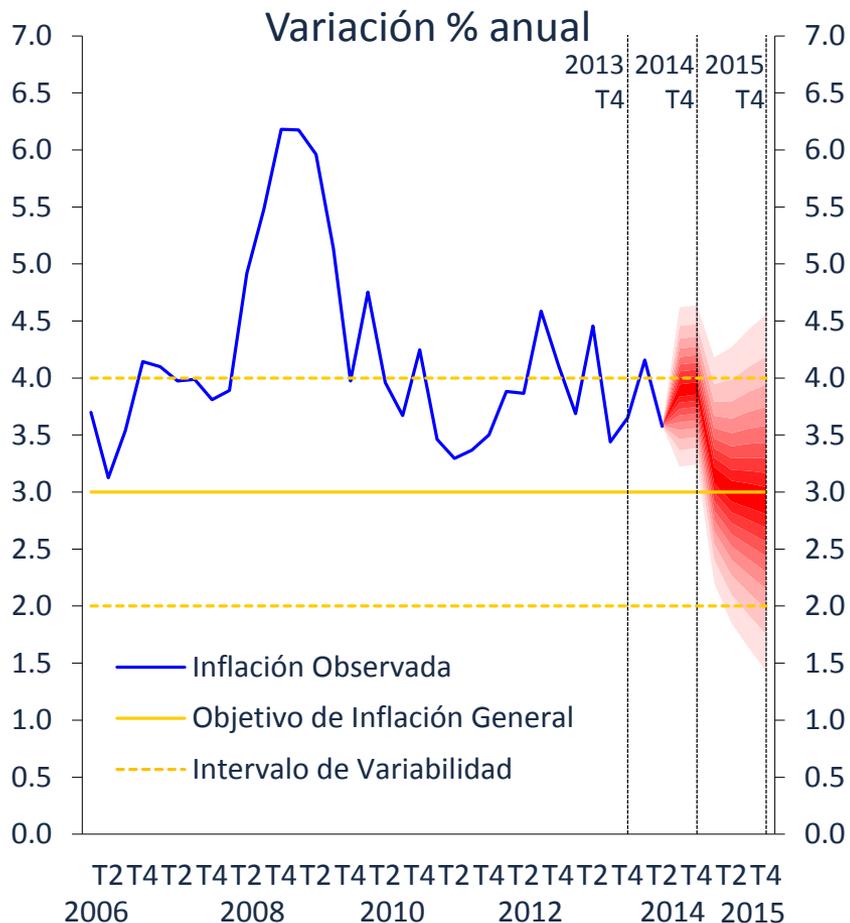
Que a principios de 2015 disminuya a **niveles cercanos a 3 por ciento** y que permanezca cerca de dicho nivel el resto del año.

Se espera que se ubique **por debajo de 3 por ciento** en 2015.

**El desvanecimiento del efecto de los cambios en precios relativos y la previsión de que los incrementos en los precios de la gasolina serán congruentes con la inflación esperada contribuirán a la disminución de la inflación en 2015.**

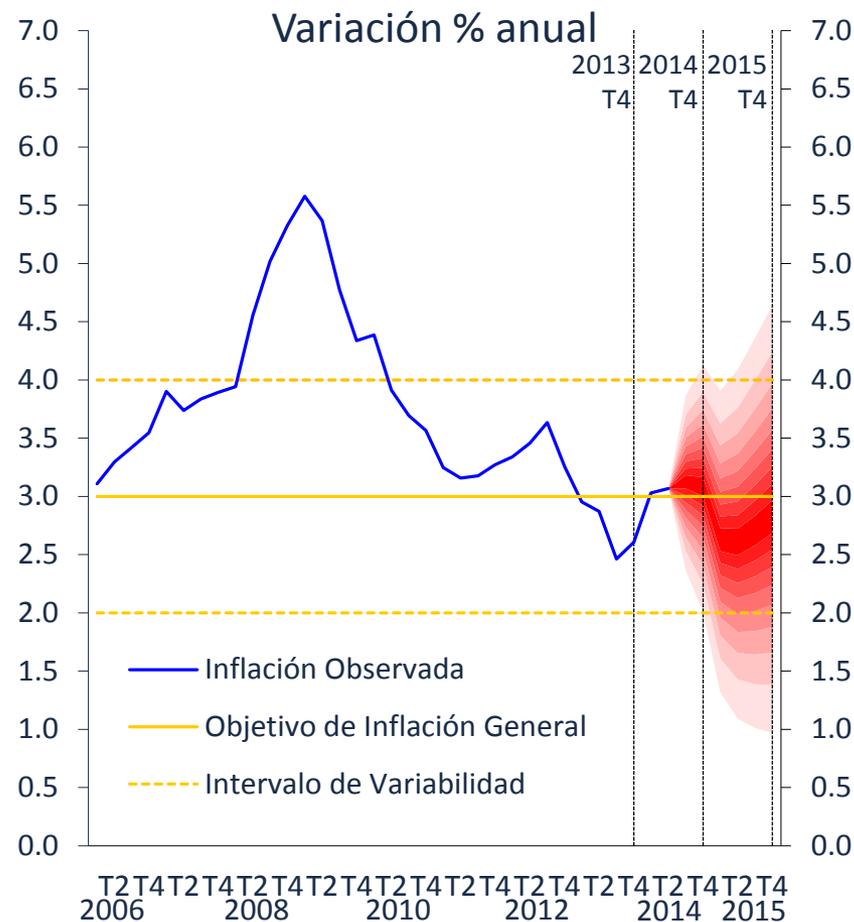
## Gráficas de Abanico

### Inflación General Anual <sup>1/</sup>



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

### Inflación Subyacente Anual <sup>2/</sup>



2/ Promedio trimestral de la inflación subyacente anual.  
Fuente: INEGI y Banco de México.

## La trayectoria de la inflación podría verse afectada por algunos riesgos:

### A la baja

La posibilidad de que la recuperación de la actividad económica en el país resulte menor a la anticipada.

### Al alza

Nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales que impliquen ajustes al tipo de cambio con su consecuente efecto sobre la inflación (moderado y transitorio).

# Postura de Política Monetaria

- La Junta de Gobierno estima que la postura de política monetaria es congruente con una convergencia eficiente de la inflación a la meta de 3 por ciento.
- No obstante, se mantendrá atenta al desempeño de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas para horizontes de mediano y largo plazo, incluyendo la recuperación prevista de la economía y la postura monetaria relativa de México frente a la de Estados Unidos, con el propósito de estar en condiciones de alcanzar la meta de 3 por ciento para la inflación general.

Es alentador que haya culminado la etapa legislativa del reciente proceso de reformas estructurales encaminadas a incrementar la productividad del país.

La aprobación reciente de la legislación secundaria de las reformas en materia de competencia económica, de telecomunicaciones y radiodifusión y del sector energético, **son un paso indispensable en la dirección correcta**. Así, se espera que estas reformas:

- ✓ Impulsen la **competitividad de la economía**.
- ✓ Tengan un **impacto positivo y sostenible sobre el empleo, el salario, el crecimiento potencial y el clima de inversión**.

El aumento en la productividad permitirá alcanzar tasas de crecimiento más altas de la demanda y oferta agregadas sin generar presiones sobre los precios. Esto último será más factible dado que las referidas reformas **se lograron en un entorno de estabilidad macroeconómica**.

➔ Hacia adelante, a pesar del gran avance que se ha logrado, aún es imperativo impulsar una **implementación adecuada de las reformas**.



BANCO DE MÉXICO

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