



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral

Abril - Junio 2019



JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

El texto completo, el resumen ejecutivo, la presentación ejecutiva y los cuadros correspondientes al presente Informe Trimestral se encuentran disponibles en formato PDF en:

<https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/informes-trimestrales-precios.html>



El Banco de México difunde todos sus informes y publicaciones periódicas a través de la red de Internet en la dirección <https://www.banxico.org.mx>

INFORME TRIMESTRAL

En este Informe se analiza la inflación, la actividad económica, el comportamiento de otros indicadores económicos del país, así como la ejecución de la política monetaria del trimestre abril – junio de 2019 y diversas actividades del Banco durante dicho periodo, en el contexto de la situación económica nacional e internacional, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, fracción II, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de agosto de 2019. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1.	Introducción.....	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2019	4
2.1.	Condiciones Externas	4
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	5
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	12
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	13
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	14
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana	18
2.2.1.	Actividad Económica	18
2.2.2.	Mercado Laboral	25
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	33
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	33
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	36
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F).....	41
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía	46
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero	47
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	47
2.2.5.2.	Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple.....	48
2.2.5.3.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	48
2.2.5.4.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple.....	50
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras	50
3.	Evolución Reciente de la Inflación	53
3.1.	La Inflación en el Segundo Trimestre de 2019	53
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	56
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	57
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	59
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	60
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	75
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica.....	75
5.2.	Previsiones para la Inflación	77
	Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Abril - Junio 2019.....	80

RECUADROS

Recuadro 1. Efectos de la Mayor Incertidumbre en la Inversión de Negocios de Estados Unidos	6
Recuadro 2. Evolución Reciente del Empleo Afiliado al IMSS a Nivel Sectorial y Regional	28
Recuadro 3. Plan de Negocios de PEMEX	42
Recuadro 4. Actualización de la Estimación de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México	62
Recuadro 5. Evolución de las Primas por Plazo en México	69

1. Introducción

Durante el periodo que se reporta, la economía mexicana enfrentó un entorno complejo debido tanto a factores globales, como a otros más asociados con el ámbito interno, que implican riesgos que pudieran afectar la capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. Respecto de las condiciones externas, las tensiones comerciales se han intensificado, particularmente entre Estados Unidos y China, lo que ha propiciado mayor incertidumbre. En este contexto, la economía global se desaceleró y sus expectativas de crecimiento se revisaron a la baja. Lo anterior, aunado a la ausencia de presiones inflacionarias, ha conducido a que se empiecen a adoptar posturas monetarias más acomodaticias en un amplio número de bancos centrales. Estas condiciones se han visto reflejadas en reducciones considerables en las tasas de interés de las principales economías avanzadas en todos los plazos. Así, los escenarios centrales para el crecimiento global se han ajustado a la baja y persisten diversos riesgos, como los asociados a un escalamiento de las tensiones comerciales globales, a nuevos episodios de volatilidad financiera, y a factores políticos y geopolíticos. En el ámbito interno, los mercados financieros en México han reflejado los efectos tanto de menores tasas de interés en economías avanzadas, como algunos episodios de volatilidad asociados a factores externos e idiosincrásicos. Un primer episodio a principios de junio estuvo asociado con la amenaza de la imposición de aranceles a las importaciones de productos mexicanos por parte de Estados Unidos, así como con las revisiones a la perspectiva o a la calificación de la deuda soberana y de Pemex por parte de algunas agencias calificadoras. Dicha volatilidad se atenuó con el acuerdo migratorio alcanzado entre las autoridades de México y Estados Unidos y, en su momento, un mayor apetito por riesgo entre los inversionistas. No obstante, de manera más reciente se han dado episodios adicionales de volatilidad que han estado relacionados con la intensificación, desde inicios de agosto, de las disputas comerciales entre Estados Unidos y China, así como con la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías, entre otros.

En el ámbito interno, la actividad económica en México presentó en el periodo que se reporta una

evolución por debajo de lo esperado, de modo que las condiciones de holgura de la economía continúan relajándose más de lo previsto. A su vez, en el primer trimestre del año el comportamiento de la inflación general estuvo en línea con los pronósticos correspondientes dados a conocer por el Banco Central en su momento, mientras que en el segundo trimestre se situó ligeramente por debajo de lo previsto. Esto fue reflejo sobre todo del comportamiento a la baja de la inflación no subyacente, ya que la inflación subyacente se ha mantenido estable en niveles relativamente elevados. En este ambiente complejo e incierto, el Banco de México ha conducido la política monetaria buscando preservar el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, con una postura monetaria que conduzca a la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico previsto, reforzando la confianza en la economía nacional y propiciando un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y en la actividad económica.

En efecto, si bien la inflación general anual aumentó entre el primer y el segundo trimestre de un promedio de 4.10 a 4.21%, su comportamiento más reciente ha mostrado una tendencia decreciente y alcanzó 3.29% en la primera quincena de agosto. Este comportamiento a la baja de la inflación general ha reflejado, principalmente, la evolución de la inflación no subyacente anual, la cual se redujo de un promedio de 5.84 a 5.35% en los trimestres referidos, y a 1.81% en la primera quincena de agosto. Al interior de la inflación no subyacente se observaron menores incrementos especialmente en los precios de los energéticos, así como en los de las frutas y verduras, en tanto que la tasa de crecimiento de los precios de los productos pecuarios ha aumentado. En contraste, la inflación subyacente anual promedio pasó de 3.56 a 3.83% entre el primer y el segundo trimestre, situándose en 3.77% en la primera quincena de agosto. De esta manera, la inflación subyacente ha mantenido su persistencia.

Respecto de las decisiones de política monetaria, en sus reuniones de mayo y junio, la Junta de Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 8.25%, mientras

que en la de agosto redujo dicho objetivo en 25 puntos base a un nivel de 8%.

En la reunión de mayo la Junta mencionó que las condiciones de holgura se relajaron y que el balance de riesgos para el crecimiento mantenía un sesgo a la baja. Señaló que se habían intensificado algunos riesgos a la baja para la inflación, como la mayor holgura, mientras que otros podrían mantenerla en niveles elevados. Consideró que persistía un balance de riesgos al alza para la inflación, en un entorno de marcada incertidumbre. En la reunión de junio mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y que se ha ampliado su sesgo a la baja. En cuanto a la inflación, señaló que, si bien algunos de los riesgos para esta respecto a su pronóstico habían disminuido, otros habían ganado relevancia, por lo que prevalecía un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. Por su parte, la disminución de la tasa de referencia en la reunión de agosto se llevó a cabo tomando en cuenta que la inflación general ha disminuido conforme a lo previsto por el Instituto Central, la ampliación en la holgura mayor a la esperada, y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas a diferentes plazos. Esto, considerando que bajo las condiciones actuales el nivel de 8% en la tasa de referencia es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

En cuanto al entorno internacional, la moderación en el ritmo de crecimiento de la economía mundial durante el segundo trimestre del año reflejó la menor expansión de las principales economías avanzadas y emergentes, tales como Estados Unidos, la zona del euro, Japón, Reino Unido y China. En el periodo que cubre este Informe, se acentuaron las disputas entre Estados Unidos y otras economías, tanto en materia comercial, como asociadas a temas migratorios, tecnológicos y de aspectos de política cambiaria, elevando la preocupación sobre los efectos de dichas tensiones sobre el crecimiento. Lo anterior profundizó la caída de la confianza de los negocios, la debilidad de la inversión y la desaceleración de la actividad manufacturera. De este modo, se registró una nueva revisión a la baja en las perspectivas de crecimiento mundial. Por su parte, la inflación general y subyacente en las principales economías avanzadas se ha mantenido en niveles reducidos y

por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. En este escenario de crecimiento moderado y con presiones a la baja y menores perspectivas de inflación, un amplio número de bancos centrales tanto de economías avanzadas, como de emergentes, han adoptado posturas monetarias más acomodaticias. Si bien esto último propició un clima de mayor apetito por riesgo y una recuperación de los activos en los mercados financieros internacionales, se han presentado episodios de volatilidad, como los registrados desde inicios de agosto, con el anuncio de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos a las importaciones provenientes de China, la designación de China como país manipulador de tipo de cambio con fines competitivos, y la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías. Así, los riesgos que enfrenta la economía global han aumentado, destacando la posibilidad de una intensificación de las tensiones comerciales, de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea y de un agravamiento de algunos conflictos políticos y geopolíticos.

En este entorno de marcada incertidumbre y de confluencia de los factores externos e internos mencionados, en el periodo que se reporta persistió el estancamiento que la economía mexicana ha venido mostrando en los trimestres previos. Este comportamiento ha sido reflejo de una mayor debilidad de los componentes internos de la demanda agregada, lo que condujo a que las condiciones de holgura en la economía continuaran relajándose, incluso más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo. En particular, la inversión continuó exhibiendo una trayectoria a la baja derivada, principalmente, de fuertes caídas en el gasto en construcción y en la maquinaria y equipo importado. Asimismo, se acentuó la debilidad que el consumo privado ha venido registrando desde la última parte de 2018, tanto en el de bienes, como en el de servicios. En contraste, en el segundo trimestre del año, y a pesar del debilitamiento del comercio mundial y del escalamiento de las tensiones comerciales, las exportaciones manufactureras presentaron cierta recuperación con relación a la desaceleración mostrada en los dos trimestres anteriores.

En comparación con el Informe Trimestral anterior, los pronósticos para la inflación general anual se ajustan a la baja para los próximos cuatro trimestres

como resultado de una trayectoria más favorable a la prevista anteriormente para el crecimiento de los precios de los energéticos y de los agropecuarios, en tanto que se mantiene en niveles similares para el resto del horizonte de pronóstico. Así, se prevé que la inflación general anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera que presente una trayectoria ligeramente mayor a la estimada en el Informe anterior para los siguientes doce meses como resultado de incrementos mayores a los previstos en los precios de los servicios y de un tipo de cambio ligeramente más depreciado. No obstante, a partir del cuarto trimestre de 2020 la inflación subyacente esperada es ligeramente menor debido, principalmente, a las mayores condiciones de holgura previstas en relación con las anticipadas en el Informe previo. De esta forma, se espera que la inflación subyacente anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020.

Respecto a los riesgos para la inflación destacan los siguientes. Al alza: i) que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente; ii) la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos; iii) la amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado; iv) que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos agropecuarios; v) un entorno de debilidad en las finanzas públicas; vi) el escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global; y vii) que dada la magnitud de diversas revisiones salariales se generen presiones de costos, en la medida que dichas revisiones superen las ganancias en la productividad. Entre los riesgos a la baja destacan: i) que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la

relación comercial con Estados Unidos; ii) que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, tal como ha sucedido con los energéticos ante una mayor debilidad económica mundial, lo cual también contribuiría a reducir la inflación subyacente; y iii) que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual incidiría en el comportamiento de la inflación subyacente. Por lo anterior, aún persiste marcada incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. El Banco de México estará atento a la posible materialización de los riesgos para la inflación, tanto a la baja como al alza.

La Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria.

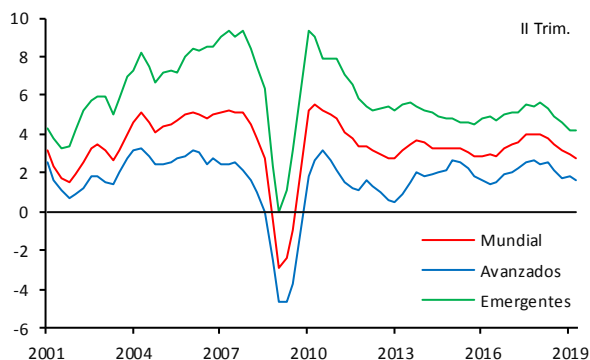
El entorno actual sigue presentando importantes riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar las condiciones macroeconómicas del país, su capacidad de crecimiento y el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, es particularmente importante que además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, es necesario atender el deterioro en la calificación crediticia soberana y de Pemex, así como cumplir las metas fiscales para 2019. En adición, es importante que el Paquete Económico para 2020 genere confianza. Asimismo, es indispensable fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad.

2. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Segundo Trimestre de 2019

2.1. Condiciones Externas

La información disponible sugiere que en el segundo trimestre del año la economía mundial moderó su ritmo de crecimiento con respecto al primero, como consecuencia de la menor expansión de las principales economías avanzadas y emergentes, tales como Estados Unidos, la zona del euro, Japón, Reino Unido y China (Gráfica 1). Durante el periodo que cubre este Informe, se profundizaron las disputas entre Estados Unidos y otras economías, no solo en relación con los desbalances comerciales bilaterales, sino también en temas relacionados con tecnología, migración y aspectos de política cambiaria, elevándose así los riesgos derivados de los efectos de dichas tensiones sobre el crecimiento global. Lo anterior acentuó la caída en la confianza de los negocios, la debilidad de la inversión privada y la desaceleración de la actividad manufacturera (Gráfica 2). En contraste, el gasto en consumo privado y el sector de los servicios han seguido mostrando una relativa fortaleza, apoyados por el crecimiento del empleo y la aún elevada confianza de los consumidores. Por su parte, la inflación general y subyacente en las principales economías avanzadas se ha mantenido en niveles reducidos y por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales a pesar de la aparente ausencia de holgura en los mercados laborales.

Gráfica 1
Crecimiento del PIB Mundial
Variación anual en por ciento, a. e.



a. e./ Cifras con ajuste estacional.

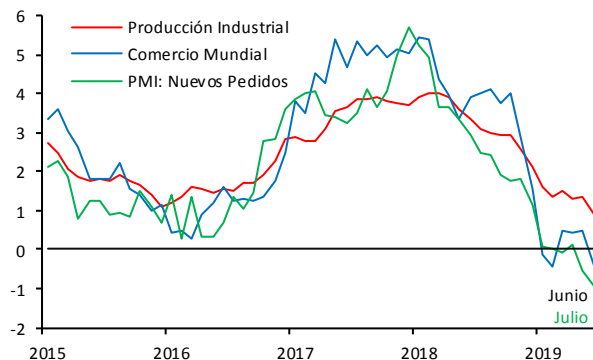
Nota: Se utilizan estimaciones para el cálculo del segundo trimestre. La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.6% del PIB mundial medido por paridad de poder de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 2

Indicadores de Actividad Global

Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento y desviación de 50



Fuente: CPB Netherlands y Markit.

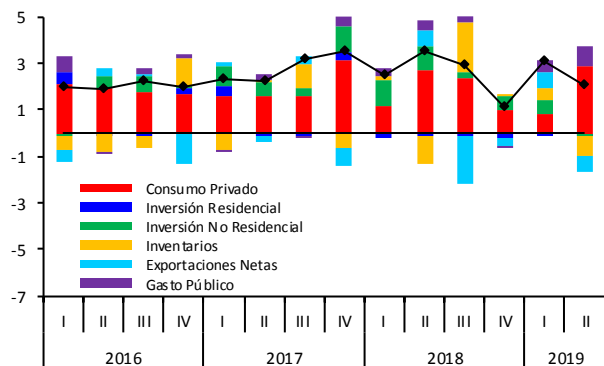
Los pronósticos de crecimiento de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional (FMI) se revisaron a la baja para 2019 y 2020 debido, en gran medida, a la mayor incertidumbre relacionada con las tensiones comerciales, migratorias y sobre tecnología y a que el crecimiento de algunas de las principales economías, tanto avanzadas como emergentes, ha sido menor a lo que se venía anticipando. En este escenario central de un crecimiento más moderado y con perspectivas de baja inflación, los bancos centrales, tanto de economías avanzadas como de emergentes, han comenzado a adoptar políticas monetarias más acomodaticias. Esto último propició, temporalmente, un clima de mayor apetito por riesgo y una recuperación de los precios de los activos en los mercados financieros internacionales. No obstante, el anuncio del gobierno de Estados Unidos de nuevos aranceles a las importaciones provenientes de China, la designación de ese país como manipulador del tipo de cambio con fines competitivos, las medidas adicionales por parte de China en represalia a lo anunciado por Estados Unidos y la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías, se reflejó durante la primera mitad de agosto, en una caída en los precios de los activos financieros, la cual se acentuó ante eventos de carácter electoral y político en Argentina, los disturbios sociales en Hong Kong, la reciente dimisión del Primer Ministro de Italia y el escalamiento en las tensiones entre China y Estados Unidos a finales de agosto. Así, los riesgos que enfrenta la economía global han aumentado, destacando un escalamiento en las disputas

comerciales, una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea y un deterioro en algunos conflictos políticos y geopolíticos, por lo que no se pueden descartar episodios de volatilidad y de aversión al riesgo.

2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, la actividad económica se desaceleró en el segundo trimestre, al crecer 2.1% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad, después de avanzar 3.1% en el primer trimestre (Gráfica 3). Dicha moderación se dio a pesar de la mayor expansión del gasto público y del repunte del consumo privado, este último apoyado por los aún elevados niveles de confianza de los consumidores y los elevados niveles de empleo. La referida moderación se relaciona con la mayor debilidad de la inversión fija de los negocios, la fuerte desacumulación de inventarios y la contribución negativa de las exportaciones netas (ver Recuadro 1).

Gráfica 3
EUA: PIB Real y Componentes
Variación trimestral anualizada en por ciento y contribuciones en puntos porcentuales, a.e.

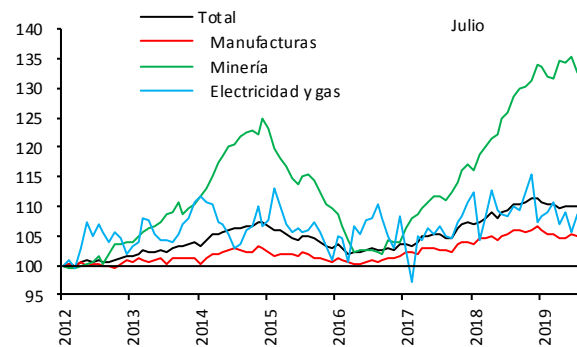


a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA.

Por su parte, la producción industrial de ese país disminuyó por segundo trimestre consecutivo, al contraerse a una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 2.1%, luego de caer 1.9% en el trimestre previo (Gráfica 4). Lo anterior se debió principalmente a la debilidad del sector manufacturero, el cual acentuó su caída como reflejo

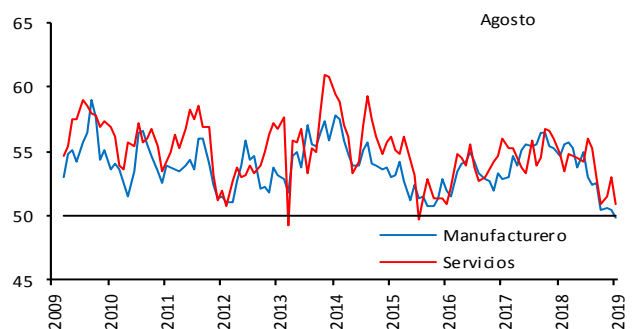
del menor gasto de capital del sector privado, el menor crecimiento global, las preocupaciones sobre las tensiones comerciales, así como factores transitorios relacionados con problemas técnicos en el sector aeronáutico. Dicha debilidad continuó en julio, al registrarse una contracción de 0.2% a tasa mensual en la actividad industrial y de 0.4% en la manufacturera. Adicionalmente, el Índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector manufacturero alcanzó en agosto su nivel más bajo desde septiembre de 2009, ubicándose en zona de contracción, en 49.9 puntos (Gráfica 5).

Gráfica 4
EUA: Producción Industrial
Índice enero 2012=100, a.e.



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

Gráfica 5
EUA: Índice de Gerentes de Compras
Índice de difusión, a.e.



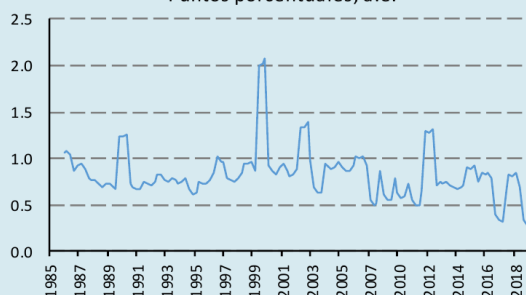
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit

Recuadro 1. Efectos de la Mayor Incertidumbre en la Inversión de Negocios de Estados Unidos

1. Introducción

En Estados Unidos, la inversión fija de los negocios se ha debilitado desde la segunda mitad de 2018, en un entorno de incertidumbre respecto a las perspectivas de crecimiento global e intensificación de las disputas comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales (Gráfica 1). Si bien es probable que existan otros factores que pudieran estar contribuyendo a la debilidad que ha registrado la inversión desde la crisis financiera, la incertidumbre ha sido un elemento que ha adquirido cada vez mayor importancia. Lo anterior se debe a que un escenario de elevada incertidumbre pudiera reflejarse en un debilitamiento de la economía de Estados Unidos en la medida en la que las empresas pospongan sus decisiones de contratación e inversión.

Gráfica 1
Tasa de Crecimiento Anual de la Inversión Fija no Residencial
Puntos porcentuales, a.e.



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

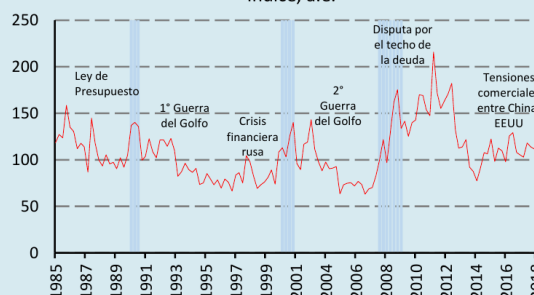
Dado que la incertidumbre no es una variable que pueda observarse directamente, en la actualidad se han producido diversos indicadores con el objetivo de medir el nivel de incertidumbre en la economía de Estados Unidos. Un indicador que ha ganado popularidad es el de Baker et al. (2016), quienes proponen el índice de incertidumbre de política económica (IPE), que está compuesto por medidas proxy de incertidumbre, tales como la cobertura que dan a noticias relacionadas con incertidumbre económica los periódicos de mayor circulación en Estados Unidos (esto se lleva a cabo haciendo una búsqueda de la combinación de palabras como “incertidumbre” o “incierto” con “económica” o “economía” y alguna de las siguientes: “congreso”, “déficit”, “Reserva Federal”, “legislación” o “regulación”); la cantidad de disposiciones del código tributario federal que expiran en años futuros y las diferencias entre los pronósticos de analistas

¹ Baker et al. (2016) calculan el IPE de la siguiente forma: sean X_{it} los conteos mensuales de artículos que contengan una combinación de las palabras clave mencionadas arriba para el periódico $i = 1, 2, \dots, I$ en el mes t , y sean $T1$ y $T2$ los intervalos de tiempo que se utilizarán en los cálculos de estandarización y normalización respectivamente seleccionados por los autores: (1) Se calcula la varianza, σ_i^2 , en el intervalo $T1$ para cada periódico i . (2) Se estandariza X_{it} dividiéndolo entre la desviación estándar

económicos. En el ejercicio que se presenta, utilizamos el IPE como medida de incertidumbre en Estados Unidos.¹

El IPE muestra que existe una importante correlación entre niveles elevados del indicador y episodios donde el entorno económico de Estados Unidos es incierto, incluyendo tanto los periodos de recesión como otros eventos geopolíticos, entre los que destacan las elecciones presidenciales, el ataque terrorista de 2001 y los problemas relacionados con el techo de la deuda. Nótese, además, que el nivel de incertidumbre ha sido mayor al promedio histórico después de la crisis financiera de 2009. Los datos más recientes sugieren que la incertidumbre en Estados Unidos se ha elevado como consecuencia de las tensiones comerciales con China (ver Gráfica 2).

Gráfica 2
Índice de Incertidumbre de Política Económica
Índice, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional
Nota/ En azul los periodos de recesiones económicas.
Fuente: Baker, Bloom y Davis (2016), y NBER.

El objetivo de este recuadro es analizar el impacto de la incertidumbre sobre la inversión fija y otras variables macroeconómicas, de Estados Unidos. El análisis se lleva a cabo a través de estimar un modelo de vectores autorregresivos (VAR) no lineal siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y Jackson et al. (2018), quienes encuentran que la incertidumbre puede tener efectos macroeconómicos no lineales que pueden afectar la forma de propagación de los choques en la economía.

2. Datos y Metodología

Como se mencionó anteriormente, la medida de incertidumbre seleccionada es el IPE. Las variables macroeconómicas seleccionadas en este análisis son: el PIB (pib_t) o la producción industrial (pi_t) como indicador de actividad económica, la inversión fija de los negocios (ifn_t), el deflactor del gasto en

σ_i para todo t . Esta operación produce una serie Y_{it} , para cada periódico, con desviación estándar unitaria en el intervalo $T1$. (3) Se calcula la media sobre los periódicos Y_{it} en cada mes para obtener la serie Z_t . (4) Se calcula M_t , el valor medio de Z_t en el intervalo $T2$. (5) Finalmente se multiplica Z_t por $(100/M_t)$ para todo t , y así obtener el índice del IPE normalizado.

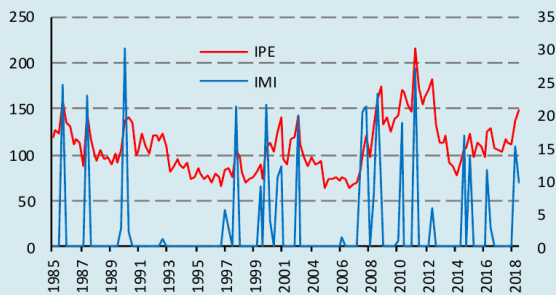
consumo personal como medida de inflación (π_t), el empleo total no agrícola (emp_t) y la tasa de fondos federales (r_t). La frecuencia de las series es trimestral y el periodo de análisis abarca desde el primer trimestre de 1985 al primero del 2019. La fuente es el Banco de la Reserva Federal de St. Louis.²

El análisis del impacto de la incertidumbre sobre la inversión fija de los negocios se lleva a cabo a través de la estimación de un modelo VAR no lineal propuesto por Jackson et al. (2018) denominado “Max Uncertainty VAR”. El modelo supone que si la incertidumbre alcanza niveles muy elevados, esta podría tener no solo un efecto lineal sobre las variables macroeconómicas, sino también un impacto no lineal que pudiera amplificar el choque. Para tomar en cuenta los potenciales efectos no lineales de la incertidumbre, los mencionados autores sugieren construir una nueva variable, denominada indicador de máxima incertidumbre (\tilde{Z}_t), la cual refleja el incremento porcentual del IPE sobre el nivel máximo alcanzado en “m” periodos anteriores; es decir:

$$\tilde{Z}_t = \max \left\{ 0, \frac{Z_t - \max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}}{\max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}} \right\} \quad (1)$$

Por construcción, este indicador alcanza niveles elevados en episodios en los que el nivel del IPE es muy alto, lo que contribuye a identificar periodos en los que el canal no lineal de la incertidumbre pudiera estar activo (ver Gráfica 3).

Gráfica 3
Indicador de Máxima Incertidumbre (IMI) e IPE
Puntos Porcentuales e Índice, a.e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional
Fuente: Baker, Bloom y Davis (2016), y Jackson, et al. (2018)

De esta manera, el modelo a estimar es:

$$\begin{bmatrix} Z_t \\ Y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta^{ZZ} & \beta^{ZY} \\ \beta^{YZ} & \beta^{YY} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} Z_{t-1} \\ Y_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0 \\ \gamma^{YZ} \end{bmatrix} \tilde{Z}_{t-1} + \begin{bmatrix} \epsilon_t^Z \\ \epsilon_t^Y \end{bmatrix} \quad (2)$$

Donde Z_t es el IPE, $Y_t = [pi_t \text{ ifn}_t \pi_t \text{ emp}_t r_t]'$ y $[\epsilon_t^Z \ \epsilon_t^Y]' \sim N(0, \Sigma)$ todas las variables en Y_t se expresan en diferencias logarítmicas con excepción de r_t , la cual entra en niveles. El indicador \tilde{Z}_t esta construido con $m = 4$. Nótese que el modelo también se estima utilizando al PIB en lugar de la producción industrial.

Por un lado, si el nivel de incertidumbre en tiempo t es tan bajo tal que $Z_t < \max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}$ entonces \tilde{Z}_{t-1} será igual a

cero y Z_t tiene solo un impacto lineal de $\beta^{YZ}Z_{t-1}$ sobre Y_t . Por otro lado, en periodos en los que la incertidumbre alcanza niveles suficientemente elevados, tal que $Z_t > \max\{Z_{t-1}, \dots, Z_{t-m}\}$, el efecto en Y_t se compone del efecto lineal más el no lineal equivalente a $\beta^{YZ}Z_{t-1} + \gamma^{YZ}\tilde{Z}_{t-1}$. Dado lo anterior, si \tilde{Z}_{t-1} es pequeño, el impacto no lineal no tendrá un efecto importante sobre la respuesta de Y_t a un incremento en Z_t ; pero si este fuera significativamente mayor al máximo de los m periodos anteriores, \tilde{Z}_{t-1} también será alto y por lo tanto los efectos no lineales tendrán un impacto considerable en la respuesta de Y_t .

La estimación del modelo en (2) se lleva a cabo con métodos bayesianos, imponiendo una distribución a priori normal inversa de Wishart en los coeficientes del modelo de forma reducida, asumiendo que los parámetros tienen media cero y no están correlacionados. Se incluye un rezago de las variables dependientes de acuerdo con el criterio de información Bayesiano (BIC).

Una dificultad al estimar un VAR no lineal es que las funciones de impulso respuesta (FIR) dependen no solo de la historia de la variable de choque, en este caso de la incertidumbre, sino también de la dirección y magnitud del choque. Por dicha razón, las FIR no pueden calcularse de la manera tradicional. Para solucionar este problema, Koop et al. (1996) sugieren utilizar funciones de impulso respuesta generalizadas (FIRG) las cuales se obtienen mediante simulación con métodos de Monte Carlo. En particular, dada una historia Ω_{t-1} (que no es más que el valor observado de las variables endógenas en un periodo determinado) y un choque de tamaño δ en la variable i , la FIRG en el horizonte k se define como:

$$FIRG_k(\delta) = E_t[Y_{t+k} | \Omega_{t-1}, \epsilon_t = \delta] - E_t[Y_{t+k} | \Omega_{t-1}, \epsilon_t = 0]$$

Donde el primer elemento del lado derecho de la ecuación es la esperanza Y_{t+k} condicional al choque δ y a la historia Ω_{t-1} . El segundo elemento es la esperanza condicional a la historia únicamente; es decir, las FIRG son un promedio de lo que podría suceder dado el presente y el pasado.³ En este análisis el choque δ se normaliza para representar un aumento de una desviación estándar de la serie histórica de Z_t (29 puntos del IPE).

Finalmente, se comparan las FIRG acumuladas del modelo no lineal contra las funciones de impulso respuesta acumuladas (FIR) obtenidas de la estimación de un VAR lineal con el propósito de mostrar las diferencias en el tamaño y persistencia del choque de incertidumbre en ambos modelos.

3. Resultados

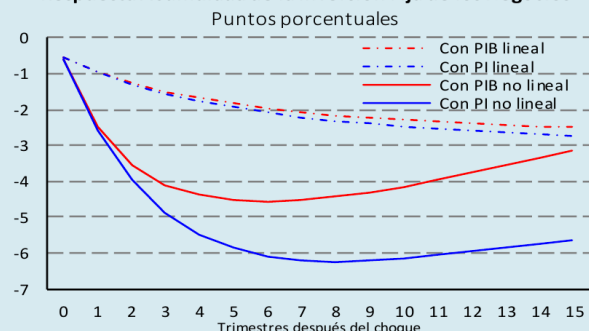
En este análisis, el estudio de los resultados se derivará de la visualización de las FIRG descritas anteriormente. En ese sentido, los resultados indican que el impacto de la incertidumbre sobre la inversión es negativo y que tiende a ser mayor en el caso del modelo no lineal que en el lineal, si bien

² La tasa de fondos federales y el IPE se transformaron en frecuencia trimestral utilizando el promedio mensual de las series.

³ Para obtener más detalles de cómo construir las FIRG véase a Koop et al. (1996).

su magnitud relativa depende de la utilización del PIB o de la producción industrial (PI) en el modelo. En particular, cuando se utiliza la segunda el efecto negativo sobre la inversión es más grande (Gráfica 4).

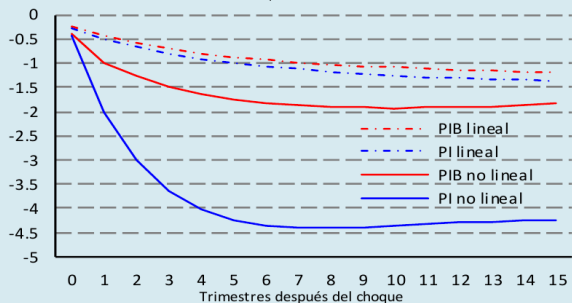
Gráfica 4
Respuesta Acumulada de la Inversión Fija de los Negocios



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y de Jackson et al. (2018).

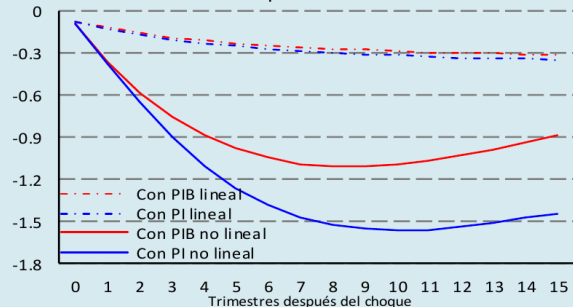
De la misma manera, se encuentra una respuesta negativa de los indicadores de actividad tanto en las estimaciones con el PIB como en las que utilizan la producción industrial (Gráfica 5). Nuevamente, se observa un efecto mayor en el modelo no lineal. Por último, las mismas características de los resultados descritos anteriormente se observan en las respuestas del empleo no agrícola (Gráfica 6).

Gráfica 5
Respuesta Acumulada de la Producción Industrial (PI) y del PIB



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y de Jackson et al. (2018).

Gráfica 6
Respuesta Acumulada del Empleo



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la Reserva Federal de St. Louis siguiendo la metodología de Koop et al. (1996) y de Jackson et al. (2018).

4. Consideraciones Finales

En Estados Unidos, se ha debatido mucho sobre el por qué la inversión fija de los negocios recientemente ha registrado un debilitamiento. Uno de los factores a los que se le atribuye dicha debilidad es la incertidumbre económica, la cual ha aumentado recientemente ante la intensificación de las disputas comerciales y el frágil entorno económico internacional.

En este recuadro se pretende ilustrar el impacto de un escenario de alta incertidumbre en la inversión fija de los negocios estimando un VAR en el cual niveles elevados de incertidumbre activan un canal no lineal que amplifica su efecto sobre la inversión, la actividad económica y el empleo. Los resultados apuntan a que cuando dicho canal está activo, el deterioro de la inversión es significativamente mayor y más persistente que en el modelo lineal. Dicha situación también se observa en la producción industrial, o el PIB, y el empleo no agrícola.

La magnitud de las respuestas pueden interpretarse como una cota superior (respuestas del modelo no lineal) y una cota inferior (respuestas del modelo lineal) de los posibles efectos negativos de la incertidumbre sobre la inversión (y sobre otras variables de actividad). Los resultados de otros documentos que han analizado este tipo de efectos con metodologías distintas parecen ubicarse dentro de este intervalo. Por ejemplo, Caldara et al. (2019) encuentran un impacto negativo en el nivel de la inversión agregada de entre 1 y 2 por ciento.

5. Bibliografía

Baker, Scott R. & Bloom, Nicholas & Davis Steven J., 2016. "Measuring Economic Policy Uncertainty," *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 131, Issue 4, 1593-1636.

Caldara, Dario & Iacoviello, Matteo & Molligo, Patrick & Prestipino, Andrea & Raffo, Andrea, 2019. "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty," Mimeo Board of Governors of the Federal Reserve System.

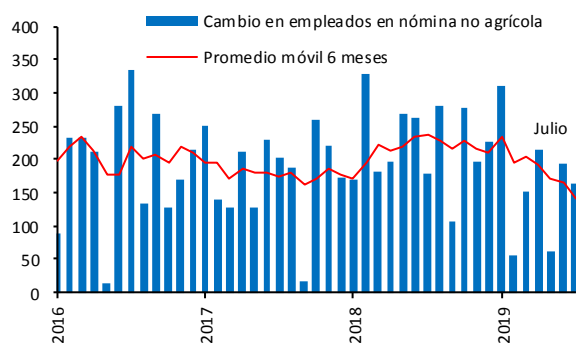
Jackson, Laura E. & Kliesen, Kevin L. & Owyang, Michael T., 2018. "The Nonlinear Effects of Uncertainty Shocks," Working Papers 2018-35, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Jurado, Kyle & Sydney, C. Ludvigson & Ng, Serena, 2015. "Measuring Uncertainty," *American Economic Review*, 105 (3), 1177-1216. Koop, Gary & Pesaran, M. Hashem & Potter, Simon M., 1996. "Impulse Response Analysis in Nonlinear Multivariate Models," *Journal of Econometrics*, Elsevier, vol. 74 (1), 119-147.

Sydney, C. Ludvigson & Ma, Sai & Ng, Serena, 2019. "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?" Forthcoming in *American Economic Journal: Macroeconomics*.

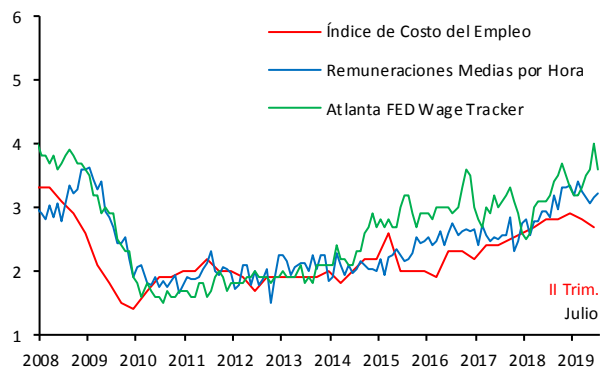
En lo referente al mercado laboral, diversos indicadores continuaron reflejando condiciones de fortaleza en ese mercado. Si bien la generación de nuevas plazas en el sector no agrícola se desaceleró de 223 mil nuevos empleos mensuales en promedio durante 2018 a 159 mil de abril a julio de este año, esta permanece por encima del nivel necesario para absorber el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 6). En consecuencia, la tasa de desempleo siguió disminuyendo, al pasar de 3.8% en marzo a 3.7% en julio, cerca de su nivel más bajo en los últimos 50 años. En este entorno, las remuneraciones promedio por hora crecieron a un ritmo ligeramente más moderado (Gráfica 7).

Gráfica 6
EUA: Nómina No Agrícola
Cambio mensual y promedio móvil de seis meses del cambio mensual, en miles de empleos, a.e.



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

Gráfica 7
EUA: Indicadores Salariales
Variación en por ciento anual, a. e.



a.e./ Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal de Atlanta y BLS.

Durante el periodo que cubre este Informe, aumentó la incertidumbre en materia de política económica en Estados Unidos:

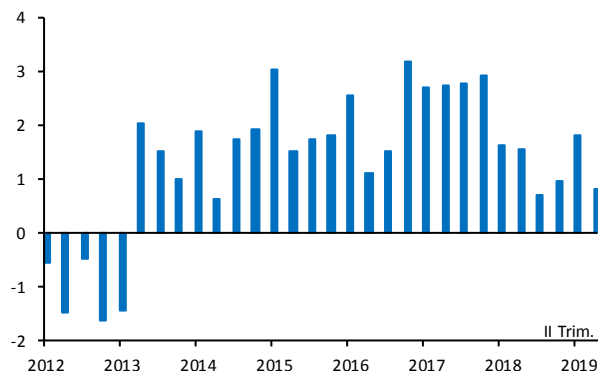
- i. A mediados de mayo, el gobierno de ese país anunció que aumentaría de 10 a 25% los aranceles sobre 200 mil millones de dólares de importaciones provenientes de China y amenazó con imponer una tasa del 25% al resto de las importaciones. Lo anterior condujo a que China respondiera con aranceles de entre 5 y 25% a 60 mil millones de dólares de importaciones provenientes de Estados Unidos. Además, el gobierno estadounidense adoptó algunas acciones en contra de una de las principales empresas tecnológicas del país asiático. Por otra parte, luego de que en junio se estableciera una tregua para reanudar las negociaciones comerciales, como se mencionó anteriormente, el gobierno de Estados Unidos anunció a inicios de agosto que impondría a partir del mes de septiembre un arancel de 10% a 300 mil millones de dólares de importaciones provenientes de China, y designó a ese país como manipulador del tipo de cambio con fines competitivos. En respuesta, el gobierno de China anunció la suspensión de nuevas compras de productos agrícolas provenientes de Estados Unidos por parte de empresas estatales. Si bien a mediados de agosto el Presidente de Estados Unidos pospuso la entrada en vigor de parte de los últimos aranceles anunciados e informó de la posible reanudación de las negociaciones con China, las tensiones entre ambas economías siguieron escalando. En efecto, a finales de agosto, el gobierno de China anunció la imposición de aranceles adicionales sobre diferentes productos como la soya, la carne de cerdo, los automóviles y el petróleo, a lo que, a su vez, el gobierno de Estados Unidos respondió anunciando un aumento en los aranceles a 30% sobre 250 mil millones de dólares de importaciones que ya estaban gravadas a 25%, y a 15% sobre 300 mil millones de dólares adicionales que iban a ser gravadas a 10%.
- ii. Por otra parte, Estados Unidos declaró a finales de mayo su intención de imponer aranceles de 5% a todas las importaciones provenientes de México, los cuales escalarían gradualmente a 25% en caso de no presentarse avances significativos por parte de México para disminuir los flujos migratorios a través de la frontera entre ambos países. Cabe destacar que, aunque las

tensiones de Estados Unidos con México disminuyeron, ante el acuerdo alcanzado en junio entre estos dos países en materia migratoria, persiste la posibilidad de que Estados Unidos anuncie acciones en materia comercial en contra de México probablemente asociadas con temas no comerciales.

- iii. A finales de julio, el gobierno de Estados Unidos llegó a un acuerdo con los líderes del Congreso de ese país para suspender el techo de endeudamiento y elevar los límites al gasto de los próximos dos años fiscales, eliminando el riesgo de una moratoria de la deuda y reduciendo los temores de un nuevo cierre de gobierno. No obstante, la eliminación de los límites al gasto contenidos en la Ley de Control Presupuestal de 2011 ha contribuido a una mayor preocupación sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas a mediano plazo. Al respecto, el Comité para la Responsabilidad del Presupuesto Fiscal del Congreso de ese país estimó que la deuda en poder del público pudiera alcanzar el 97% del PIB a finales de 2029, comparado con una cifra de 84% del PIB en un escenario inercial.

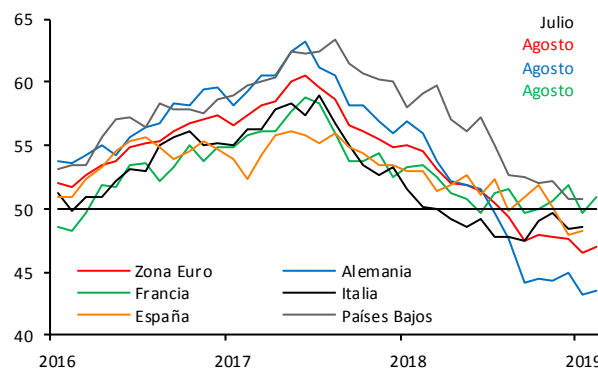
En la zona del euro, el crecimiento del PIB se moderó en el segundo trimestre, al registrar una tasa anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.8%, luego del incremento de 1.8% observado en el primero, el cual se vio impulsado por el desvanecimiento de factores transitorios (Gráfica 8). El consumo privado continuó mostrando fortaleza, impulsado por el aumento en el empleo, la aún elevada confianza de los consumidores y las condiciones financieras más acomodaticias. No obstante, las exportaciones y la inversión siguieron débiles, como reflejo del menor dinamismo global. Por su parte, la actividad industrial ha acentuado su caída en Alemania, mientras que en otras economías de la región parece estar estabilizando (Gráfica 9). En este entorno, el mercado laboral siguió fortaleciéndose, al registrarse una disminución en la tasa de desempleo de 7.6 a 7.5% entre marzo y junio.

Gráfica 8
Zona del Euro: Producto Interno Bruto Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

Gráfica 9
Economías Seleccionadas: Índice de Gerentes de Compras del Sector Manufacturero
Índice de difusión, a. e.

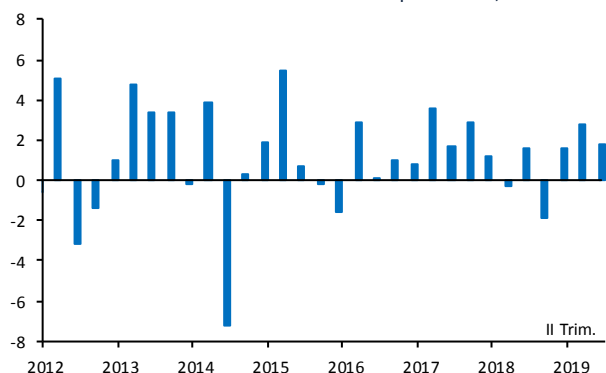


a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Markit.

En Japón, la economía registró un crecimiento del PIB de 1.8% a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad en el segundo trimestre (Gráfica 10). Si bien el crecimiento fue menor al 2.8% observado en el primer trimestre, el resultado fue superior a lo anticipado por analistas. El crecimiento de la inversión fija de los negocios repuntó significativamente, mientras que el gasto en consumo privado se vio apoyado por el mayor número de días festivos y por las compras anticipadas en previsión al aumento, esperado para octubre, en la tasa del IVA. Por otra parte, las tensiones políticas de carácter histórico entre Japón y Corea del Sur se extendieron al plano comercial cuando el primero impuso restricciones a sus exportaciones a Corea de algunos químicos que son utilizados como insumos en la industria tecnológica de este último país. En respuesta, Corea eliminó a Japón de su lista de socios

preferenciales, lo que significaría mayores procedimientos administrativos para los exportadores de ciertos bienes estratégicos hacia Japón. Lo anterior pudiera entorpecer el funcionamiento de las cadenas globales de valor y acentuar la desaceleración del comercio global.

Gráfica 10
Japón: Producto Interno Bruto Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Oficina del Gabinete.

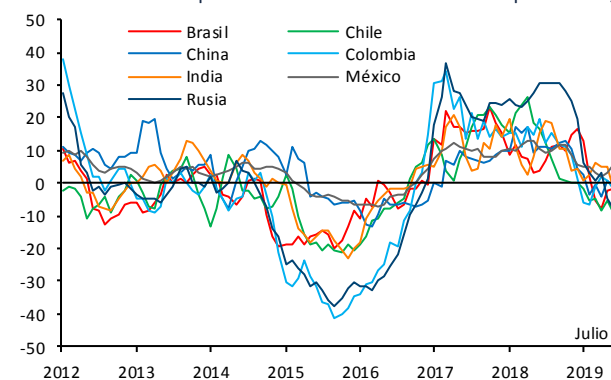
En el Reino Unido, el PIB se contrajo 0.8% a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad durante el segundo trimestre, después de haber registrado un crecimiento de 2.0% en el primero. Dicha contracción se debió, en parte, a la desacumulación de inventarios por parte de las empresas, las cuales habían anticipado compras ante la posibilidad de una salida de ese país de la Unión Europea el 29 de marzo pasado. Por su parte, la inversión de los negocios se contrajo ante la incertidumbre tanto de las relaciones futuras con la Unión Europea, como del panorama económico global. En este entorno, el mercado laboral siguió mostrando condiciones de apretamiento, al situarse la tasa de desempleo trimestral en 3.9% en junio, por debajo de la tasa de largo plazo estimada por el Banco de Inglaterra de 4.25%.

Después de varios intentos fallidos por negociar las condiciones del proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea, y dado que el nuevo Primer Ministro se opone a varios puntos del acuerdo previo, la probabilidad de una salida sin acuerdo del Reino Unido ha aumentado. En particular, el Primer Ministro ha expresado su desacuerdo respecto a la cláusula de la frontera irlandesa incorporada en el acuerdo previo, la cual estipulaba el libre tránsito de

bienes y personas entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda.

En la mayoría de las economías emergentes, los indicadores disponibles sugieren debilidad de la actividad económica durante el segundo trimestre, tanto por factores idiosincrásicos como por el debilitamiento del comercio internacional (Gráfica 11). El crecimiento de las economías de la región asiática ha sido diferenciado. En el caso de China, el PIB continuó desacelerándose durante el segundo trimestre del año (Gráfica 12). Adicionalmente, los indicadores de inversión, ventas al menudeo y producción industrial siguieron debilitándose en julio a pesar de los estímulos implementados en los últimos meses por su gobierno, tales como las reducciones a la tasa de requerimientos de reservas de las instituciones bancarias, operaciones de mercado abierto para garantizar las condiciones de liquidez y recortes a impuestos a empresas y consumidores, los cuales han empezado a reflejarse en un incremento del crédito. En contraste, la actividad económica en Corea repuntó en el segundo trimestre, luego de haberse contraído en el primero, apoyada por un aumento del gasto público ante los crecientes riesgos que enfrenta esa economía. Mientras tanto, las economías de Europa emergente se han visto afectadas por la caída en la demanda externa y por factores idiosincrásicos, como en el caso particular de Turquía. En América Latina, el crecimiento ha sido menor a lo que se anticipaba en algunas de las principales economías de la región, también por factores idiosincrásicos.

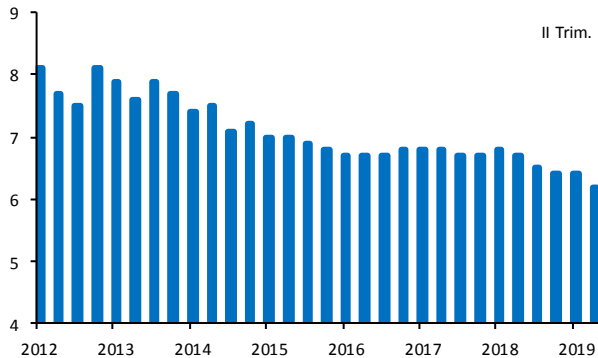
Gráfica 11
Economías Emergentes Seleccionadas: Exportaciones
Variación anual del promedio móvil de tres meses en por ciento,



a.e./ Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Haver Analytics.

Gráfica 12
China: Producto Interno Bruto
 Variación anual en por ciento



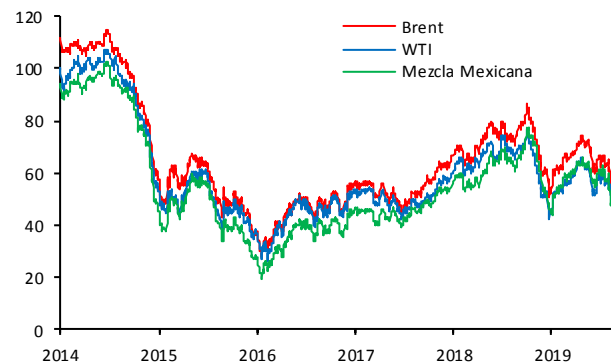
Fuente: NBS.

2.1.2. Precios de las Materias Primas

Los precios internacionales de las materias primas experimentaron una elevada volatilidad en el periodo que cubre este Informe. En el caso de los precios del petróleo, luego de disminuir hasta mediados de junio, como resultado de diversos factores que afectaron la demanda mundial, tales como el escalamiento de las tensiones comerciales y la desaceleración de la actividad económica global, estos se recuperaron de manera parcial y temporal, en gran medida por factores de oferta como el acuerdo entre la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y algunos de los principales países productores para extender los recortes de producción hasta el primer trimestre del próximo año, así como por el incremento en las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. Posteriormente, los precios del crudo disminuyeron nuevamente a partir de mediados de julio ante la posibilidad de un acercamiento diplomático entre Irán y Estados Unidos y la creciente expectativa de que los recortes en producción arriba señalados serán insuficientes para contrarrestar la caída en la demanda mundial de crudo y el aumento en la producción de petróleo de Estados Unidos (Gráfica 13). Esta caída se acentuó a

partir de agosto, al intensificarse las tensiones entre Estados Unidos y China, si bien la caída fue mitigada por las expectativas de un nuevo recorte a la producción de crudo por parte de los miembros de la OPEP y sus aliados. Por su parte, los precios de los metales industriales, luego de haber mostrado una fuerte caída ante el escalamiento de las tensiones comerciales y la perspectiva de un menor dinamismo de la actividad económica global, registraron una recuperación parcial durante junio y julio debido al optimismo generado por la tregua comercial temporal decretada entre China y Estados Unidos y la expectativa de una política monetaria más acomodaticia por parte de los principales bancos centrales. No obstante, dicha recuperación se vio interrumpida ante los temores generados por el nuevo escalamiento de las tensiones comerciales (Gráfica 14). Finalmente, los precios de los granos, particularmente del trigo y el maíz, registraron cierta volatilidad en el trimestre, al ser presionados, por un lado, al alza por las condiciones climáticas desfavorables para la siembra que se presentaron en Estados Unidos y, por otro lado, a la baja por un aumento en la oferta derivada de mejores cosechas respecto a las esperadas, especialmente en Europa, y por las preocupaciones de que las tensiones afecten negativamente la demanda de granos.

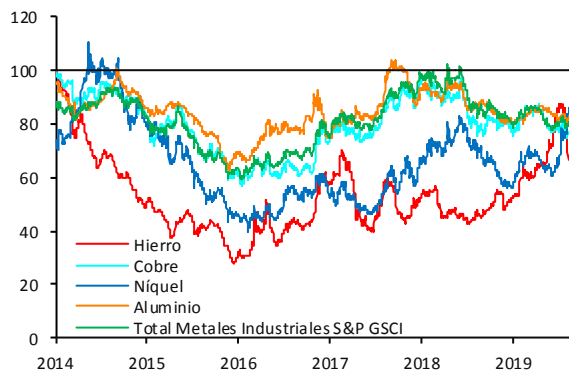
Gráfica 13
Petróleo Crudo
 En dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 14

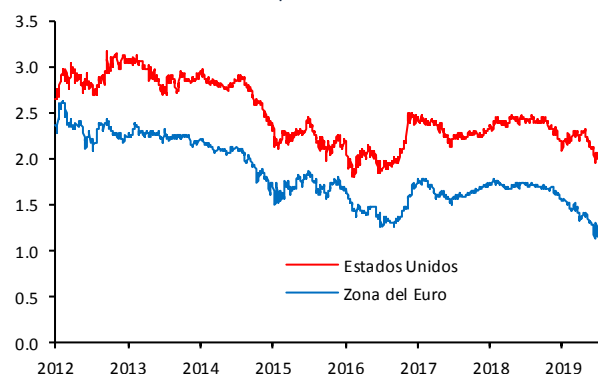
Precios de Metales Industriales Seleccionados ^{1/}
Índice 04/Ene/2010=100



^{1/} En el caso del hierro se consideró como base el 22 de diciembre de 2011. El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo. Fuente: Bloomberg.

Gráfica 16

EUA : Expectativas de Inflación Derivadas de Instrumentos Financieros ^{1/}
En por ciento



^{1/} Inflación que se espera dentro de 5 años para los próximos 5 años. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en el que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado. Fuente: JP Morgan.

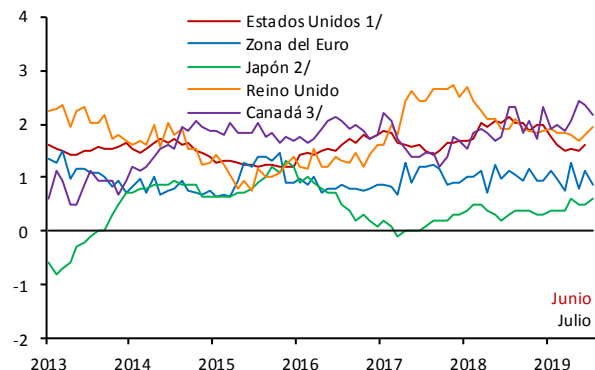
2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

En las principales economías avanzadas, la inflación general y subyacente se mantuvo en niveles reducidos y por debajo de las metas de sus respectivos bancos centrales. Además, persiste la posibilidad de que, en un escenario en el que se debilite el crecimiento, aumente el riesgo de que esta permanezca en niveles bajos y disminuyan las expectativas de inflación (Gráfica 15). Mientras tanto, las expectativas de inflación provenientes de instrumentos de mercado han continuado disminuyendo (Gráfica 16).

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el deflactor del gasto en consumo personal, se mantuvo relativamente estable en junio en 1.4% a tasa anual, por debajo del objetivo simétrico de la Reserva Federal de 2% (Gráfica 17). Por su parte, la inflación subyacente mostró una ligera alza, al pasar de 1.5% en marzo a 1.6% en junio, al recuperarse los precios de ciertos rubros como vestimenta y autos usados, los cuales habían registrado lecturas inusualmente bajas en meses previos.

Gráfica 15

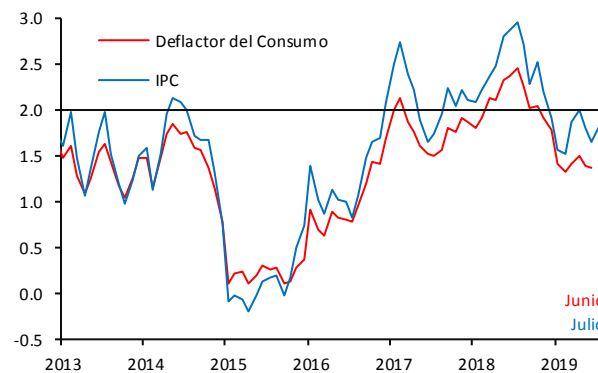
Economías Avanzadas: Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



^{1/} Se empleó el deflactor del gasto en consumo.
^{2/} Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.
^{3/} Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET) que entraron en vigor en 2014. Fuente: BEA, Eurostat, Oficina del Gabinete de Japón, Oficina Nacional de Estadística del Reino Unido e Instituto de Estadística de Canadá.

Gráfica 17

EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento, a.e.



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

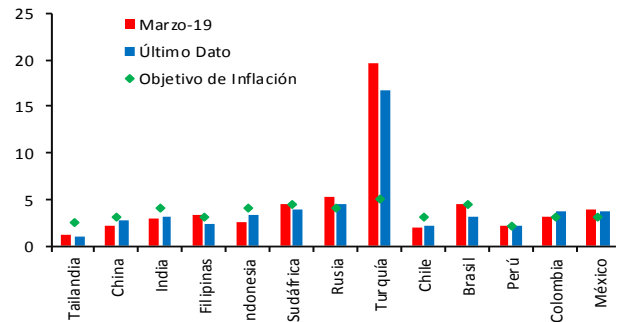
En la zona del euro, la inflación general disminuyó de 1.4% en marzo a 1% en julio, como reflejo de los menores precios de los energéticos. Por su parte, la inflación subyacente mostró una elevada volatilidad

en los últimos meses, debido principalmente al efecto aritmético asociado al cambio de fecha de ciertos días feriados respecto al año pasado en los precios de servicios turísticos y tarifas aéreas. Las expectativas de inflación a largo plazo de los especialistas encuestados por el Banco Central Europeo (BCE) disminuyeron de 1.8 a 1.7%, su nivel más bajo desde que se tiene registro, mientras que las provenientes de instrumentos financieros siguieron disminuyendo.

En Japón, la inflación general, que excluye alimentos frescos, disminuyó de 0.8% en marzo a 0.6% a tasa anual en julio, debido, principalmente, a menores precios de electricidad y gasolina, mientras que el principal indicador del Banco de Japón, que excluye alimentos frescos y energía, pasó de 0.4 a 0.6% anual. Este último incremento estuvo asociado a factores transitorios, tales como un mayor número de días no laborables respecto al año pasado y la anticipación de la demanda a la introducción del impuesto al consumo que entrará en vigor en octubre de este año. Asimismo, las expectativas de inflación a largo plazo provenientes de instrumentos financieros se mantuvieron bajas.

Por su parte, en algunas economías emergentes la inflación general aumentó moderadamente debido al incremento observado durante los primeros meses de 2019 en los precios de los energéticos, así como al reciente avance en los precios de los alimentos derivado de los efectos climatológicos adversos y la epidemia porcina, factores que han afectado particularmente a la región asiática (Gráfica 18). No obstante, la inflación subyacente en la mayoría de los casos disminuyó, en congruencia con el entorno de mayor debilidad económica.

Gráfica 18
Economías Emergentes: Inflación General Anual
Por ciento



Nota: Para el caso de los bancos centrales que no tienen objetivo puntual de inflación se presenta el punto medio de su intervalo.
Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este contexto, un amplio número de bancos centrales tanto de economías avanzadas como de emergentes han adoptado posturas monetarias más acomodaticias ante la ausencia de presiones inflacionarias significativas, menores expectativas de crecimiento y mayores riesgos para la economía global.¹ Este entorno ha dado lugar a la expectativa de un relajamiento adicional en las posturas monetarias de diversos bancos centrales, lo que pudiera tener lugar a través de medidas de política monetaria tanto convencionales como no convencionales.

Durante el periodo que cubre este Informe, la Reserva Federal de Estados Unidos mostró una postura monetaria más acomodaticia. En particular, en su reunión de junio, esa Institución enfatizó la mayor incertidumbre que ha venido enfrentando la economía de Estados Unidos y la ausencia de presiones inflacionarias. Adicionalmente, durante su última comparecencia ante el Congreso, el Presidente de esa Institución destacó que la incertidumbre en torno a sus proyecciones económicas ha aumentado a medida que el crecimiento de la demanda externa se ha debilitado, lo que pudiera afectar al crecimiento de la economía estadounidense. Así, en su reunión de julio, la Reserva Federal determinó recortar en 25 puntos base el rango objetivo para la tasa de fondos

¹ Entre estos se encuentran los de Arabia Saudita, Australia, Brasil, Chile, China, Costa Rica, Corea, Estados Unidos, Filipinas, Hong Kong, India,

Indonesia, Islandia, Malasia, Nueva Zelandia, Paraguay, Perú, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania.

federales a un rango de entre 2 y 2.25%. En su último comunicado, esa Institución destacó que dicha acción apoya su escenario central de una expansión sostenida de la actividad económica y que seguirá monitoreando la información disponible y tomará las medidas apropiadas para alcanzar una inflación alrededor de su objetivo simétrico de 2%. Además, esa Institución anunció que concluirá la reducción programada de su tenencia de valores en agosto, dos meses antes de lo anunciado en la reunión de marzo. En este sentido, en las minutas de julio se destacó que los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) que votaron en favor de una baja en la tasa de referencia lo hicieron con la intención de mitigar los efectos del menor crecimiento global y de la incertidumbre en torno a la política comercial, de prevenir que estos factores se reflejen en un entorno de mayores riesgos a la baja y de promover una convergencia más rápida hacia la meta de inflación. Posteriormente, en la reunión de Jackson Hole, el Presidente de la Reserva Federal señaló que los riesgos que enfrenta la economía han aumentado desde la última reunión de política monetaria, destacando la mayor debilidad global, la intensificación de las tensiones comerciales con China y el escalamiento de varios riesgos geopolíticos. En este contexto, los instrumentos de mercado incorporan la expectativa de cuatro disminuciones adicionales de 25 puntos base en los próximos doce meses.

El BCE mantuvo sin cambio sus tasas de referencia durante el periodo que cubre este Informe, si bien ha venido adoptando una postura más acomodaticia. En particular, esa Institución modificó su guía futura, al señalar que las tasas de interés se mantendrían en los niveles actuales o incluso por debajo de estos al menos hasta la primera mitad de 2020, mientras que previamente indicaba que se mantendrían en dichos niveles hasta finales de 2019. Adicionalmente, en su última reunión enfatizó la necesidad de mantener una postura acomodaticia por un periodo prolongado debido a la persistencia de la inflación y de sus expectativas por debajo de su objetivo y destacó su compromiso de mantener la simetría en el logro del objetivo de inflación. Además, el BCE señaló estar analizando opciones, adicionales a los posibles ajustes en sus tasas de referencia, tales como un sistema escalonado para los requerimientos de reservas de los bancos y alternativas sobre el monto

y la composición de un nuevo programa de compra de activos.

Por su parte, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia, reiterando que la mantendrá en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020. No obstante, en su Informe sobre Perspectivas Económicas y Precios de julio reconoció que han aumentado los riesgos externos para el crecimiento ante un clima de mayor proteccionismo, y enfatizó que no dudará en flexibilizar su postura monetaria en caso de que se ponga en riesgo la convergencia de la inflación hacia su meta.

El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% y el tamaño de su programa de compra de valores sin cambios en el periodo que cubre este Informe. Esa Institución reiteró que, bajo el supuesto de una salida ordenada del Reino Unido de la Unión Europea, la postura monetaria más apropiada para alcanzar de manera sostenida la meta de 2% será la de un alza gradual y limitada en su tasa de interés de referencia. No obstante, advirtió que ello dependerá finalmente de las condiciones de salida y del impacto que esta tenga sobre la oferta y demanda agregadas y en el tipo de cambio. El Banco de Inglaterra reconoce que estas proyecciones presentan una inconsistencia entre el supuesto de una salida ordenada y los precios de los activos bajo los cuales estos pronósticos también están condicionados, los cuales actualmente sugieren una elevada probabilidad de una salida sin acuerdo.

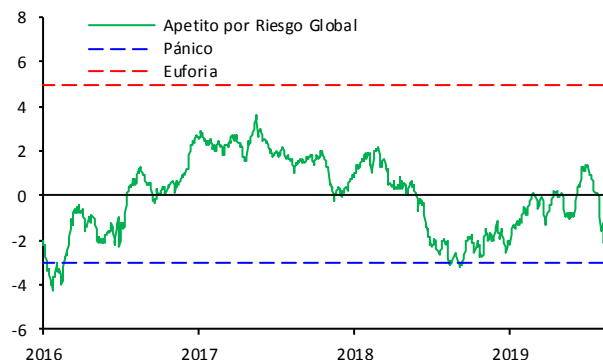
En las economías emergentes, diversos bancos centrales comenzaron o continuaron con un proceso de relajamiento de su postura de política monetaria, enfatizando principalmente el debilitamiento de la actividad económica externa e interna y el hecho de que tanto la inflación, como sus expectativas, se han mantenido bajas o alrededor de sus respectivas metas. En particular, Brasil, Chile, China, Costa Rica, Filipinas, India, Indonesia, Malasia, Paraguay, Perú, República Dominicana, Rusia, Sudáfrica, Tailandia, Turquía y Ucrania recortaron sus tasas de interés de referencia, mientras que el Banco Popular de China implementó medidas adicionales para aumentar la liquidez de los bancos de menor tamaño. No obstante la expectativa de que muchos de estos sigan flexibilizando su postura monetaria, algunos han enfatizado en que aún existen riesgos al alza para la

inflación asociados principalmente a factores idiosincrásicos y a la posibilidad de un nuevo escenario de apretamiento de las condiciones financieras globales. En este contexto, las curvas de rendimientos de los países antes mencionados continúan en su mayoría mostrando una pendiente positiva.

Durante el periodo que cubre este Informe, los mercados financieros internacionales continuaron registrando una elevada volatilidad. Durante mayo, la incertidumbre en torno a las perspectivas para la economía global, las tensiones entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales, y algunos eventos geopolíticos contribuyeron a un entorno de aversión al riesgo y a una caída en los precios de la mayoría de los activos financieros. No obstante, a partir de junio la expectativa de un periodo prolongado de condiciones monetarias más acomodaticias, la tregua temporal en materia comercial entre China y Estados Unidos y el acuerdo tentativo entre México y Estados Unidos en materia migratoria, propiciaron una mejoría en las condiciones financieras globales y en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales (Gráfica 19). Lo anterior se reflejó en una disminución en las tasas de interés a lo largo de toda la curva de rendimientos en la mayoría de las principales economías avanzadas y en una depreciación de dólar (Gráfica 20). En este entorno, los mercados accionarios de las principales economías registraron niveles históricamente elevados (Gráfica 21). No obstante, a principios de agosto, el anuncio de que Estados Unidos podría imponer nuevos aranceles a importaciones provenientes de China, la designación de este último país como manipulador del tipo de cambio y la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías generó un fuerte aumento de la incertidumbre sobre el panorama de la economía mundial y una elevada volatilidad en los mercados financieros, tendencia que se intensificó ante la incertidumbre sobre el proceso electoral de Argentina, los mayores disturbios sociales en Hong Kong y el escalamiento en las tensiones entre China y Estados Unidos a finales de agosto. Lo anterior se reflejó en un reacomodo de las carteras hacia activos de menor riesgo de mercado, lo que se tradujo en fuertes caídas en los principales índices accionarios, en disminuciones adicionales en las tasas de interés

de largo plazo y en un deterioro significativo de los activos de algunas economías emergentes.

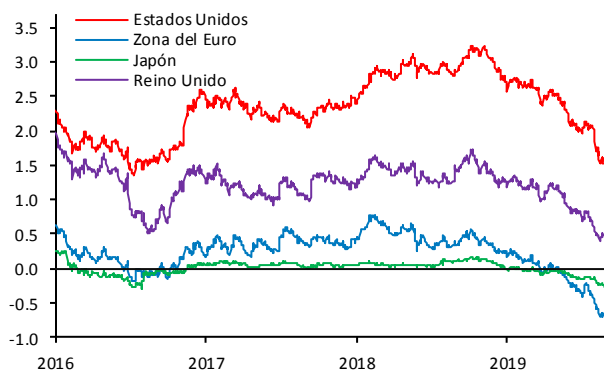
Gráfica 19
Índice de Apetito por Riesgo Global
Índice



Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros, tales como los bonos gubernamentales de Estados Unidos, zona del euro y Japón, tienden a presentar rendimientos negativos. Mientras tanto, en periodos de bajo apetito por riesgo sucede lo contrario. En este contexto, el valor del índice se refiere al coeficiente de una regresión del rendimiento diario de 64 activos en función de su volatilidad.

Fuente: Credit Suisse.

Gráfica 20
Rendimiento de los Bonos a 10 años en Economías Avanzadas
Por ciento



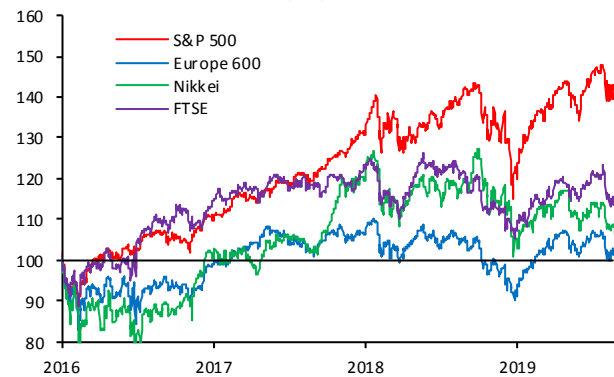
Fuente: Bloomberg.

En el caso de Estados Unidos, la curva de rendimientos se mantuvo invertida durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe. No obstante, las expectativas de una política monetaria más acomodaticia contribuyeron a que las tasas de interés de corto plazo bajaran en mayor proporción que las de largo plazo, lo que provocó que la pendiente de la curva se acercara a cero en julio (Gráfica 22). Posteriormente, el recrudecimiento de las tensiones entre Estados Unidos y China a

principios de agosto derivó en una significativa disminución en las tasas de interés de largo plazo, lo que provocó que la curva de rendimientos se volviera a invertir. En particular, el diferencial entre la tasa de 10 años y la de 2 años fue negativo por primera vez desde 2007. Si bien la presencia de primas por plazo históricamente bajas en dicha economía pudiera debilitar las señales que la curva de rendimientos pudiera estar arrojando en relación con la posibilidad de una recesión económica, la inversión de la curva de rendimientos es congruente con una desaceleración de esa economía.

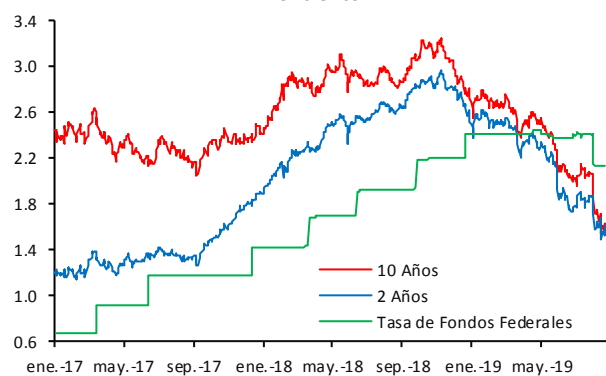
registraron entradas de capitales, en los mercados accionarios se observó un comportamiento diferenciado entre países. En este entorno, los precios de los activos financieros mostraron un comportamiento positivo, observándose una ligera apreciación de sus divisas frente al dólar y una disminución en las tasas de valores gubernamentales (Gráfica 24). No obstante, a partir de agosto, las mayores tensiones entre China y Estados Unidos, sumadas a la incertidumbre sobre el proceso político en Argentina, la debilidad mayor a la anticipada en Alemania y China y la inestabilidad política en Italia, se reflejaron en caídas de los principales mercados accionarios, depreciaciones de los tipos de cambios y en salidas de capitales.

Gráfica 21
Mercados Accionarios de Economías Avanzadas
Seleccionadas
 Índice 01/01/2016=100



Fuente: Bloomberg.

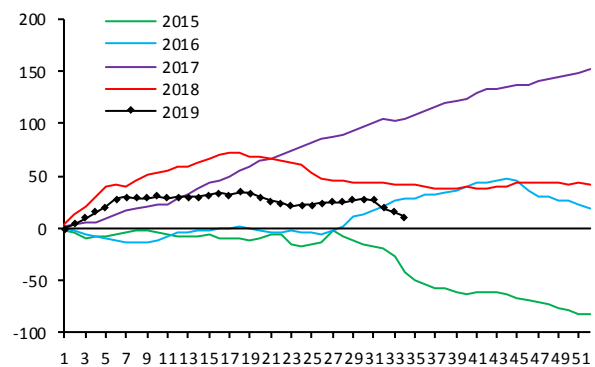
Gráfica 22
EUA: Rendimiento de los Fondos Federales y Bonos del Tesoro
 Por ciento



Fuente: Bloomberg y Banco de la Reserva Federal de San Luis (FRED).

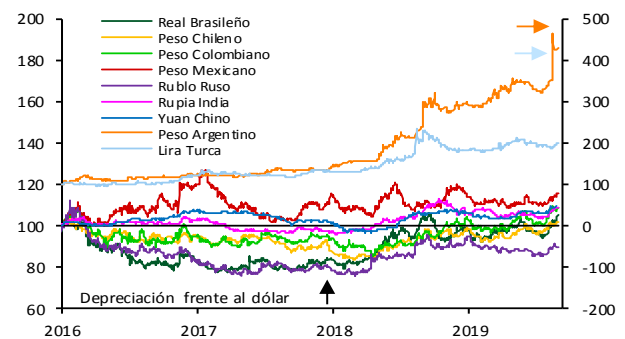
En los mercados emergentes, hasta julio se había observado una relativa estabilidad en los flujos de inversión dirigidos hacia estas economías ante condiciones financieras globales más favorables (Gráfica 23). Si bien los mercados de deuda

Gráfica 23
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año^{1/}
 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.

Gráfica 24
Tipo de Cambio de Países Emergentes
 Índice 01/01/2016=100



Fuente: Bloomberg

En este contexto, el balance de riesgos para la actividad económica mundial se ha deteriorado, destacando:

- i. La posibilidad de que la debilidad que han registrado el sector manufacturero, el comercio y la inversión en las principales economías se acentúe y se transmita a otros sectores, como los servicios y la construcción, conduciendo a una desaceleración más pronunciada de la actividad económica. Ello pudiera reflejarse en una mayor disminución de la inflación y de sus expectativas, en un entorno en el que el margen de maniobra de los bancos centrales es limitado.
- ii. Un recrudecimiento de las tensiones entre Estados Unidos y otras economías que pudiera poner en riesgo otros ámbitos de la estabilidad económica y política internacional, al incorporar en sus discusiones temas de seguridad nacional, tecnología, migración, política cambiaria, entre otros aspectos. Adicionalmente, continúa pendiente la resolución del gobierno de Estados Unidos sobre la posibilidad de imponer aranceles a las importaciones de automóviles.
- iii. Un escalamiento de las tensiones geopolíticas alrededor del mundo pudiera generar volatilidad en los mercados financieros y provocar inestabilidad económica y política en distintas regiones del mundo. En particular, luego del aumento en las tensiones entre Irán y Estados Unidos resultado de la ampliación de las sanciones a Irán y el aparente incumplimiento de su parte de algunas de las estipulaciones del acuerdo nuclear firmado en 2015, persiste el riesgo de que estas continúen escalando, lo que pudiera generar volatilidad en los precios del crudo. Adicionalmente, un mayor deterioro en las relaciones políticas y comerciales entre Corea del Sur y Japón pudiera poner en riesgo la estabilidad económica y militar de la región asiática.
- iv. La implementación de algunas políticas económicas que pongan en riesgo la estabilidad macroeconómica y el crecimiento a largo plazo de diversos países, por ejemplo, mediante el impulso de medidas fiscales insostenibles o un relajamiento excesivo en las condiciones de financiamiento. En particular, las medidas para

evitar una desaceleración abrupta de la economía china pudieran elevar nuevamente algunos riesgos que habían disminuido en los últimos años ante los esfuerzos para promover el desapalancamiento de esa economía.

Adicionalmente, ante los riesgos descritos anteriormente y las mayores vulnerabilidades financieras que se han gestado en algunos países como resultado del largo periodo de bajas tasas de interés, particularmente ante los altos niveles de endeudamiento del sector corporativo, no pueden descartarse episodios de mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales que pongan en riesgo las condiciones de financiamiento para las economías emergentes.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

En el segundo trimestre de 2019, continuó el estancamiento que la actividad económica de México ha venido registrando en los trimestres previos. Este comportamiento fue resultado de una mayor debilidad de los componentes internos de la demanda agregada, en un contexto de marcada incertidumbre, derivada tanto de factores internos como externos. En particular, la inversión fija bruta siguió mostrando un desempeño desfavorable, siendo más notorio en los rubros de inversión en construcción y de maquinaria y equipo importado. Asimismo, se acentuó la debilidad que el consumo privado ha presentado desde finales de 2018, reflejo, a su vez, de la evolución negativa en el consumo de servicios y del estancamiento en el consumo de bienes. En contraste, en el periodo abril – junio las exportaciones manufactureras registraron una recuperación.

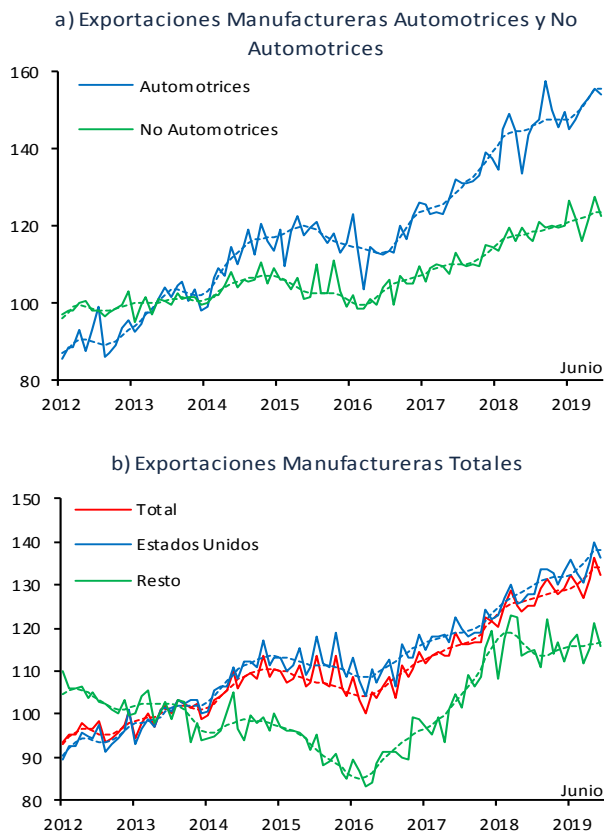
Profundizando en el desempeño de la demanda externa, no obstante el entorno de debilitamiento del comercio mundial y del escalamiento de las tensiones comerciales, en el segundo trimestre de 2019 las exportaciones manufactureras mostraron una mejoría respecto de la desaceleración observada los dos trimestres previos. Dicha recuperación fue resultado de una reactivación en los envíos automotrices y de un avance del resto de las manufacturas (Gráfica 25a). Por destino de las exportaciones manufactureras, en el periodo

reportado se observaron incrementos tanto en las dirigidas a Estados Unidos, como en las canalizadas al resto del mundo, si bien estas últimas continuaron exhibiendo atonía (Gráfica 25b).

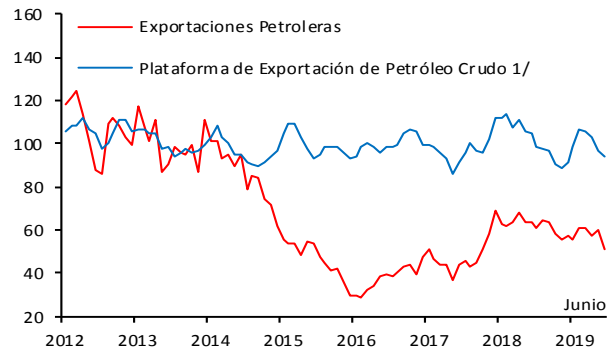
Por su parte, en el segundo trimestre de 2019 las exportaciones petroleras presentaron una contracción trimestral. Lo anterior se debió a una caída en la plataforma de crudo de exportación, toda vez que el precio promedio de la mezcla mexicana aumentó con relación al trimestre previo (Gráfica 25c).

Gráfica 25
Exportaciones de México

Índice 2013=100, a. e.



c) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

1/ Índice con base en el promedio móvil de tres meses de barriles diarios de la serie con ajuste estacional.

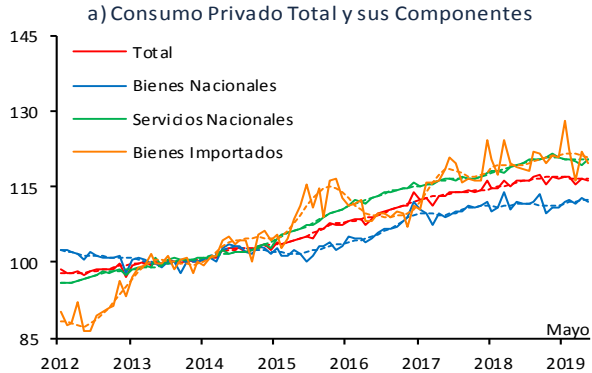
Fuente: Banco de México con base en PMI Comercio Internacional, S.A. de C.V., SAT, SE, Banco de México e INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, en el periodo abril – mayo de 2019 se profundizó la debilidad que el consumo privado ha venido mostrando desde finales de 2018. Lo anterior fue reflejo de la evolución desfavorable que el consumo de servicios ha venido exhibiendo desde finales de 2018, lo que contrasta con el dinamismo que este indicador había registrado entre finales de 2017 y el tercer trimestre de 2018, así como del estancamiento en el consumo de bienes (Gráfica 26a).

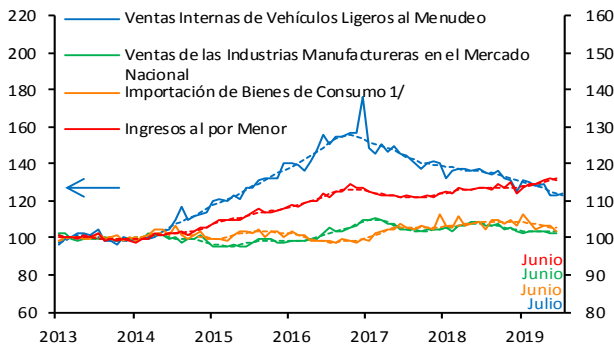
- i. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, exhibieron un desempeño relativamente débil en el segundo trimestre de 2019. En particular, si bien los ingresos en establecimientos comerciales al por menor presentaron una moderada recuperación, las ventas de las industrias manufactureras más relacionadas con el consumo de bienes en el mercado nacional se mantuvieron estancadas. Por su parte, las ventas de vehículos ligeros continuaron registrando una trayectoria a la baja (Gráfica 26b).
- ii. En cuanto a los determinantes del consumo, en el periodo abril – junio de 2019 la masa salarial real presentó un aumento con relación al trimestre previo (Gráfica 27a). Asimismo, las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior mostraron un avance en el periodo que se reporta y se mantienen en

niveles históricamente altos (Gráfica 27b). En contraste, aunque la confianza del consumidor continuó situándose en niveles relativamente elevados, ha mostrado disminuciones consecutivas en los últimos cinco meses (Gráfica 27c). A su vez, el crédito destinado al consumo siguió exhibiendo debilidad (ver Sección 2.2.3).

Gráfica 26
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



b) Ventas Internas de Vehículos Ligeros al Menudeo, Ventas de las Industrias Manufactureras en el Mercado Nacional, Ingresos en Establecimientos Comerciales al por Menor e Importaciones de Bienes de Consumo

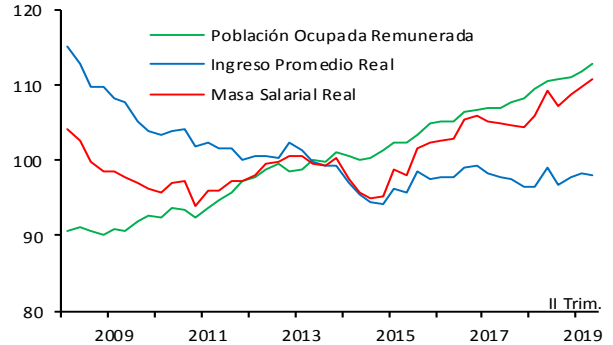


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Se refiere a las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero en términos reales.

Fuente: a) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. b) Elaboración de Banco de México con información del Registro Administrativo de la Industria Automotriz de Vehículos Ligeros, de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (EMIM); de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC), INEGI; y SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional.

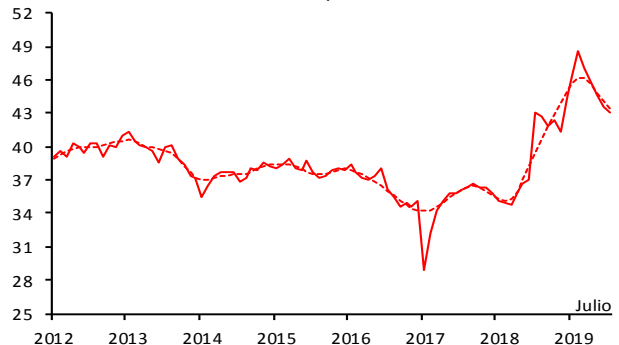
Gráfica 27
Determinantes del Consumo
a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.



b) Remesas



c) Confianza del Consumidor
Balance de respuestas, a. e.



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

1/ A precios de la segunda quincena de julio de 2018.

Fuente: a) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Banco de México e INEGI. c) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

En el periodo abril – mayo de 2019, la inversión continuó mostrando una tendencia negativa, situándose incluso en su nivel más bajo desde agosto de 2014 (Gráfica 28a). Ello como reflejo de fuertes disminuciones en el gasto en construcción y en el de maquinaria y equipo de origen importado. En particular:

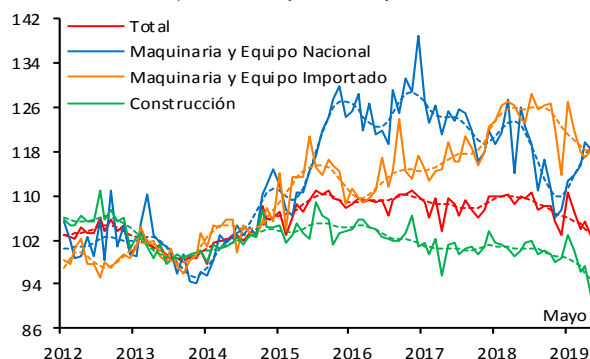
i. Se estima que en el segundo trimestre en su conjunto tanto el rubro de construcción residencial, como el no residencial hayan seguido registrando una evolución desfavorable, manteniéndose este último en niveles especialmente bajos (Gráficas 28b y 28c). Por sector contratante, la reducción de la obra contratada por el sector público durante el trimestre abril – junio de 2019 se asocia, en parte, con retrasos de ciertas obras de infraestructura pública relacionadas con los rubros de transporte y urbanización, así como con los agregados de electricidad y telecomunicaciones, y de edificación. Asimismo, el débil desempeño de la construcción privada fue resultado, en buena medida, de un descenso en el gasto en edificación, principalmente de vivienda, así como de una caída en el de otras construcciones, tales como obras y trabajos auxiliares, e instalaciones en edificaciones.

ii. Por su parte, si bien el componente de origen nacional de la inversión en maquinaria y equipo ha presentado cierta recuperación respecto de lo observado en el segundo semestre de 2018, se sigue ubicando en niveles relativamente bajos. A su vez, se acentuó la trayectoria decreciente del componente de origen importado, la cual se espera que persista ante la considerable contracción que se registró en las importaciones de bienes de capital hacia el cierre del periodo que se reporta. En efecto, el desempeño desfavorable de las importaciones de bienes de capital exhibido desde el último trimestre de 2018 se explica por una debilidad relativamente generalizada entre los sectores, incluidos aquellos que se pueden asociar a los rubros de generación de electricidad y de telecomunicaciones, mismos que habían mostrado un mejor desempeño hasta el tercer trimestre de 2018.

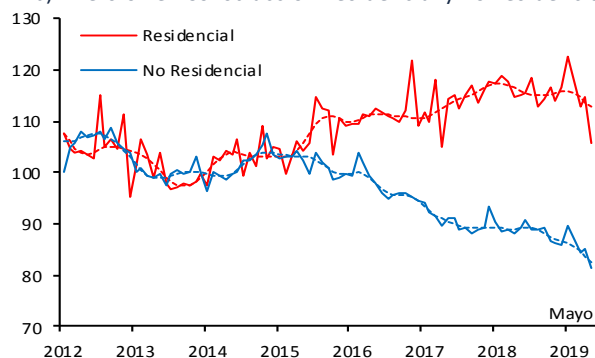
Gráfica 28
Indicadores de Inversión

Índice 2013=100, a. e.

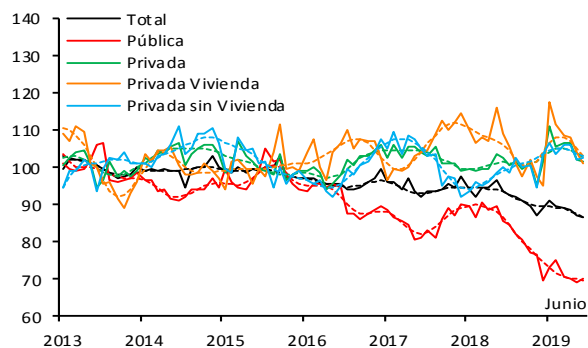
a) Inversión y sus Componentes



b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



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



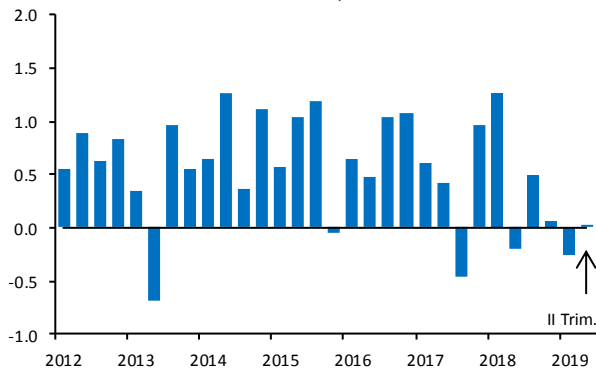
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.

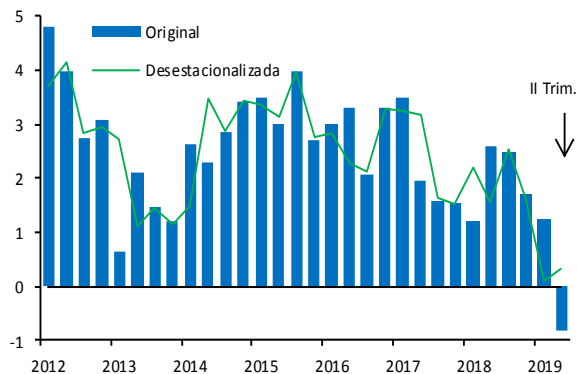
Por el lado de la producción, en el periodo que se reporta el PIB exhibió un nivel similar al registrado el trimestre previo, persistiendo así el estancamiento que la actividad económica ha venido mostrando por varios trimestres. En particular, en el segundo trimestre de 2019 el PIB mostró una variación

trimestral de 0.02% en términos desestacionalizados (caída anual de 0.8% con cifras originales y avance anual de 0.3% con datos ajustados por estacionalidad), luego de variaciones respectivas de 0.07 y -0.26% en el cuarto trimestre de 2018 y en el primero de 2019 (Gráfica 29).

Gráfica 29
Producto Interno Bruto
a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a. e.



b) Variaciones Anuales
Por ciento



a. e. / Serie con ajuste estacional.

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

El desempeño de la actividad económica en el periodo de referencia fue reflejo de la debilidad que se siguió observando en la producción industrial, así como de la importante contracción de las actividades primarias, toda vez que las terciarias exhibieron una moderada recuperación con relación al retroceso registrado el trimestre previo, si bien continuaron mostrando una pérdida de dinamismo (Gráficas 30 y 31a). En particular:

i. Al interior de las actividades secundarias, la construcción ha venido presentando una mayor volatilidad en su evolución mensual, si bien se ha

profundizado la trayectoria negativa que esta industria ha exhibido desde inicios de 2018. En este contexto, los tres subsectores de la construcción muestran un débil desempeño (Gráfica 31b).

ii. Asimismo, la minería continuó registrando una tendencia a la baja, derivada, en gran medida, de la trayectoria decreciente de la extracción de petróleo y gas. A su vez, el rubro de minerales metálicos y no metálicos mostró atonía, en tanto que los servicios relacionados con la minería siguieron exhibiendo debilidad (Gráficas 31c y 31d).

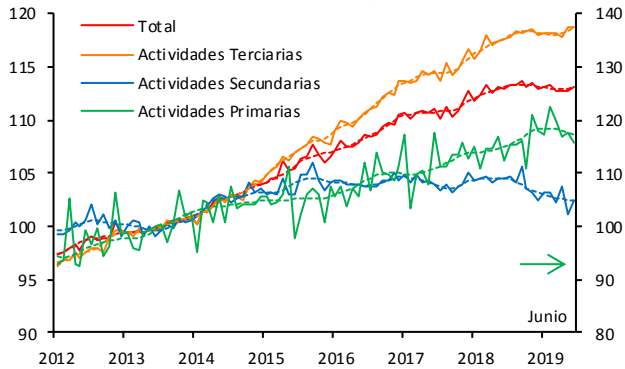
iii. En contraste, las manufacturas mostraron cierta recuperación respecto de la desaceleración observada durante la segunda mitad del 2018. En efecto, tanto el rubro de equipo de transporte, como el agregado del resto de las manufacturas han presentado un cambio de tendencia favorable en lo que va del año, en congruencia con la reactivación de las exportaciones manufactureras (Gráfica 31e). No obstante, la incipiente recuperación de las manufacturas sin equipo de transporte en el periodo abril – junio estuvo relativamente concentrada en ciertos sectores, destacando la industria alimentaria, así como la fabricación de equipo de computación, comunicación, medición, componentes y accesorios electrónicos, sectores en los que el desempeño de las exportaciones manufactureras ha sido relativamente más favorable, especialmente en las dirigidas a Estados Unidos.

iv. Por su parte, la moderada recuperación de las actividades terciarias en el periodo abril – junio se explicó, principalmente, por los avances del comercio al por menor; los servicios de transporte, correos y almacenamiento; y los servicios de apoyo a los negocios. Por el contrario, contribuyeron negativamente los rubros de servicios profesionales; información en medios masivos; comercio al por mayor; y servicios financieros y de seguros (Gráfica 32).

v. Finalmente, la caída de las actividades primarias en el segundo trimestre de 2019 se derivó, en parte, de una menor superficie sembrada para el ciclo primavera – verano, así como de

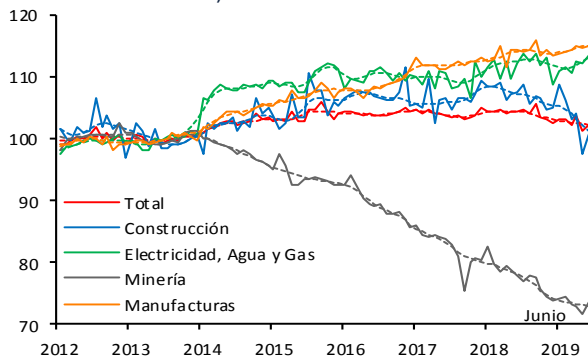
contracciones en la producción de algunos cultivos como maíz en grano, papa, naranja y chile verde, además de reducciones en la producción de carne de caprino y bovino.

Gráfica 30
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2013=100, a. e.

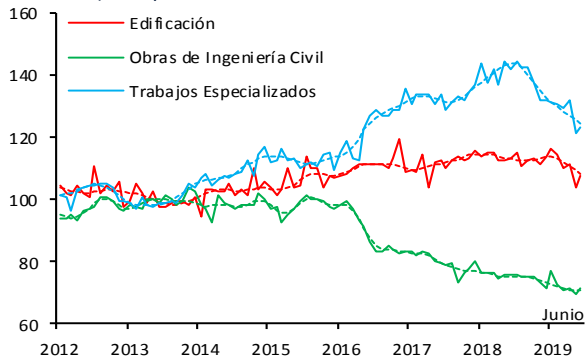


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

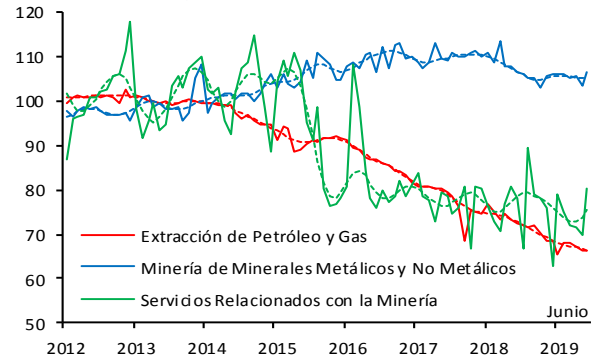
Gráfica 31
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.
a) Actividad Industrial



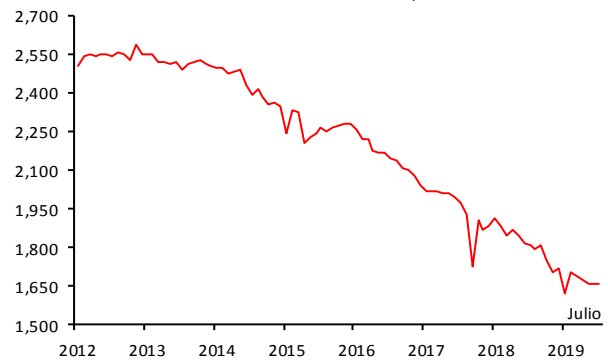
b) Componentes del Sector de la Construcción



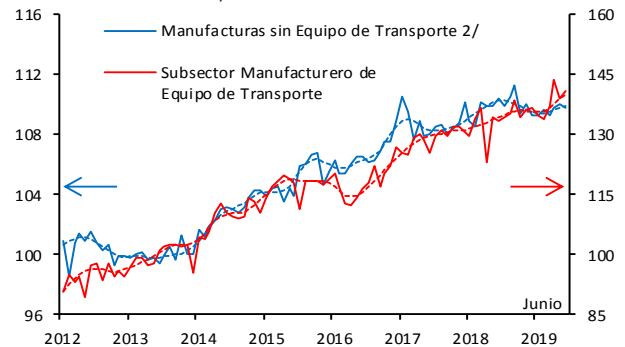
c) Componentes del Sector de la Minería



d) Plataforma de Producción Petrolera^{1/}
Miles de barriles diarios, a. e.



e) Sector Manufacturero



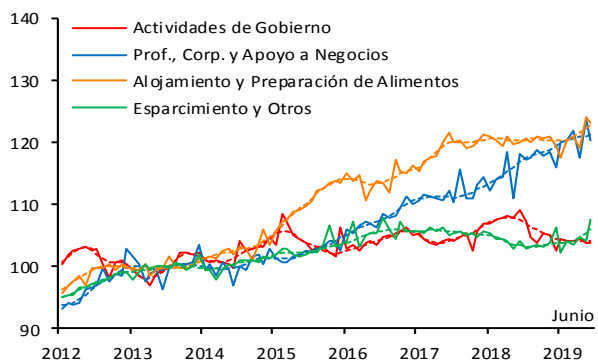
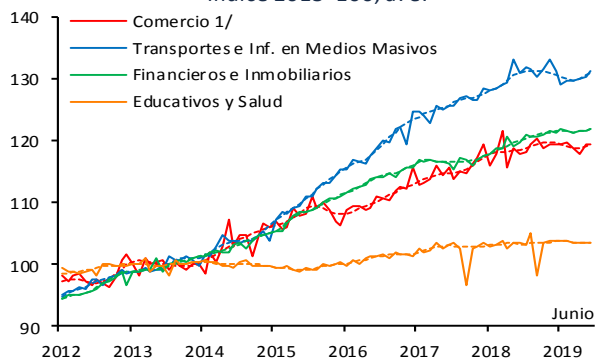
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

^{1/} Desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

^{2/} Elaboración y desestacionalización del Banco de México con información de INEGI.

Fuente: Indicador Mensual de la Actividad Industrial, Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI y Pemex.

Gráfica 32
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.



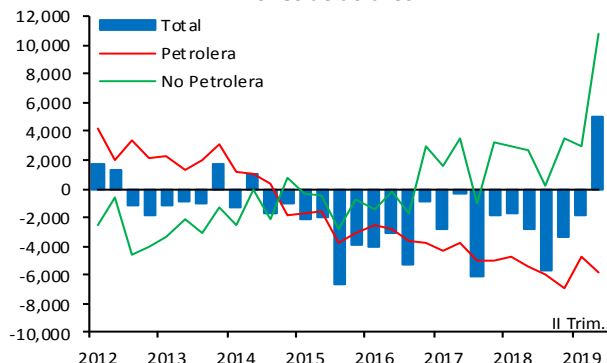
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Incluye comercio al por menor y al por mayor.

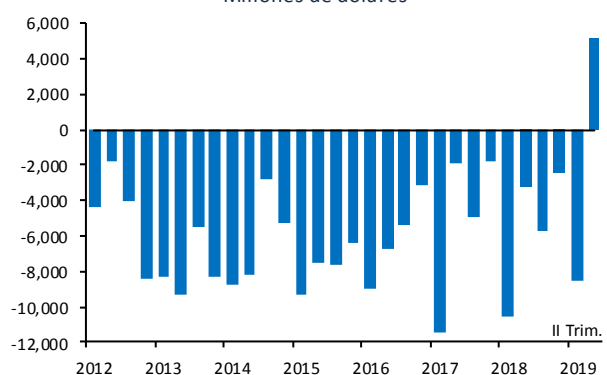
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con relación a las cuentas externas del país, en el segundo trimestre del año se registró un superávit en la cuenta corriente de 1.6% del PIB, que contrasta con el déficit de 1.1% del PIB reportado en igual lapso de 2018. Cabe señalar que este es el primer superávit observado desde el segundo trimestre de 2010. El incremento del saldo respecto del mismo trimestre del año anterior fue reflejo, principalmente, de una importante ampliación anual del superávit de la balanza comercial no petrolera, así como de una reducción del déficit de la balanza de servicios, lo cual fue parcialmente contrarrestado por un aumento del déficit de la balanza de ingreso primario (Gráfica 33).

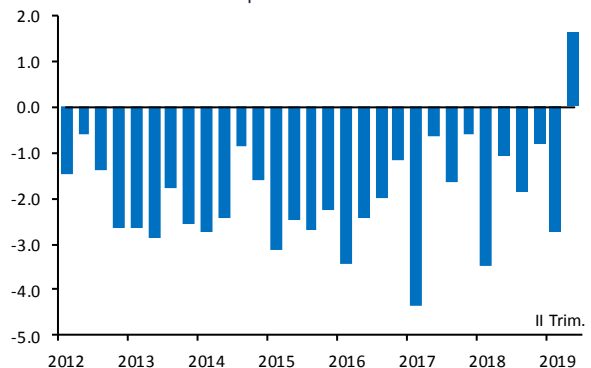
Gráfica 33
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
a) Balanza Comercial
Millones de dólares



b) Cuenta Corriente
Millones de dólares



c) Cuenta Corriente
Proporción del PIB

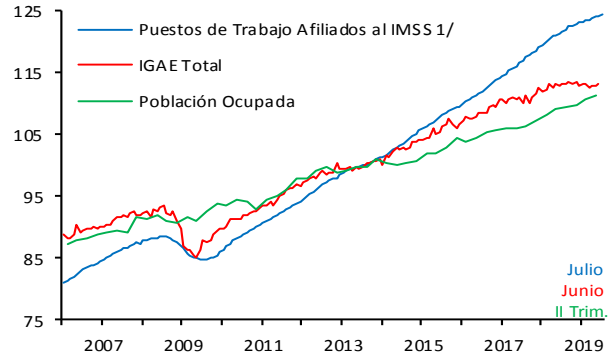


Fuente: a) SAT, SE, Banco de México, INEGI. Balanza Comercial de Mercancías de México. SNIEG. Información de Interés Nacional. b) y c) Banco de México e INEGI.

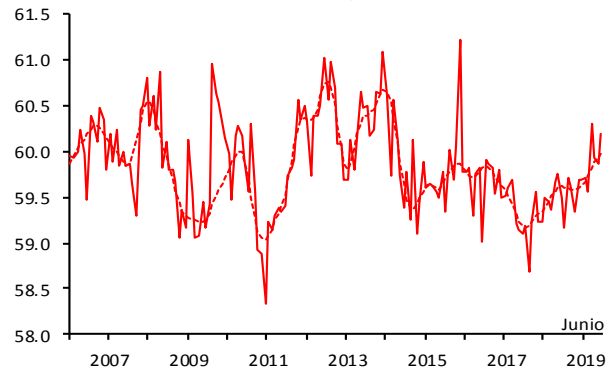
2.2.2. Mercado Laboral

En el segundo trimestre de 2019, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, siguieron mostrando niveles superiores a los reportados en la mayor parte de 2018 (Gráficas 34).² Ello en un contexto en el que tanto la población ocupada, como la tasa de participación en la fuerza laboral, continuaron presentando una trayectoria positiva. No obstante, persistió la desaceleración en la creación de puestos de trabajo afiliados al IMSS. A este respecto, el Recuadro 2 muestra la evolución de la creación de empleo formal en el IMSS a nivel sectorial y regional y presenta una discusión acerca del posible efecto de factores tales como la menor actividad económica sobre el empleo formal. A su vez, si bien la tasa de informalidad laboral presentó una ligera reducción respecto del trimestre previo, la tasa de ocupación en el sector informal mantuvo una tendencia al alza. De esta forma, las estimaciones puntuales de la brecha del desempleo siguieron exhibiendo cierto relajamiento en relación con los niveles observados el año previo (Gráfica 35).

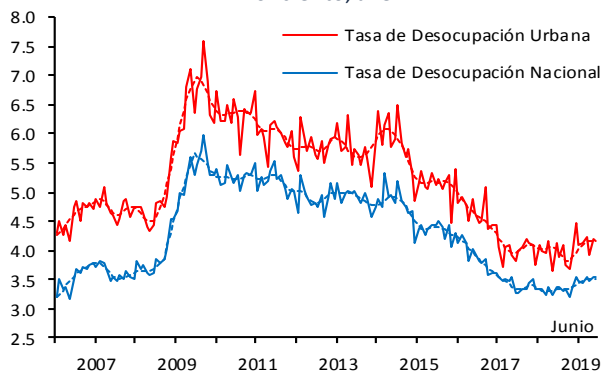
b) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



c) Tasa de Participación Laboral Nacional^{2/}
Por ciento, a. e.

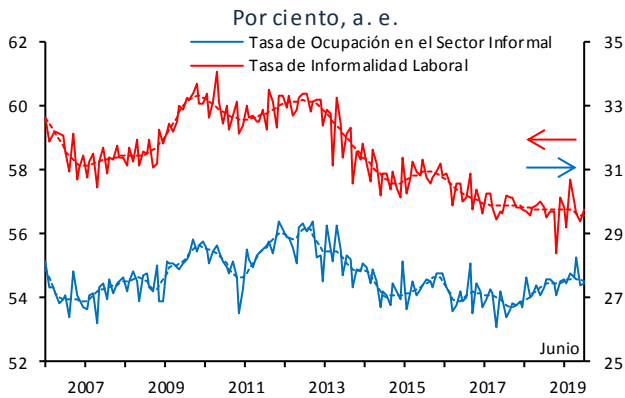


Gráfica 34
Indicadores del Mercado Laboral
a) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.



² Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral, se miden con base en los resultados de la ENOE, la cual comenzó a levantarse en 2005.

d) Ocupación en el Sector Informal^{3/}
e Informalidad Laboral^{4/}



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

1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.

2/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

3/ Se refiere a las personas que trabajan para unidades económicas no agropecuarias operadas sin registros contables y que funcionan a través de los recursos del hogar.

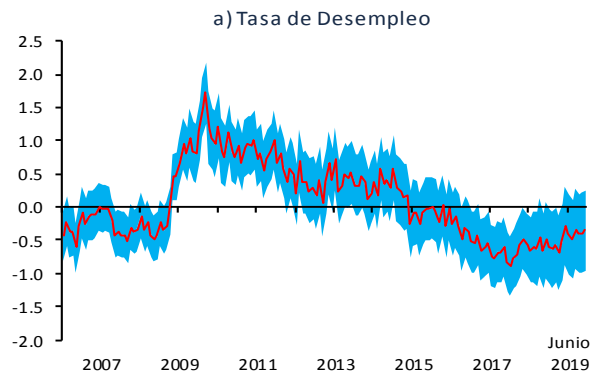
4/ Incluye a los trabajadores que se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información del IMSS e INEGI (SCNM y ENOE).

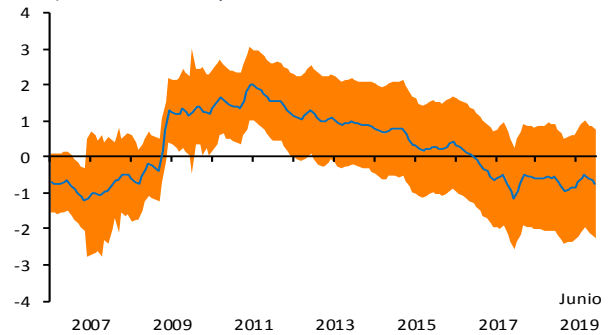
En cuanto a la evolución de los indicadores salariales, en el segundo trimestre de 2019 el salario promedio para la economía en su conjunto se incrementó a una tasa de 4.6%, mismo ritmo que el registrado en el primer trimestre del año. A su vez, en ese periodo el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 6.7% en promedio, cifra que se compara con la de 6.9% registrada el primer trimestre del año en curso (Gráfica 36). A su interior, el salario para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte presentó un incremento anual de 14.7%, misma tasa promedio que la observada en el trimestre anterior, al tiempo que para los trabajadores que laboran en el resto del país se observó un incremento de 5.9% en dicho salario, cifra ligeramente inferior a la de 6.0% del trimestre previo. Lo anterior, aunado al comportamiento de la inflación, dio como resultado un avance en términos reales para ambos indicadores salariales. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el periodo que se reporta fue de 5.5%, tasa superior a la de 4.9% observada en el mismo lapso de 2018. Este avance fue resultado de

una revisión promedio de 6.2% en las empresas privadas y de 3.4% en las públicas (revisiones respectivas de 5.2% y 3.5% en el mismo lapso de 2018).

Gráfica 35
Estimación de la Brecha de Desempleo^{1/}
Por ciento, a. e.



b) Tasa de Desempleo más la de Informales Asalariados



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

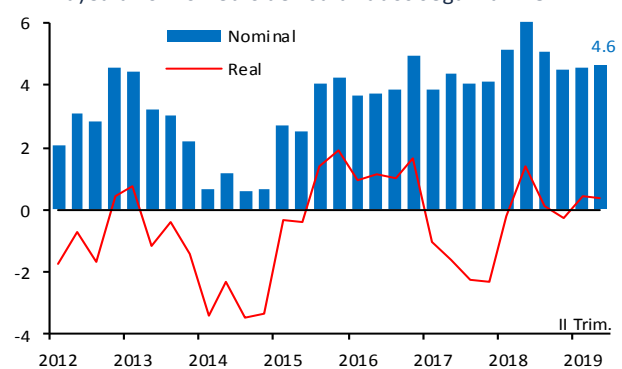
1/ Las sombras representan las bandas de confianza. El intervalo corresponde a dos desviaciones estándar promedio de entre todas las estimaciones.

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE.

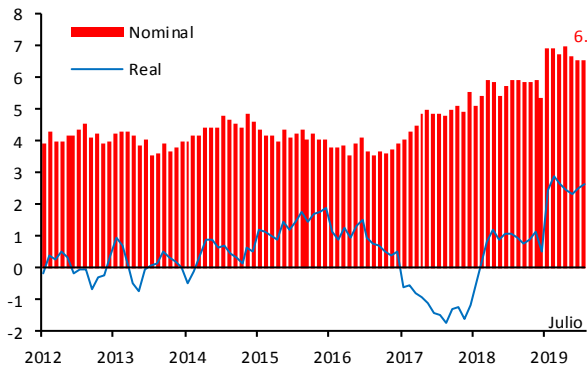
Gráfica 36
Indicadores Salariales

Variación anual en por ciento

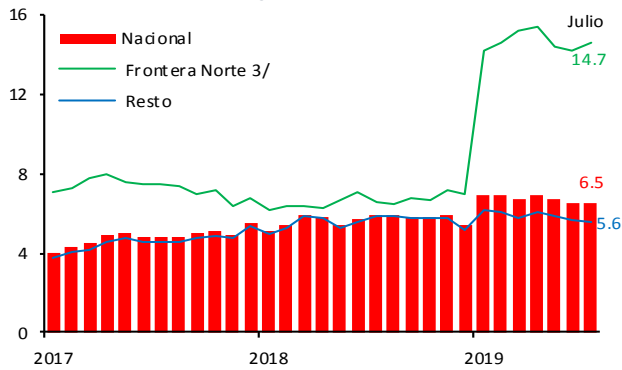
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE^{1/}



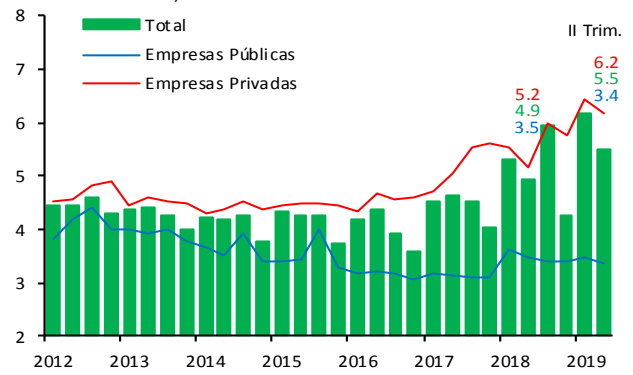
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS^{2/}



c) Salario Diario Nominal Asociado a los Trabajadores Asegurados al IMSS



d) Salario Contractual Nominal^{4/}



1/ Para calcular los salarios nominales promedio se truncó el 1% más bajo y el 1% más elevado de la distribución de los salarios. Se excluyen personas con ingreso reportado de cero o que no lo reportaron.

2/ Durante el segundo trimestre de 2019 se registraron en promedio 20.4 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

3/ Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

4/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.3 millones.

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS, STPS e INEGI (ENOE).

Recuadro 2. Evolución Reciente del Empleo Afiliado al IMSS a Nivel Sectorial y Regional

1. Introducción

Desde los últimos meses de 2018, la creación del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS ha mostrado una desaceleración, misma que se ha acentuado durante el año en curso. La dinámica reciente se ha dado en un entorno en el que se ha observado un estancamiento de la actividad económica y revisiones al salario mínimo de mayor magnitud a las que se habían venido observando en años anteriores. En este contexto, el objetivo de este Recuadro es, en primera instancia, analizar la dinámica reciente del empleo afiliado al IMSS desde una perspectiva sectorial y regional con el fin de tener una visión más desagregada sobre la desaceleración de este indicador. Asimismo, se busca identificar mediante un modelo econométrico la posible relación entre la evolución del empleo afiliado al IMSS tanto con la actividad económica, como con las revisiones al salario mínimo, particularmente cuando estas afectan a una proporción significativa de trabajadores dentro de la distribución salarial. Con base en dicho modelo, es posible estimar, a través de un ejercicio contrafactual, la contribución relativa de la atonía de la actividad económica y de las revisiones regionalmente diferenciadas del salario mínimo sobre la desaceleración del empleo formal observada durante el primer cuatrimestre de 2019.

2. Evolución Sectorial de los Puestos de Trabajos Afiliados al IMSS

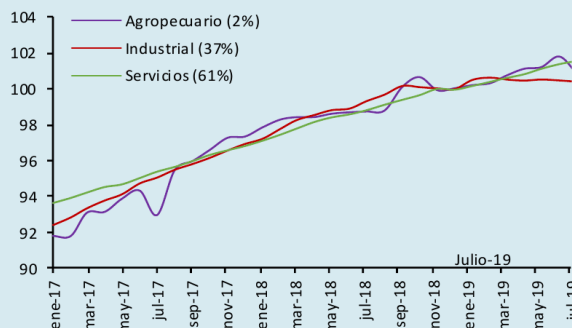
La Gráfica 1 presenta la evolución de puestos de trabajo permanentes y eventuales urbanos afiliados al IMSS de los sectores agropecuario, industrial y de servicios entre enero de 2017 y julio de 2019 con cifras ajustadas por estacionalidad.¹ Sobresale que desde julio de 2018 se ha observado una gradual pérdida de dinamismo de la creación de empleo en el sector de servicios, a la cual se sumó una notoria desaceleración del sector industrial a partir del último cuatrimestre de ese año, misma que es atribuible, en buena medida, al desempeño negativo del empleo en la construcción, particularmente a raíz del anuncio de cancelación del nuevo aeropuerto en Texcoco (NAIM). Esta pérdida de dinamismo persistió en los primeros siete meses de 2019 como resultado de una marcada desaceleración del ritmo de crecimiento del empleo en el sector de la transformación, así como de un nuevo retroceso en el de la construcción, en tanto que los servicios mostraron cierta recuperación, si bien mantuvieron un ritmo menor al observado en igual lapso del año previo.

¹ Se excluyen los puestos eventuales del campo, cuyo comportamiento tiende a ser más volátil. Estos trabajadores representaron alrededor de 1.3% del empleo total afiliado al IMSS en 2018. El empleo del sector industrial se desagrega en tres subsectores: transformación, construcción y un "otros" que agrupa las industrias extractivas y las de electricidad y agua. Las cifras desestacionalizadas se obtuvieron de ajustar por estacionalidad las diferentes series a nivel sector-región, por lo que los agregados de sector y región corresponden a la suma de sus respectivos componentes.

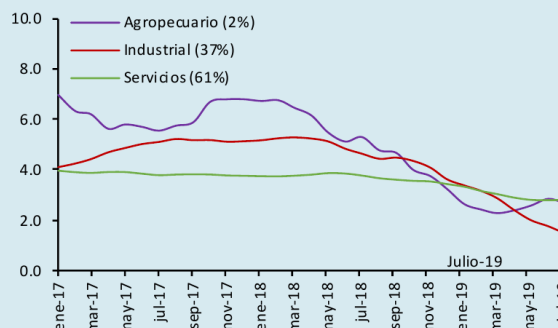
Gráfica 1

Empleo Afiliados al IMSS por Sector, a. e.

a) Índice base diciembre 2018=100



b) Variación % anual, promedio móvil de 3 meses



Nota: El universo corresponde a los trabajadores permanentes y eventuales urbanos.

a. e. / Serie con ajuste estacional. Los datos para el sector industrial corresponden a la suma de las cifras desestacionalizadas de sus subsectores.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

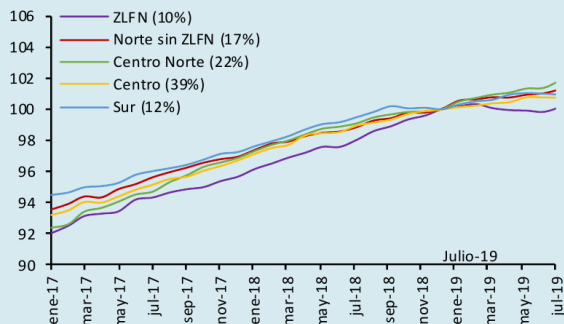
3. Evolución Regional de los Puestos de Trabajos Afiliados al IMSS

Con el fin de considerar si la desaceleración en la creación de puestos de trabajos afiliados al IMSS ha sido generalizada a lo largo del territorio nacional, o si ha estado concentrada regionalmente, se dividió al país en cinco zonas: la zona libre de la frontera norte (ZLFN), la zona Norte excluyendo la ZLFN, la región Centro Norte, la Centro y la Sur.² La desaceleración del empleo en la última parte de 2018 se explica por el menor ritmo de creación de empleo en las regiones Centro, Centro Norte y Sur (Gráfica 2). En contraste, la ZLFN mostró un mayor dinamismo en el crecimiento del empleo formal en ese periodo. En cambio, en el primer semestre de 2019, la desaceleración respondió a una caída en el nivel absoluto de

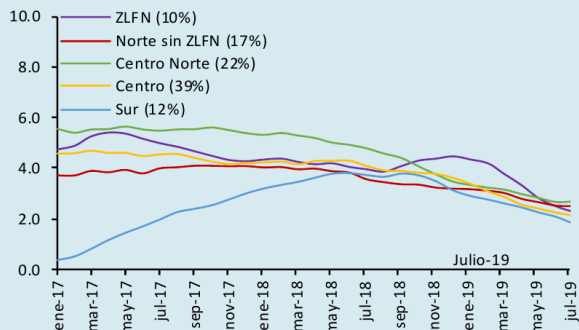
² Los estados del Norte corresponden a Baja California, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Sonora, Tamaulipas. Los estados del Centro Norte corresponden a Aguascalientes, Baja California Sur, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas. Los estados del Centro corresponden a Estado de México, Ciudad de México, Guanajuato, Hidalgo, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala. Los estados del Sur corresponden a Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán.

empleo en la ZLFN, así como a un menor ritmo de crecimiento del empleo en el resto de las regiones. Si bien en julio se registró una ligera mejoría en la ZLFN, su nivel de empleo formal permanece por debajo de lo observado a principios de año.

Gráfica 2
Empleo Afiliados al IMSS por Región, a. e.
a) Índice base diciembre 2018=100



b) Variación % anual, promedio móvil de 3 meses



Nota: El universo corresponde a los trabajadores permanentes y eventuales urbanos. ZLFN: Zona Libre Frontera Norte. La lista de los estados que conforman cada región se encuentra en la nota al pie 2.

a. e. / Serie con ajuste estacional. Los datos regionales corresponden a la suma de las cifras desestacionalizadas de sus subsectores de actividad económica

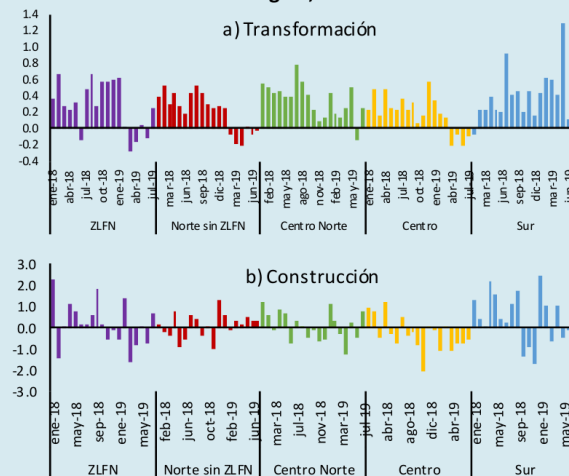
Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

4. Evolución Sectorial de los Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS por Región

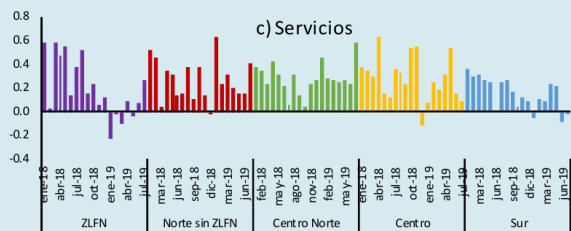
Para profundizar sobre lo que ocurre en el ámbito regional es conveniente desagregar las dinámicas regionales a nivel sectorial. La Gráfica 3 muestra la variación porcentual mensual del empleo afiliado al IMSS para los sectores de la transformación, la construcción y los servicios por región.³ En

el caso del sector de la transformación, la región Norte mantuvo una trayectoria ascendente, destacando el dinamismo observado en la ZLFN. No obstante, en el primer semestre de 2019 dicha tendencia se revirtió, toda vez que se presentaron disminuciones absolutas en el nivel de empleo. En el caso específico de la ZLFN, aunque se registró cierta recuperación a principios del segundo semestre del año, prevalece la debilidad en la creación de empleo formal en ese sector. También sobresale la marcada desaceleración del empleo de esta actividad en la región Centro en el segundo trimestre de 2019 y el mayor dinamismo mostrado por la región Sur desde la segunda mitad de 2018. No obstante, a principios del segundo semestre de 2019 se aprecia una ligera caída del empleo de este sector en la zona Sur. Respecto del empleo en la construcción, destaca la debilidad que se ha registrado en la región Centro Norte durante el primer semestre de 2019. A su vez, también se observan retrocesos en la región Centro desde el tercer trimestre de 2018. En el caso de esta última región, dicha contracción se puede asociar, en parte, con la cancelación de NAIM en Texcoco, así como la menor actividad de ese sector en la Ciudad de México que se ha reportado a lo largo del año. Asimismo, se presentó una reducción en el nivel de empleo de este sector en la ZLFN. Finalmente, el empleo del sector servicios también se ha venido desacelerando en las regiones Centro y Sur, además de que en la ZLFN reporta a inicios del segundo semestre de 2019 un nivel similar al exhibido en diciembre de 2018.

Gráfica 3
Variación % Mensual del Empleo del IMSS por Sector y Región, a. e.



³ Se omite el rubro de otros sectores industriales que, en conjunto, representan menos del 1.4% de los trabajadores permanentes y eventuales urbanos.



Nota: El universo corresponde a los trabajadores permanentes y eventuales urbanos. ZLFN: Zona Libre Frontera Norte. La lista de los estados que conforman cada región se encuentra en la nota al pie 2.

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

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

5. Efecto de la Actividad Económica y la Revisión al Salario Mínimo Sobre el Empleo Afiliado al IMSS

La diferenciación de la evolución del empleo entre regiones del país y sectores de actividad económica que se describió en las secciones anteriores podría estar asociada, a su vez, con tendencias diferenciadas en el debilitamiento que se observó en la actividad económica a nivel tanto regional, como sectorial y a los efectos de los aumentos salariales observados en el periodo. Así, surgen dos factores que podrían explicar las tendencias del empleo afiliado al IMSS observadas a principios de 2019: i) la debilidad en la actividad económica de diversos sectores que se ha venido observando por varios trimestres, y ii) las revisiones al salario mínimo para 2019, las cuales fueron de una magnitud mayor a las otorgadas en años previos y regionalmente diferenciadas, toda vez que en la ZLFN el aumento de dicho salario fue de una magnitud considerablemente mayor.

Con el propósito de identificar el impacto sobre el empleo de estos dos canales, se presentan los resultados de una estimación econométrica de panel del empleo a nivel municipio-sector de actividad.⁴ Los efectos de interés se identifican aprovechando la variación que existe en los datos a lo largo de tres dimensiones: en el tiempo, entre municipios y entre sectores. En particular, el efecto de la revisión al salario mínimo sobre el empleo se identifica explotando la variación que hay en el empleo entre sectores a nivel municipio a lo largo del tiempo, así como la variación que hay entre municipios y sectores en términos de la fracción del empleo vinculada a la revisión del salario mínimo. La “fracción vinculada” se refiere a la proporción de trabajadores cuyo salario en diciembre de 2018 se ubica entre el salario mínimo vigente en 2018 y el salario mínimo vigente a partir de enero de 2019, según su región. Dado que el aumento de dicho salario fue mayor en la ZLFN, esta fracción tiende a ser mayor en esa región. De esta

manera, el modelo busca capturar la posibilidad de que el impacto de la revisión al salario mínimo sobre el empleo varíe entre municipios y sectores dependiendo de la fracción vinculada del empleo, toda vez que entre mayor sea dicha fracción, se espera que mayor sea el impacto sobre los costos para las empresas de una revisión al salario mínimo. La estimación se basa en información mensual para el periodo enero de 2015 a abril de 2019.⁵ La especificación del modelo estimado está dada por:

$$\ln\left(\frac{E_{m,s,t}}{N_m}\right) = \sum_{i=0}^2 \beta_i Z_{m,z,t-i} + (\delta_1 D_{ZLFN} + \delta_2 D_{Resto}) D_{\tau} Sh_{m,s,12/18} + \lambda_{ms} + \lambda_t + u_{m,s,t}$$

La variable $E_{m,s,t}$ representa el número de trabajadores en el municipio m , en el sector s , en el mes t ; N_m es la población del municipio m en 2015; $Z_{m,s,t}$ es un conjunto de variables que controlan por el nivel de actividad económica;⁶ $Sh_{m,s,12/18}$ denota la fracción vinculada del empleo;⁷ D_{τ} es una variable dicotómica que es igual a 1 para enero, febrero, marzo y abril de 2019 e igual a 0 en otro caso; D_{ZLFN} es una variable dicotómica igual a uno si m es un municipio que pertenece a la ZLFN e igual a 0 en otro caso ($D_{Resto} = 1 - D_{ZLFN}$); cabe destacar que los regresores $D_{ZLFN} D_{\tau} Sh_{m,s,12/18}$ y $D_{Resto} D_{\tau} Sh_{m,s,12/18}$ permiten capturar el efecto de la revisión al salario mínimo sobre el empleo de manera diferenciada entre la ZLFN y el resto del país, tomando en cuenta, además, que este efecto puede diferir entre municipios y sectores dependiendo de la fracción vinculada del empleo. Por último, λ_{ms} y λ_t son efectos fijos por duplas municipio-sector y tiempo, respectivamente. Estos efectos fijos controlan por factores no observables que son constantes para cada pareja de municipio-sector o fecha de calendario, respectivamente. Por ejemplo, los efectos fijos de tiempo (λ_t) controlan por todos los factores que pueden incidir sobre el nivel de empleo en t que son comunes a todos los sectores y municipios. La variable $u_{m,s,t}$ denota el término de error del modelo.

El Cuadro 1 presenta los resultados de la estimación. Destaca que, como era de esperarse, la actividad económica, tanto contemporánea como rezagada, tiene un impacto positivo y estadísticamente significativo sobre el empleo; es decir, un mayor dinamismo en la actividad económica está asociado con una mayor formación de empleos formales. También sobresale que mientras mayor es la fracción vinculada del empleo en un municipio-sector, mayor es el efecto negativo de una revisión salarial sobre su nivel de empleo.

⁴ El empleo se refiere al empleo del IMSS para trabajadores permanentes y eventuales urbanos en los sectores de servicios, construcción y transformación.

⁵ Debido a la falta de disponibilidad de datos para la actividad económica a nivel regional, no fue posible estimar el modelo con la información del empleo posterior a abril de 2019.

⁶ Dentro de estos controles se incluyen dos conjuntos de información. Por un lado, se incluyen índices de actividad económica que varían por sector, mes y entidad federativa. En este caso, a todos los municipios de la misma entidad federativa se les asigna el mismo valor del índice de actividad económica para cada sector y mes. Por otro lado, para cada municipio se construyen indicadores de actividad económica a partir de índices de actividad sectorial a nivel nacional, utilizando la estructura sectorial del empleo de cada municipio. Los índices para manufacturas

y construcción a nivel estatal se obtienen de la información que se desprende del Índice Mensual de Actividad Industrial (IMAI), mientras que como proxy para la actividad en servicios a nivel estatal se toma el índice de comercio al por menor de la Encuesta Mensual sobre Empresas Comerciales (EMEC). En el caso de índices de actividad a nivel nacional se utilizaron los componentes sectoriales del Índice Global de Actividad Económica (IGAE).

⁷ En particular, esta variable considera el porcentaje de trabajadores que en diciembre de 2018 ganan un salario entre 88.36 y 176.72 pesos diarios en los municipios que se encuentran en la zona libre de la frontera norte (ZLFN) y un salario entre 88.36 y 102.68 pesos diarios en los municipios del resto del país.

Cuadro 1
Resultados de la Estimación

Variables	Variable dep: $\ln(E_{m,s,t}/N_m)$	
$D_{ZLFN} Sh_{m,s}$	-0.06***	(0.01)
$D_{Resto} Sh_{m,s}$	-0.06***	(0.00)
$\ln(X_{m,s,t})$	0.06***	(0.01)
$\ln(X_{m,s,t-1})$	0.05***	(0.01)
$\ln(X_{m,s,t-2})$	0.08***	(0.01)
$\ln(x_{m,t})$	0.09***	(0.04)
$\ln(x_{m,t-1})$	0.10***	(0.04)
$\ln(x_{m,t-2})$	0.16***	(0.04)
Observaciones	3,309,830	
R-cuadrada ajustada	0.96	

Nota: La estimación incluye efectos fijos por dupla de municipio-sector y efectos fijos de tiempo. Entre paréntesis se reportan los errores estándar aglomerados a nivel municipio-sector. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Las variables X y x , se refieren a las variables incluidas en el conjunto Z .

6. Ejercicio Contrafactual

Con base a la estimación presentada en el Cuadro 1, en esta sección se presenta un ejercicio contrafactual cuyo objetivo es ilustrar en qué grado el menor dinamismo de la economía durante el periodo enero-abril de 2019 y la revisión al salario mínimo para 2019 pudieron haber incidido en la desaceleración del crecimiento del número de trabajadores afiliados al IMSS en ese periodo. Así, se calcula el empleo en un escenario contrafactual que supone i) que en el primer cuatrimestre de 2019 la actividad económica hubiera crecido de manera similar a lo observado en el mismo lapso de 2018 y ii) que la revisión al salario mínimo hubiera sido de 10% para todo el país, cifra similar a la observada en enero de 2018.⁸

El resultado de este ejercicio sugiere que, si bien tanto el estancamiento de la actividad económica como la revisión al salario mínimo han tenido un impacto negativo sobre el nivel de empleo, este último parecería ser el factor que tuvo relativamente mayor incidencia sobre la desaceleración en el crecimiento de empleos registrados con el IMSS en el primer cuatrimestre de 2019 (Gráficas 4 y 5). En particular, en el escenario contrafactual se estima que se habría observado un mayor nivel de empleo formal a nivel nacional de cerca de 80 mil empleos en caso de que los salarios mínimos hubieran

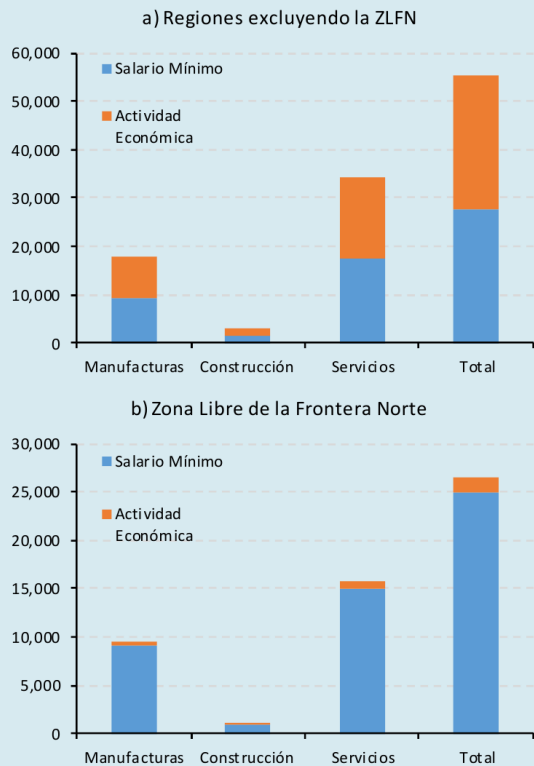
⁸ En particular, para el escenario contrafactual se supuso que las variables de actividad de las duplas municipio-sector que registraron una tasa de crecimiento promedio en el primer cuatrimestre de 2018 mayor a la observada en 2019

aumentado como en 2018 y la actividad hubiese presentado un dinamismo similar. Ello significa que, en lugar de una creación observada de 125 mil nuevas plazas en términos desestacionalizados de enero a abril de 2019, se hubiese observado en el contrafactual una creación de 205 mil plazas. Esta cifra, sin embargo, sigue siendo inferior a la de 295 mil plazas en el mismo periodo del año anterior, lo que debe atribuirse a otros factores no identificados por este método estadístico. De la estimación de 80 mil empleos, se estima que cerca del 64% (es decir, 52 mil empleos) corresponderían al efecto que se puede atribuir a la diferencia en la magnitud de la revisión al salario mínimo entre el escenario contrafactual y el observado. Este efecto es particularmente pronunciado en la ZLFN, para la cual se estima que casi la totalidad de la diferencia entre el empleo en el escenario contrafactual relativo al observado se puede atribuir al efecto de la revisión al salario mínimo. Este resultado es congruente con el hecho de que, en contraste con la actividad económica para el país en general, a principios de 2019 la región Norte en su conjunto siguió creciendo, así como con el hecho de que la revisión al salario mínimo en la ZLFN fue de mayor magnitud que en el resto del país, de modo que la fracción vinculada en esa zona fue mayor. Cabe notar que, con las cifras obtenidas con base en este ejercicio, es posible obtener la elasticidad implícita del empleo respecto del salario mínimo para este episodio de revisiones a dicho salario.⁹ En particular, para el caso de la ZLFN la elasticidad estimada es de -0.02, en tanto que para el resto del país es de -0.03. Es necesario señalar que dichas elasticidades no son constantes y que, en particular, podrían llegar a ser mayores en caso de que se aplicaran aumentos al salario mínimo que involucren a una mayor fracción vinculada de trabajadores ante dichos cambios. Asimismo, cabe mencionar que dichas elasticidades miden el efecto sobre el número total de trabajadores y no sobre el ritmo de creación de empleo, el cual se ve afectado en mayor magnitud. En efecto, según estos resultados el aumento en el número de trabajadores afiliados al IMSS en el periodo enero – abril de 2019 fue 29% menor al que se hubiera observado en el caso en el que el salario mínimo hubiera aumentado como en el año previo y que el resto de los determinantes del empleo se comportaran tal como se ha observado. Finalmente, como se mencionó, la estimación econométrica se llevó a cabo con datos hasta el primer cuatrimestre del año. Sin embargo, la debilidad del crecimiento del empleo formal se ha mantenido en los meses subsecuentes, por lo que el efecto de estos factores podría ser aún mayor.

crecieron al mismo ritmo que en ese cuatrimestre del año pasado; el resto de los municipios crecieron al ritmo observado en el primer cuatrimestre de 2019.

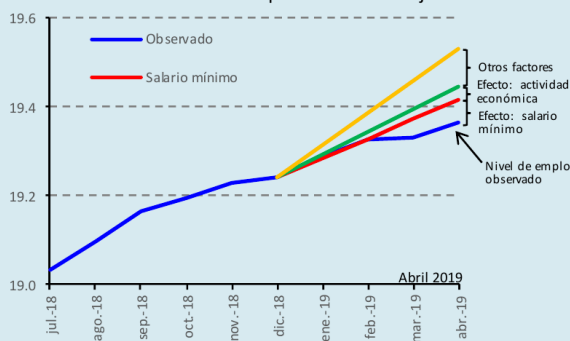
⁹ Dicha elasticidad se refiere al cambio porcentual del empleo atribuido al incremento del salario mínimo bajo el ejercicio contrafactual dividido entre el cambio porcentual en el salario mínimo que se supone en el contrafactual.

Gráfica 4
Disminución Estimada en el Nivel de Empleo a Abril de 2019 Asociada con los Factores Considerados en el Escenario Contrafactual



Nota: Se refiere a la diferencia entre la estimación del nivel de empleo con datos observados y la estimación del nivel de empleo bajo los supuestos del escenario contrafactual, con base en la estimación presentada en el Cuadro 1.

Gráfica 5
Evolución Contrafactual del Empleo Afiliado al IMSS, a. e.
 Millones de puestos de trabajo



Nota: El nivel contrafactual (línea amarilla) replica la creación de puestos de trabajo que se observó en el primer cuatrimestre de 2018. El empleo afiliado se refiere a los puestos de trabajo de los sectores considerados en la estimación de la sección 5.

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

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos del IMSS.

7. Consideraciones Finales

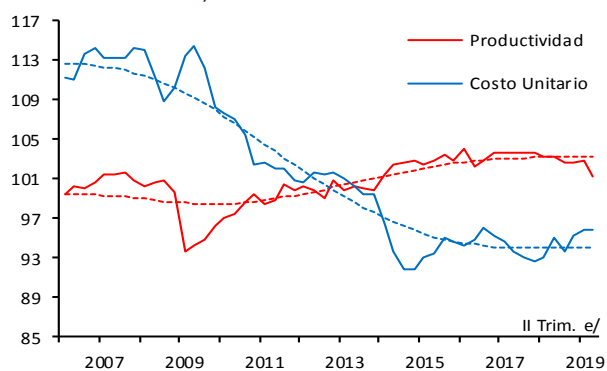
Los resultados de la estimación econométrica presentada en este Recuadro indican que tanto el estancamiento en la actividad económica que se ha venido observando por varios trimestres, como la revisión al salario mínimo que entró en vigor en enero de 2019, son factores que influyeron en la desaceleración del empleo formal que se ha registrado durante lo que va del año.

Para dar mayor impulso a la formación de empleos en el sector formal de la economía es importante que se observe un mayor dinamismo en todos los sectores de actividad económica. Si bien el país enfrenta un entorno complejo, una agenda de políticas públicas que fomente una mayor inversión privada y que disminuyan la incertidumbre interna coadyuvaría a un mayor dinamismo de la generación de empleo formal. Por otra parte, los resultados presentados sugieren que mientras mayor es la fracción vinculada del empleo, mayor es el efecto adverso sobre el empleo ante un aumento exógeno en el salario mínimo, de modo que será importante considerar el posible impacto de futuras revisiones a este salario sobre el empleo, toda vez que, en ausencia de aumentos a la productividad y dependiendo de la magnitud del incremento otorgado, dichas revisiones podrían involucrar a una proporción cada vez mayor de trabajadores. Así, para que una recuperación de los salarios, incluyendo el mínimo, no afecte de manera adversa la generación de empleo formal, es necesario adoptar medidas que contribuyan a una mayor productividad laboral, ya que, en última instancia, esta es la única forma de crear empleos mejor remunerados de manera sostenible.

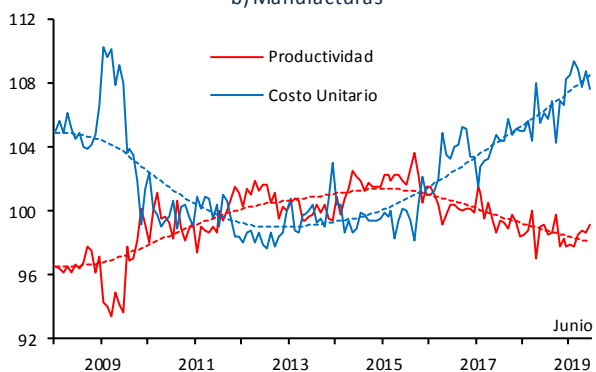
Por su parte, como resultado del comportamiento de la productividad y de las remuneraciones medias reales, se estima que en el segundo trimestre de 2019 el costo unitario de la mano de obra para la economía en su conjunto haya exhibido un nivel similar al del periodo previo. Asimismo, en el segundo trimestre de 2019 los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron ubicándose en niveles relativamente elevados (Gráfica 37).

Gráfica 37
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra

Índice 2013=100, a. e.
a) Total de la Economía^{1/}



b) Manufacturas^{1/}



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

^{1/} Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.

e/ El dato del segundo trimestre de 2019 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCNM y de la ENOE, INEGI.

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Indicador Mensual de la Actividad Industrial (SCNM), INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía³

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

Durante el segundo trimestre de 2019, las fuentes de recursos financieros continuaron expandiéndose a un ritmo bajo respecto a años anteriores, con lo que se acentuó la pérdida de dinamismo que se ha venido observando desde la segunda mitad de 2018. En particular, se registró un flujo anual de 5.3% del PIB durante el segundo trimestre del año, lo cual se compara con una cifra de 5.6% del PIB en el trimestre anterior y con un flujo de 7.3% del PIB en promedio entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018 (Cuadro 1). Ello reflejó un menor ritmo de crecimiento tanto en su componente interno como en el externo. En particular:

- i. Al segundo trimestre de 2019, las fuentes externas de recursos continuaron creciendo a un ritmo bajo respecto a años previos. En efecto, estas registraron un flujo anual de 0.9% del PIB al segundo trimestre de 2019, cifra menor al 1.1% del PIB del trimestre anterior y al promedio de 1.8% del PIB observado entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018 (Gráfica 38). Este menor flujo se explica principalmente por una disminución en la inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes durante el segundo trimestre del año, sobre todo en instrumentos de corto plazo y, en menor medida, en bonos de mayor plazo. Ello contrasta con lo observado en el primer trimestre del año, en el cual hubo una mayor inversión de no residentes en bonos de mediano y largo plazo. De esta forma, y pese a que el flujo como por ciento del PIB es ligeramente positivo, el saldo de las fuentes externas continuó exhibiendo una variación real anual negativa al segundo trimestre de 2019, lo que refleja la mayor restricción de financiamiento externo enfrentada por el país a partir de 2014 y que se ha mencionado en informes previos (Gráfica 39c).

³ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

base en los saldos ajustados por efectos de variaciones en el tipo de cambio y precios de los activos.

ii. Por su parte, las fuentes internas de recursos financieros —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— continuaron expandiéndose a un ritmo inferior a lo observado en años recientes (Gráfica 38). Así, el flujo anual

de las fuentes internas fue de 4.4% del PIB al segundo trimestre de 2019, cifra equivalente a la del trimestre anterior y que se compara con un flujo de 5.5% del PIB en promedio entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018.

Cuadro 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T2	2014	2015	2016	2017	2018	2019 T2
	Flujos anuales como porcentaje del PIB						Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.3	5.5	3.4	3.9	1.3	0.2	1.3
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.6	4.6	5.5	6.6	4.2	4.4	5.1	5.2	5.4	3.7	1.7	2.8
Monetarias ^{2/}	3.2	2.7	3.6	4.3	2.8	2.5	4.1	4.6	5.7	3.9	1.9	2.2
No Monetarias ^{3/}	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	1.8	7.0	6.3	4.9	3.4	1.3	3.9
Fuentes Externas ^{4/}	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	0.9	6.1	0.6	1.5	-2.7	-2.3	-1.4
Total de Usos	9.7	5.7	7.4	8.0	5.0	5.3	5.5	3.4	3.9	1.3	0.2	1.3
Reserva Internacional ^{5/}	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.4	2.1	-9.3	-3.5	-8.6	-3.8	-1.2
Financiamiento al Sector Público	4.7	4.1	2.9	1.1	2.2	1.4	5.8	6.3	2.5	-4.1	0.1	-0.8
Público Federal ^{6/}	4.5	4.0	2.8	1.1	2.2	1.4	6.0	6.5	2.6	-4.1	0.3	-0.6
Estados y municipios	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-4.6
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	2.5	3.0	3.0	3.9	2.2	2.3	2.1	5.5	4.3	3.1	0.8	1.8
Interno	1.6	3.0	3.1	3.2	2.7	2.4	1.9	9.0	7.6	4.5	4.2	4.0
Externo	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	-0.1	2.7	-2.1	-3.5	-0.6	-8.9	-5.0
Otros conceptos ^{8/}	1.3	0.0	1.5	3.4	0.5	1.2	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB se calculan como la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de cuatro trimestres consecutivos expresados como % del PIB promedio de estos mismos trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos. Las cifras se refieren al cuarto trimestre de cada año, excepto para 2019, donde se muestra al segundo trimestre.

^{1/} Los activos financieros internos (F1) se componen por las fuentes internas monetarias (ver nota 2 de este cuadro) y no monetarias (ver nota 3 de este cuadro).

^{2/} Se refiere a los instrumentos financieros incluidos en M3, el cual está compuesto por M2 más los valores emitidos por el Gobierno Federal, el Banco de México y el IPAB en poder de los sectores residentes tenedores de dinero. M2, a su vez, se compone por instrumentos líquidos (billetes, monedas y depósitos de exigibilidad inmediata en bancos y entidades de ahorro y crédito popular) e instrumentos a plazo (captación con un plazo residual de hasta 5 años en bancos, entidades de ahorro, crédito popular y uniones de crédito; acciones de los fondos de inversión de deuda; y acreedores por reporto de valores).

^{3/} Incluye los fondos de ahorro para la vivienda y el retiro, valores privados, otros valores públicos, títulos de crédito emitidos por la banca comercial con plazo residual mayor a 5 años y obligaciones subordinadas.

^{4/} Incluye los instrumentos monetarios en poder de no residentes (i.e., el agregado MNR, igual a la diferencia entre M4 y M3) y otras fuentes externas no monetarias (endeudamiento externo del Gobierno Federal y de organismos y empresas públicas; los pasivos externos de la banca comercial; el financiamiento externo al sector privado no financiero; la captación de agencias; entre otros).

^{5/} Según se define en la Ley del Banco de México.

^{6/} Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica 38.

^{7/} Se refiere a la cartera de crédito de los intermediarios financieros, Infonavit y Fovissste, así como a la emisión de deuda interna y el financiamiento externo de las empresas.

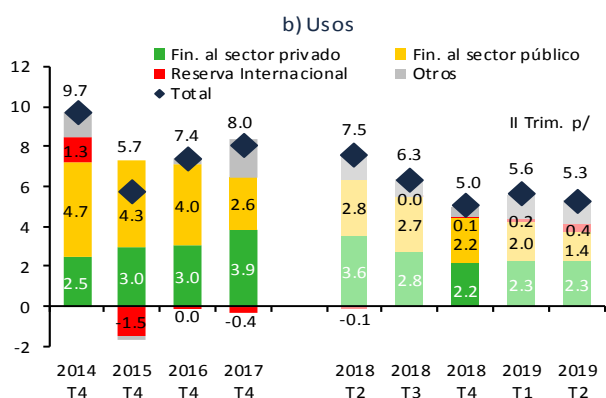
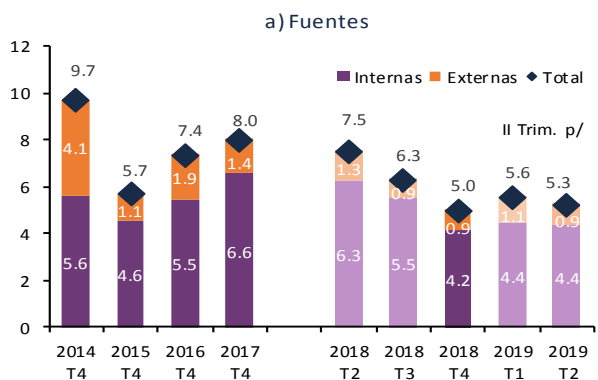
^{8/} Considera las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, intermediarios financieros no bancarios, Infonavit y Banco de México (incluyendo los títulos colocados con propósitos de regulación monetaria, como aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación), pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 38

Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

Flujos anuales como porcentaje del PIB



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1. Los rubros de Financiamiento al Sector Público y Otros difieren del Cuadro 1 ya que se excluye el efecto de la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal.

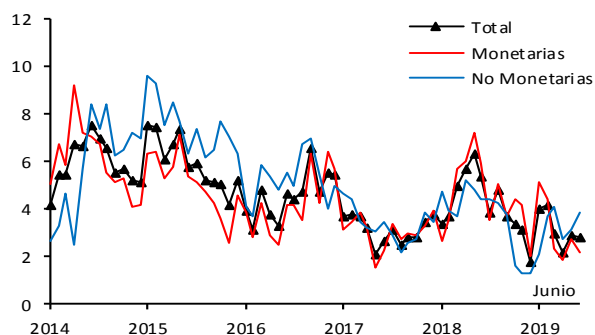
Fuente: Banco de México.

Gráfica 39

Fuentes de Recursos Financieros

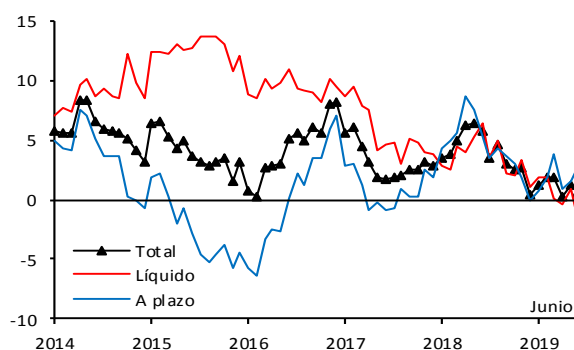
a) Fuentes Internas (F1)

Variación real anual en por ciento



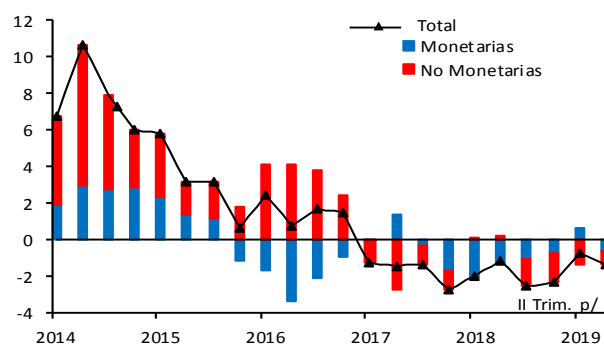
b) Agregado Monetario M2

Variación real anual en por ciento



c) Fuentes Externas

Variación real anual en por ciento y contribución al crecimiento



p/ Cifras preliminares.

Nota: Las definiciones de cada rubro se muestran en el Cuadro 1.

Fuente: Banco de México.

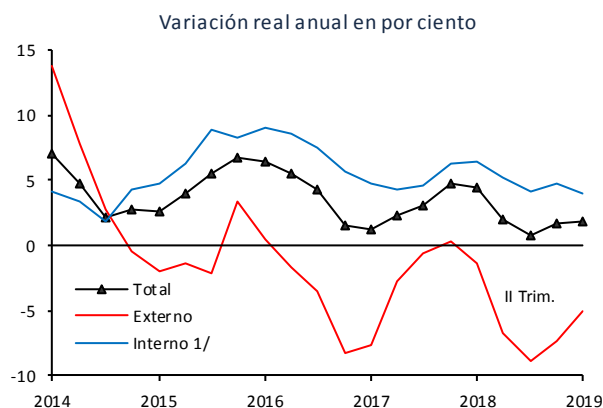
A su interior se observó un comportamiento diferenciado. Por un lado, las fuentes monetarias (M3) continuaron exhibiendo una desaceleración respecto a la primera mitad de 2018. En particular, se registró un flujo anual de 2.5% del PIB al segundo trimestre de 2019, cifra equivalente a la del trimestre anterior e inferior a la de años previos, en los cuales se registró un promedio de 3.4% del PIB entre 2015 y hasta la primera mitad de 2018 (Gráfica 39a). Ello es consistente con el menor dinamismo en la actividad económica y la moderación en la creación de empleos en el primer semestre del año. Dicha dinámica conllevaría a una menor demanda de dinero en sentido amplio por parte del sector privado por motivos transaccionales. Adicionalmente, el sector privado aún estaría recomponiendo su portafolio hacia instrumentos a plazo como resultado del mayor rendimiento relativo que estos ofrecen. Lo anterior explicaría que la desaceleración en los agregados monetarios se observe sobre todo en M1, mientras que la tenencia de instrumentos a plazo —registrada

en los agregados monetarios más amplios— se ha incrementado, reflejando principalmente un mayor ahorro financiero de los hogares (Gráfica 39b). Por otro lado, las fuentes no monetarias registraron un flujo de 1.8% del PIB durante el trimestre que se reporta, cifra muy similar a la observada durante el trimestre anterior (1.9% del PIB; Gráfica 39a). Ello se explica por un crecimiento de los fondos para el retiro similar al del trimestre previo, lo cual se ha observado en un entorno en el que los activos financieros internos han registrado un desempeño favorable.

Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, el financiamiento al sector público se situó en 1.4% del PIB, cifra inferior a la observada el trimestre anterior (2.0% del PIB) y que se compara con un flujo de 2.2% del PIB al cierre del año anterior. Este menor financiamiento al sector público refleja balances que han resultado más superavitarios con respecto a lo programado en el primer semestre del año. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó en 178.9 miles de millones de dólares (m.m.d.) al segundo trimestre de 2019, cifra ligeramente superior a la observada al cierre del trimestre anterior (176.6 m.m.d.). Asimismo, el flujo anual del financiamiento total al sector privado no financiero fue similar al del trimestre previo (2.3% del PIB). Así, en los últimos tres trimestres este flujo de financiamiento se ha situado en los niveles más bajos registrados desde el tercer trimestre de 2015. Ese comportamiento es congruente con la pérdida de dinamismo de la actividad económica observada este año. A su interior, el financiamiento externo siguió presentando un flujo anual negativo por cuarto trimestre consecutivo. Al respecto, en este trimestre se observó una importante colocación de deuda privada en el exterior, debido a la presencia de condiciones más favorables en los mercados internacionales. Las empresas emisoras reportaron que dos terceras partes de estos recursos se utilizarían para refinanciar pasivos.

De esta forma, el saldo del financiamiento total al sector privado no financiero se expandió a una tasa real anual de 1.8% en el trimestre que se reporta, cifra similar a la del primer trimestre de 1.6% (Gráfica 40). La siguiente sección ofrece mayores detalles sobre la evolución del financiamiento a los sectores público y privado.

Gráfica 40
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero



† Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía ⁴

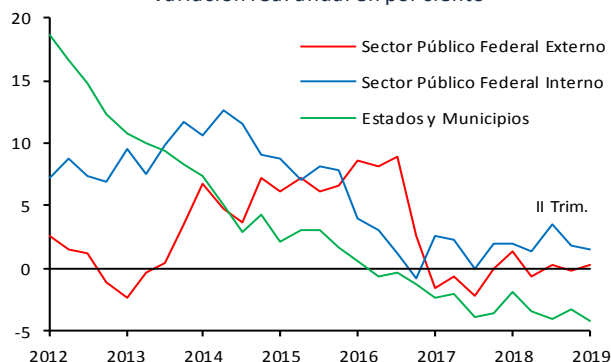
A partir de 2016 el Gobierno Federal implementó un ajuste a la postura fiscal que redujo los requerimientos de financiamiento al sector público. Con ello, el financiamiento bruto interno y externo al sector público federal ha presentado un bajo ritmo de expansión, dinamismo que persiste al primer semestre de 2019.⁵ Asimismo, desde el tercer trimestre de 2016 los estados y municipios han registrado una contracción en su utilización de recursos financieros (Gráfica 41).

⁴ En esta sección se analiza con mayor detenimiento la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, entendido como el financiamiento bruto que reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero —empresas y hogares—.

⁵ El financiamiento bruto al sector público considera al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios.

A diferencia del Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), que es una medida de endeudamiento neto y que además considera pasivos contingentes, esta medida de financiamiento no contempla su tenencia de activos financieros, ni otros pasivos de este sector, tales como los correspondientes al IPAB y Fonadin, las obligaciones de la Ley del ISSSTE, los bonos de pensión de Pemex y CFE, entre otros.

Gráfica 41
Financiamiento al Sector Público No Financiero
 Variación real anual en por ciento



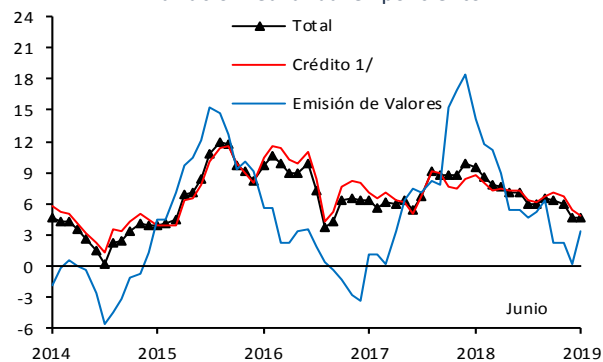
Fuente: Banco de México.

Por su parte, en cuanto al saldo del financiamiento interno, el canalizado a las empresas continúa creciendo a tasas elevadas, si bien desde el tercer trimestre de 2018 ha perdido dinamismo. En el margen, la variación real anual del financiamiento interno a las empresas fue de 4.7% en el segundo trimestre de 2019, mientras que fue de 6.3% en el primer trimestre (Gráfica 42). En el mercado de deuda interna se observó un incremento en la emisión con respecto al trimestre previo (Gráfica 43). De igual manera que en el mercado externo, las empresas emisoras reportaron que la mayoría de los títulos internos adicionales servirían principalmente para refinanciar pasivos. Así, la pérdida de dinamismo del financiamiento interno a las empresas se explica principalmente por el menor crecimiento del crédito de la banca comercial (Gráfica 44). A su interior, el segmento de empresas grandes continuó presentando tasas de expansión relativamente elevadas, mientras que el crédito destinado a las empresas pequeñas y medianas mantuvo un bajo ritmo de crecimiento. De acuerdo a la encuesta a bancos (EnBan),⁶ un factor que pudo haber limitado la canalización de crédito a las empresas pequeñas y medianas fue la reciente reducción en el otorgamiento de garantías de crédito por parte de la banca de desarrollo. Al respecto, en la última semana de julio la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

(SHCP) anunció, entre otras medidas para apoyar a la actividad económica, que a través de la banca de desarrollo se otorgarán nuevos créditos y garantías a más de 130 mil pequeñas y medianas empresas y 370 mil micronegocios. Esta reactivación en el programa de garantías de la banca de desarrollo podría tener un efecto positivo en el otorgamiento de crédito de la banca comercial a dicho segmento en el segundo semestre de 2019.

De acuerdo a las encuestas que realiza el Banco de México, tanto a las empresas como a la banca comercial, el menor crecimiento del crédito bancario parece ser congruente con una reducción de la demanda por parte tanto de empresas grandes como de las empresas pequeñas y medianas. Ello fue resultado principalmente de una disminución de la demanda de crédito asociada a la inversión en activos fijos en un contexto en el que la inversión fija bruta siguió presentando una tendencia negativa.⁷ Por su parte, los bancos comerciales reportaron un incremento en el uso de recursos derivado de la mayor necesidad de reestructuración de pasivos, en particular entre las empresas grandes (Gráfica 45).

Gráfica 42
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas
No Financieras^{1/}
 Variación real anual en por ciento



^{1/} Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

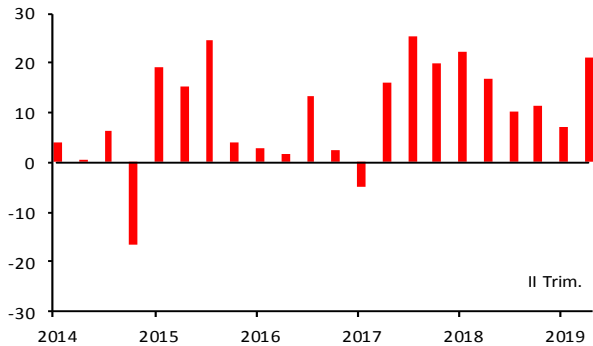
⁶ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario durante el trimestre Abril – Junio de 2019, disponible en la siguiente liga:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/encuesta-sobre-condiciones-generales-y-estandares-/condiciones-en-credito-bancar.html>

⁷ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa sobre la Evolución Trimestral del Financiamiento a las Empresas durante el trimestre Abril – Junio de 2019, disponible en la siguiente liga:

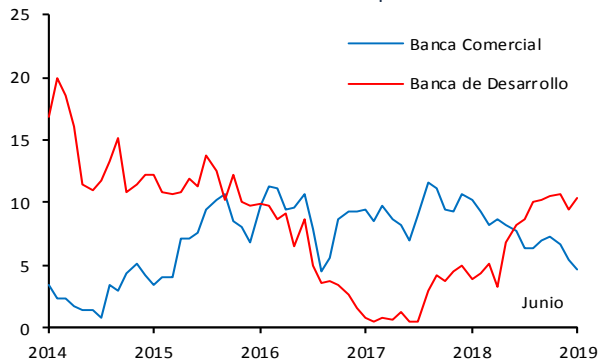
<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/evolucion-trimestral-del-financiamiento-a-las-empr/evolucion-del-financiamiento-.html>

Gráfica 43
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de
Empresas Privadas No Financieras ^{1/}
 Miles de millones de pesos



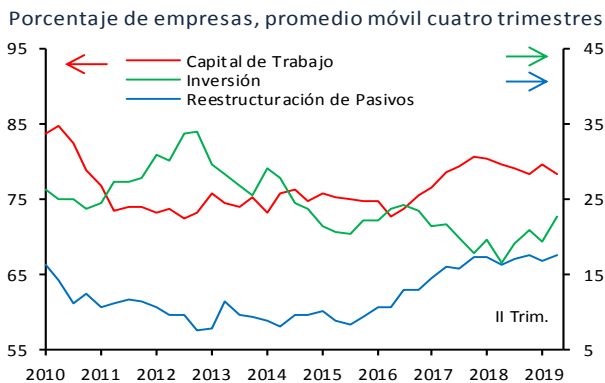
^{1/} Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
 Fuente: Banco de México.

Gráfica 44
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
 Variación real anual en por ciento

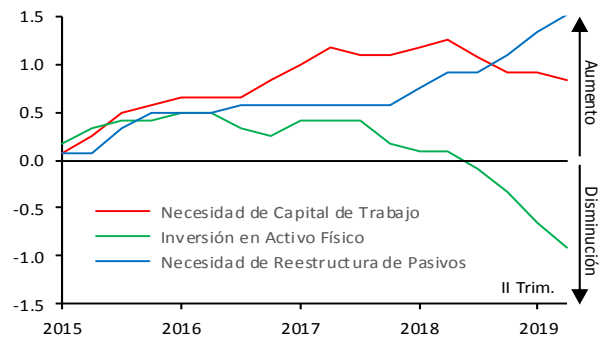


Fuente: Banco de México.

Gráfica 45
Uso de Crédito Bancario por parte de Empresas Grandes
 a) Destino Principal del Nuevo Crédito Bancario según
 Empresas con más de 100 Empleados



b) Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de
 Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en
 el Segmento
 Índice de difusión acumulado ^{1/}

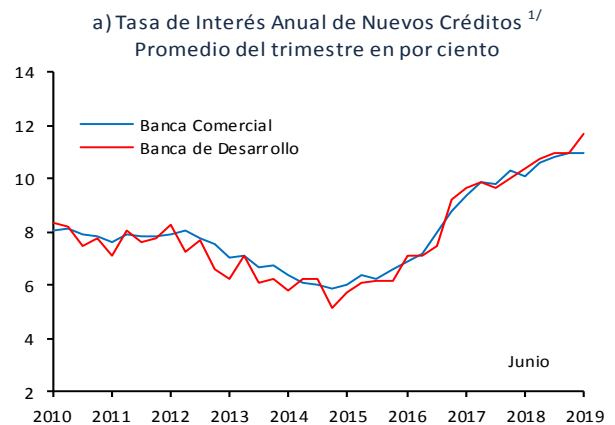


^{1/} Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.

Fuente: Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio (EECMC) y Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

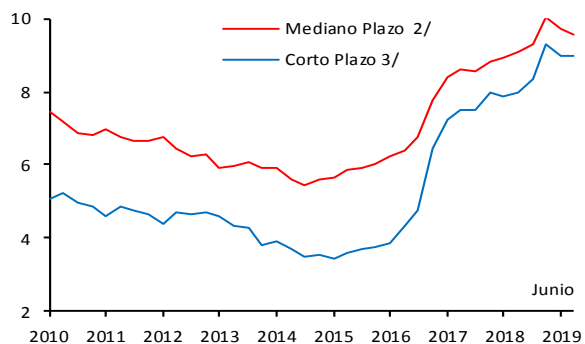
Respecto a las condiciones de financiamiento, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que hubo un apretamiento de los estándares de otorgamiento de crédito en el segmento de empresas pequeñas y medianas.⁸ No obstante, en el segundo trimestre de 2019 los costos del financiamiento a las empresas privadas no financieras, en general, no presentaron cambios significativos con respecto al trimestre previo, si bien permanecieron en niveles elevados (Gráfica 46).

Gráfica 46
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No
Financieras



⁸ El grupo de bancos con mayor participación de mercado representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente.

b) Tasas de Interés Anual de Valores Privados
Promedio del trimestre en por ciento



1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos convenidos.

2/ Rendimiento al vencimiento promedio ponderado de colocaciones de deuda con plazo mayor a un año al cierre del mes.

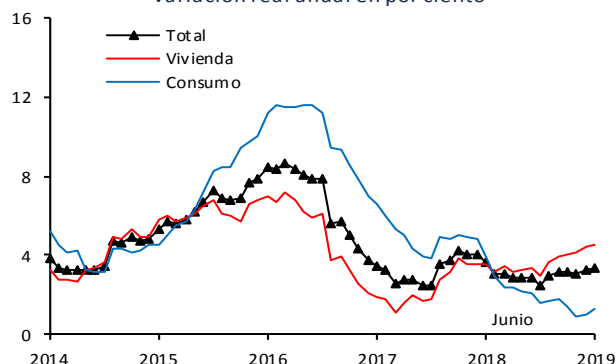
3/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada con plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.

Fuente: Banco de México.

El saldo del crédito a los hogares presentó un crecimiento real anual similar al del primer trimestre del año. En efecto, en junio su variación real anual fue de 3.4%, mientras que en marzo tuvo un incremento de 3.1%. A su interior, continuó observándose cierta heterogeneidad. Por un lado, la tasa de expansión del crédito a la vivienda se ha venido acelerando, al registrar una tasa de crecimiento real anual de 4.6% en el segundo trimestre, que se compara con la de 4.1% observada en el primer trimestre. Por otro lado, el crédito al consumo mantuvo un bajo crecimiento, que en el trimestre que se reporta fue de 1.3%, similar al del trimestre previo de 1.4%. Ello nuevamente es consistente con el menor dinamismo exhibido por el consumo privado desde el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 47).

Gráfica 47

Crédito Total a los Hogares 1/
Variación real anual en por ciento

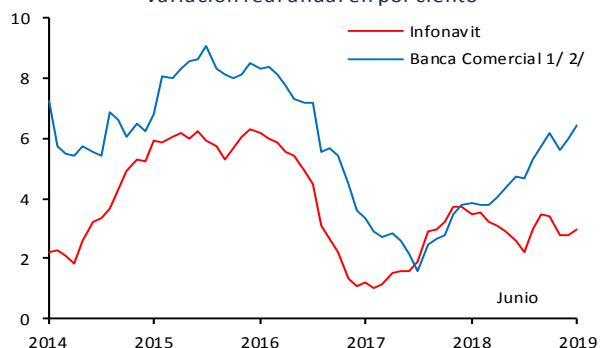


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

Fuente: Banco de México.

A su interior, en el trimestre de referencia el crédito hipotecario otorgado por el Infonavit presentó un crecimiento inferior al observado en el trimestre previo. Por su parte, la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo la recuperación en su ritmo de expansión que ha presentado desde 2018 (Gráfica 48). Esto último podría estar explicado, de acuerdo con la EnBan, por una mayor demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del segundo trimestre de 2018. Respecto a las condiciones del crédito, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que los estándares de otorgamiento continuaron sin mostrar cambios significativos, mientras que las tasas de interés de los nuevos créditos de la banca comercial para la adquisición de vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017. Al respecto, cabe señalar que la política monetaria ha contribuido a contener las primas de riesgo inflacionarias, que inciden en las tasas de interés de largo plazo (Gráfica 49).

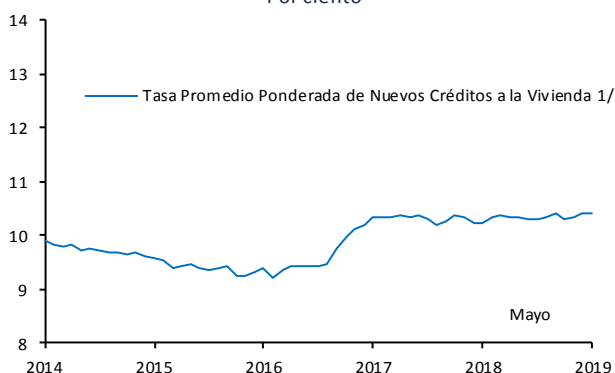
Gráfica 48
Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento



1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.
2/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 49
Tasa de Interés Anual del Crédito a la Vivienda
Por ciento

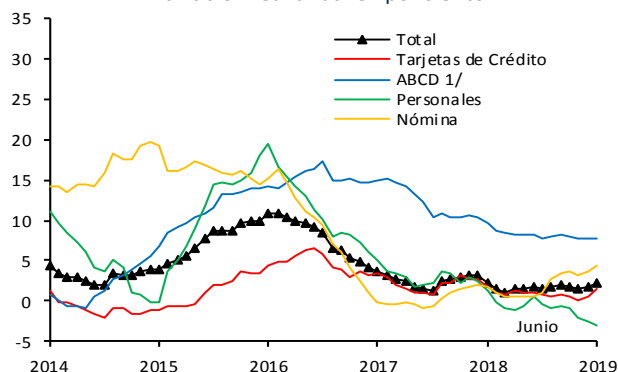


1/ Tasa promedio ponderada por el saldo asociado de crédito vigente. Incluye créditos para la adquisición de vivienda nueva y usada.

Fuente: Banco de México.

En contraste, el crédito de la banca comercial al consumo mantuvo el bajo ritmo de expansión registrado a partir del segundo semestre de 2018 (Gráfica 50). Ello en un entorno en el que, de acuerdo con la EnBan, si bien los bancos con mayor participación de mercado señalaron que en el segundo trimestre de 2019 hubo una menor debilidad de la demanda de crédito con relación al trimestre previo, también reportaron que las condiciones de otorgamiento de crédito al consumo continúan siendo apretadas. Respecto a las tasas de interés de los créditos al consumo, con información hasta abril de este año se observa que aquellas asociadas a las tarjetas de crédito y créditos personales se incrementaron durante el año (Gráfica 51).

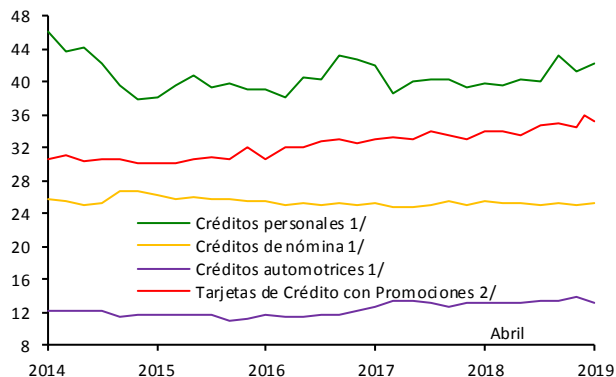
Gráfica 50
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
Variación real anual en por ciento



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

Fuente: Banco de México.

Gráfica 51
Tasa de Interés Anual del Crédito al Consumo
Por ciento



1/ La fuente es el formulario de créditos al consumo no revolventes. Se refiere a la tasa promedio ponderada de nuevos créditos, se excluyen créditos vencidos, atrasados o en reestructura, otorgados a personas relacionadas con la institución, créditos otorgados en condiciones preferenciales a sus empleados, así como créditos que no están en moneda nacional.

2/ La fuente es la base de datos de información relativa a tarjetas de crédito. Se refiere a la tasa promedio ponderada de tarjetas de crédito vigentes y de uso generalizado de clientes no totaleros.

Fuente: Banco de México.

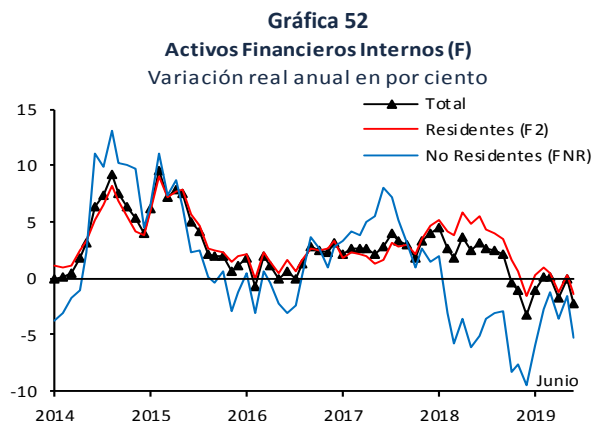
En suma, las fuentes de recursos financieros acentuaron la desaceleración que se ha observado desde la segunda mitad de 2018 y continúan expandiéndose a un ritmo bajo respecto a años anteriores. Ello, a su vez, es congruente con la desaceleración en la actividad económica que se ha venido registrando durante el año. Ante este panorama, y considerando que persisten riesgos que podrían limitar la disponibilidad de recursos financieros, es importante perseverar en el fortalecimiento del marco macroeconómico del país. A ello contribuirá de manera importante consolidar

sosteniblemente las finanzas públicas, en particular que se cumpla con la meta fiscal para 2019 y que el Paquete Económico para 2020 genere confianza. Lo anterior deberá considerar las implicaciones que pudiera tener el Plan de Negocios de Pemex 2019-2023 (ver Recuadro 3 para un recuento de los principales elementos de dicho Plan). Asimismo, se debe atender el deterioro en las calificaciones crediticias soberana y de Pemex.

Cabe destacar en este contexto, que en la última semana de julio, la SHCP anunció un paquete de medidas para impulsar a la economía nacional. En particular, son tres acciones mediante las cuales el gobierno planea orientar recursos a la economía: i) acelerar la creación de infraestructura detonando proyectos sin impacto presupuestal (inversión impulsada); ii) otorgar créditos a pequeñas y medianas empresas, y a trabajadores a través de distintos programas de la banca de desarrollo; y, iii) ejecutar las contrataciones de bienes y servicios presupuestadas en 2019 y realizar licitaciones anticipadas del Gobierno Federal del ejercicio fiscal 2020.⁹ Estas acciones no representan una presión adicional sobre el presupuesto. Adicionalmente, en su informe de Finanzas Públicas al Segundo Trimestre de 2019, la SHCP revisó a la baja su perspectiva de crecimiento económico y de la plataforma de producción de crudo para 2019, lo que resultó en menores ingresos estimados para el año respecto de su previsión anterior, mismos que serán en parte compensados mediante el uso de recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Presupuestarios.

2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F)¹⁰

En el segundo trimestre de 2019 los activos financieros internos —medidos por el agregado F— registraron un crecimiento anual en términos reales de -2.2%, lo cual se compara con la contracción registrada al cierre de 2018 de -3.3% (Gráfica 52). Las tasas anuales negativas reflejan, por un lado, la pérdida de dinamismo en el ritmo de crecimiento de las fuentes de recursos financieros observada desde la segunda mitad de 2018 y, por otra parte, efectos devaluación asociados principalmente a cambios en el precio de las acciones emitidas por empresas mexicanas. A su interior, los activos financieros en poder de residentes —medidos en el agregado F2— registraron un crecimiento real anual de -1.4% en el trimestre de referencia, cifra similar a la observada al cierre de 2018 (-1.6%). Por otro lado, los activos financieros internos en poder de no residentes —medidos en el agregado FNR— registraron una contracción de -5.3% real anual durante el segundo trimestre de 2019, una reducción de menor magnitud a la observada al cierre de 2018 (-9.6%).



Fuente: Banco de México.

⁹ Véase Comunicado de Prensa No. 071 Gobierno de México, Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 29 de julio de 2019.

¹⁰ Para mayor información sobre el cálculo de estos indicadores, consultar la nota metodológica “Redefinición de los agregados monetarios y medición de los activos financieros internos”, disponible en la siguiente liga:

<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/agregados-monetarios-y-actividad-financiera/metodologia/%7BBC0BC472-BB40-A80B-5BAA-0BC43DF162E2%7D.pdf>.

Recuadro 3. Plan de Negocios de PEMEX

1. Antecedentes

Desde hace 15 años, PEMEX ha enfrentado una serie de retos estructurales. Después de alcanzar un máximo en la plataforma de producción de crudo de 3.4 millones de barriles diarios (m.b.d.) en 2004, la empresa ha registrado una caída continua en su producción. Entre 2004 y 2014, la producción de petróleo disminuyó 1 m.b.d. como consecuencia de que el campo Cantarell comenzó su etapa de declive acelerado (Gráfica 1). Buscando revertir lo anterior, en el mismo periodo la inversión física de PEMEX aumentó en más de 100% hasta alcanzar un nivel en 2014 de 368 miles de millones de pesos (m.m.p.) constantes de 2019. Si bien ello mitigó la caída en la producción de crudo, no logró revertirla.

A su vez, a mediados de 2014 se observó una caída pronunciada en los precios internacionales del petróleo que incrementó las vulnerabilidades de la empresa y, por ende, condujo a que esta ajustara su gasto, principalmente en inversión de capital, mediante algunos recortes en 2015 que fueron seguidos por medidas extraordinarias en 2016 y 2017. Dichos recortes en inversión se tradujeron en nuevas caídas en la producción. Cabe destacar las consecuencias de lo anterior sobre el crecimiento de la economía en su conjunto, toda vez que la trayectoria decreciente de la producción tuvo una contribución negativa en el crecimiento del PIB de 40 puntos base anuales entre 2015 y 2018.

Dada la elevada carga fiscal que seguía enfrentando la empresa, los recortes no resultaron suficientes para generar un balance financiero superavitario. Esto, aunado a la depreciación del tipo de cambio y a las consecuencias de haber llevado a cabo algunos proyectos que no resultaron productivos, llevó a que la razón deuda a PIB de la empresa mostrara una trayectoria ascendente, alcanzando al cierre de 2018 un nivel de 8.5% del PIB, más de 2 puntos del PIB por arriba de su nivel de 2014.

En este contexto de caída en la producción, baja inversión y niveles elevados de deuda, la administración actual ha reorientado los objetivos de la empresa hacia la búsqueda de una mayor autosuficiencia energética, planteando un énfasis en las actividades de refinación y modificando el modelo con el cual PEMEX interactúa con empresas privadas, el cual regresaría a un esquema de contratos de servicios en lugar del esquema de asociación promovido en los últimos años.

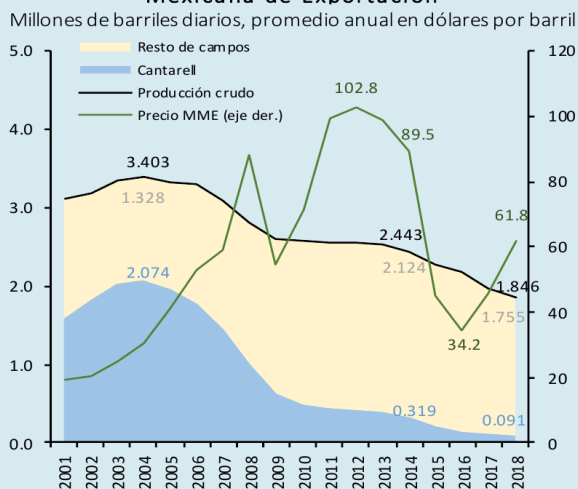
Ante dicho entorno, analistas de mercado y agencias calificadoras han expresado cuestionamientos sobre la sostenibilidad financiera de la empresa. Así, en 2018 y lo que va de 2019, tres agencias calificadoras han tomado acciones sobre la calificación crediticia de PEMEX: Fitch la redujo en dos ocasiones, y Standard & Poor's (S&P) y Moody's modificaron la perspectiva de la deuda de PEMEX de estable a negativa. Ambos cambios de perspectiva sucedieron a una acción similar sobre el soberano (Gráfica 2).¹

Fitch. Ajustó la perspectiva de la calificación de PEMEX de estable a negativa en octubre de 2018, y en enero de 2019 redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de la empresa, de 'BBB+' a 'BBB-', manteniendo la perspectiva negativa.²

- i) El deterioro continuo del perfil crediticio individual de la empresa (*stand alone credit profile*).
- ii) El monto de inversión insuficiente para reponer reservas.
- iii) Un ajuste a la baja sobre el incentivo del Gobierno Federal para apoyar a la compañía a "fuerte" desde "muy fuerte".³

En junio de 2019, la misma agencia redujo la calificación a 'BB+' y mantuvo la perspectiva en negativa. Con este cambio, la nueva calificación se ubicó por debajo del nivel considerado grado de inversión por la calificadoras. La acción se dio posterior a la baja en la calificación del soberano realizada el 5 de junio de 2019. En su comunicado, la agencia resaltó:⁴

Gráfica 1
Producción de Crudo y Precio de la Mezcla Mexicana de Exportación



Fuente: Pemex.

¹ Ver Recuadro 7 del Informe Trimestral, julio-septiembre de 2018; y Recuadro 2 del Reporte de Estabilidad Financiera, junio 2019.
² Ver "Rating Action: Fitch ratifica a PEMEX en 'AAA(mex)'; revisa perspectiva a negativa en escala internacional", Fitch Ratings a 19 de octubre de 2018; y, "Rating Action: Fitch baja calificación de PEMEX a 'AA(mex)'; perspectiva negativa", Fitch Ratings a 29 de enero de 2019.

³ De acuerdo con Fitch, las acciones insuficientes en diciembre y enero por parte del Gobierno para estabilizar el deterioro del perfil crediticio de PEMEX era un indicativo de que el Gobierno no había reconocido la viabilidad financiera de la empresa y la importancia estratégica de la empresa para el Gobierno y el país.
⁴ Ver "Rating Action: Fitch baja calificaciones de PEMEX acorde con soberano", Fitch Ratings a 6 de junio de 2019.

- i) El perfil crediticio individual débil de la compañía y una acción insuficiente del Gobierno para fortalecer su estructura de capital. Si bien la calificadora reconoció las medidas de recorte de costos de PEMEX y los apoyos anunciados por parte del Gobierno Federal, consideraba que la compañía continúa sin invertir lo suficiente en exploración y producción, lo que puede llevar a una disminución en la producción y las reservas.
- ii) Que la baja de calificación del soberano reflejó la debilidad continua de las perspectivas macroeconómicas, agravadas por amenazas externas por la tensión comercial, cierta incertidumbre de las políticas nacionales y limitaciones fiscales que persisten.

S&P. Modificó la perspectiva de la deuda de PEMEX en marzo de 2019, aunque señaló que considera que existe una probabilidad casi cierta de respaldo por parte del Gobierno Federal a la compañía en caso de dificultades financieras.⁵

Moody's. Modificó la perspectiva de la deuda de PEMEX en junio de 2019, considerando:⁶

- i) Un deterioro en la evaluación del riesgo crediticio base impulsada por la disminución de las reservas probadas y un nivel de inversión de capital por debajo del requerido para la sustitución de reservas.
- ii) La construcción de una refinería con costos y tiempos de terminación inciertos.

En este contexto de importantes retos, el 17 de julio de 2019 se publicó el “Plan de Negocios de Petróleos Mexicanos y sus Empresas Subsidiarias 2019–2023” (Plan de Negocios de PEMEX) que establece los lineamientos estratégicos de la empresa para los próximos años. En este se establecen las metas anuales para la producción y refinación hasta 2030, así como la inversión requerida consistente con dichas metas, sus fuentes de financiamiento y el balance financiero resultante.

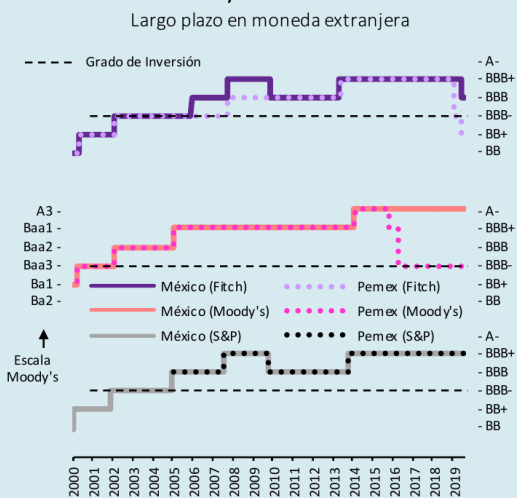
2. Descripción del Plan de Negocios de PEMEX

De acuerdo con el diagnóstico del Plan, PEMEX enfrenta tres problemas estructurales que afectan de manera negativa su desempeño financiero: i) una elevada carga impositiva; ii) un alto nivel y costo de la deuda; y, iii) bajos niveles de inversión que impactan negativamente en los resultados de producción de hidrocarburos y sus derivados.

Con el fin de hacer frente a estos retos, PEMEX buscará incrementar la producción de petróleo crudo y gas a través de un cambio en la política de inversión, dejando de invertir en aguas profundas y concentrando los esfuerzos de inversión en el desarrollo de campos terrestres y en aguas someras, así como elevar los niveles de inversión para refinación, incluyendo la construcción de una nueva refinería. En particular, los principales objetivos prospectivos del Plan de Negocios son (Gráfica 3):

1. La plataforma de producción de crudo alcanzaría un nivel de 2.7 m.b.d. en 2024, y un nivel máximo de 3.0 m.b.d. en 2027.
2. La plataforma de refinación alcanzaría un nivel de 1.5 m.b.d. a partir de 2024. Lo anterior se observaría por un aumento gradual en la utilización de la capacidad instalada en las seis refinerías existentes y la incorporación de la refinería en Dos Bocas.
3. El balance financiero consolidado observaría un superávit de 38 m.m.p. a partir de 2021, alcanzando un nivel máximo en 2028 de 459 m.m.p. (pesos reales de 2019).

Gráfica 2
Evolución de la Calificación Crediticia de México y PEMEX



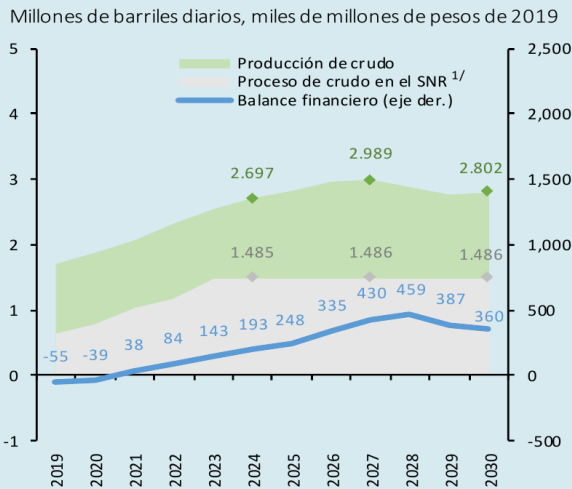
Nota: Las líneas punteadas determinan el grado de inversión en la escala de cada una de las agencias calificadoras. La escala de calificación de Moody's fue homologada con las escalas que utilizan S&P y Fitch para facilitar su comparación.

Fuente: Fitch, Moody's y S&P.

⁵ Ver “Rating Action: S&P Global Ratings revisa perspectiva de PEMEX a negativa tras acción similar sobre el soberano; baja perfil crediticio individual a 'b-' desde 'bb-' por debilidad de fundamentos crediticios”, S&P a 4 de marzo de 2019.

⁶ Ver “Rating Action: Moody's afirma las calificaciones de PEMEX de Aa3.mx / Baa3 en escala nacional y global”, Moody's a 6 de junio de 2019.

Gráfica 3
Objetivos Prospectivos del Plan de Negocios:
Producción, Proceso de Crudo y Balance
Financiero de PEMEX



1/ Sistema Nacional de Refinación.

Fuente: Plan de Negocios de PEMEX.

Para alcanzar lo anterior, la empresa plantea mantener un endeudamiento neto de cero en términos reales. De acuerdo al Plan, la inversión requerida por PEMEX Exploración y Producción (PEP) para conseguir los niveles estimados de producción sería de alrededor de 300 m.m.p. (pesos reales de 2019) en promedio para cada año entre 2019 y 2030. Cabe señalar que la inversión promedio de PEP en 2016-2018 fue de 207 m.m.p. (pesos reales de 2019). Los recursos necesarios para financiar estas actividades provendrían de tres fuentes, en adición a los ingresos propios de la empresa (ver Gráfica 4).

- Reducción temporal de la carga fiscal de la empresa.** El Gobierno Federal apoyará a PEMEX los primeros tres años de la administración a través de reducir la tasa del Derecho de Utilidad Compartida (DUC), el derecho más importante que paga PEMEX.⁷
- Aportaciones de capital** del Gobierno Federal a PEMEX.⁸
- Inversión de empresas privadas** a través de Contratos de Servicios Integrales de Exploración y Extracción (CSIEEs).⁹

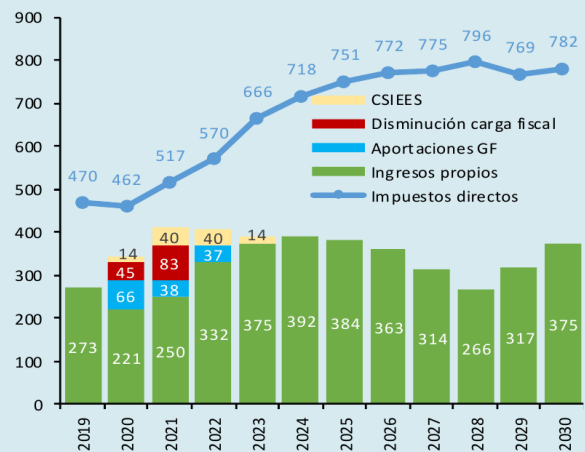
⁷ El DUC se calcula como un porcentaje de la utilidad operativa, la cual está definida como el valor de la producción de hidrocarburos neto de deducciones autorizadas. Entre 2015 y 2018, en promedio el DUC representó 1.7 puntos del PIB, lo cual correspondió a 85% de los ingresos petroleros del Gobierno Federal. La tasa de este derecho pasaría de 65% en 2019, a 58% y 54%, en 2020 y 2021, respectivamente. PEMEX estima que esta reducción implicaría una disminución de su carga fiscal en 2020 y 2021 por 45 y 83 miles de millones de pesos (m.m.p.), respectivamente.

⁸ Las aportaciones de capital serían de 66 m.m.p. en 2020, 38 m.m.p. en 2021, y 37 m.m.p. en 2022. La mayor parte de los recursos de estas aportaciones financiarán la refinería de Dos Bocas, la cual fue clasificada como un proyecto estratégico del Gobierno Federal.

⁹ Estos contratos están diseñados bajo un horizonte de entre 15 y 25 años donde PEMEX recibe toda la producción a cambio de una tarifa que se le paga al contratista privado por cada barril extraído. El inversionista privado realiza las

Gráfica 4
Fuentes de Inversión e Impuestos Directos
Pagados por Pemex

Miles de millones de pesos de 2019



Fuente: Plan de Negocios de PEMEX.

El Plan contempla que el aumento de la producción permita que los impuestos directos pagados por la empresa eventualmente muestren una trayectoria ascendente (Gráfica 4).

3. Perspectivas de las agencias calificadoras posteriores a la publicación del Plan de PEMEX

Desde la publicación del Plan, tres agencias calificadoras han emitido comentarios donde persisten algunas preocupaciones, si bien hasta el momento no se han tomado acciones adicionales sobre la calificación o su perspectiva.

El 17 de julio, en comentarios a medios, Moody's informó que consideran que el apoyo otorgado por el Gobierno Federal a PEMEX no sería suficiente para mantener de forma sostenida la producción y que estima que la inversión anunciada no evitaría que las reservas disminuyan, por lo que consideró que las metas de producción serían algo optimistas.¹⁰

A pesar de eso, aseguraron que el Plan de negocios de PEMEX no cambia su expectativa sobre el desempeño financiero y operativo de la empresa petrolera, aunque les da mayor claridad sobre el apoyo planeado del Gobierno en 2020, por lo

actividades pactadas en el contrato aportando el 100% de la inversión de capital (CAPEX) y del gasto de operación (OPEX) que el contratista deberá cubrir a partir de la tarifa que reciba, aunque no se descarta que haya una recuperación de costos en componentes de mayor riesgo. La remuneración al inversionista privado se realiza a través de una tarifa en dólares por unidad de hidrocarburo producido, por lo que el pago es contingente al flujo de efectivo disponible. Esta tarifa se define en función del riesgo, de las inversiones requeridas y de la eficiencia operativa. Cada proyecto puede tener diferentes tarifas dependiendo de la etapa del desarrollo. Para agilizar los pagos de la tarifa se están considerando crear de fideicomisos segregados.

¹⁰ Ver "Plan de negocios de mexicana Pemex no reduce riesgo de baja en nota: analista de Moody's", Reuters a 18 de julio de 2019. También ver <https://bit.ly/2Ghgu2V>.

que continuarán evaluando la evolución de los resultados operativos y financieros que reporte PEMEX en relación a sus estimaciones. En este contexto, Moody's previó que si el desempeño de la empresa productiva se mantiene en línea o incluso por arriba de sus expectativas, entonces evaluarían la perspectiva negativa hacia 2020, de manera consistente con el horizonte de tiempo en el que se evaluará la perspectiva de la calificación soberana de México.¹¹

Por su parte, el 22 de julio Standard & Poor's comentó que con el Plan de PEMEX, la empresa recobraría su papel cuasi-monopolístico en la exploración y producción de petróleo, al tiempo que fortalece sus actividades de transformación industrial. En general, la calificadora considera que la estrategia reflejada en el Plan:¹²

- i) Incrementa la exposición de la empresa a riesgos de ejecución inherentes en el negocio.
- ii) Prioriza objetivos de corto plazo.
- iii) Genera dudas sobre la sostenibilidad de largo plazo de la empresa.

La calificadora destacó que la menor participación de empresas privadas en el sector subestima el valor que pueden agregar las asociaciones por su experiencia y tecnología, al tiempo que señaló que los incentivos de los contratos de servicios podrían ser insuficientes. S&P también comentó que la meta de producción de crudo es ambiciosa, mientras que desviaciones en el tiempo o la magnitud de dicha trayectoria mermarían el flujo de efectivo de la compañía y posiblemente detonarían un ajuste de su plan de inversiones. Además señaló que si el agotamiento de las reservas probadas no es acompañado por inversión que las reemplace, PEMEX podría agotar sus reservas en el mediano plazo. Por último, la agencia calificadora enfatizó que su evaluación continúa reflejando la expectativa de una probabilidad "casi cierta" de apoyo por parte del Gobierno Federal en un escenario de estrés por lo que por el momento no prevé cambiar la calificación de la empresa.

Finalmente, el 12 de agosto, Fitch emitió un reporte mediante el cual plantea que las métricas crediticias de PEMEX se debilitarían si la compañía ejecuta su plan de negocios en los términos planteados. Lo anterior sería resultado de que la calificadora estima que el plan de inversión de PEMEX implicaría una tasa de restitución de reservas de 50%, por lo que considera que se generaría una reducción significativa de las reservas a mediano y largo plazo. La agencia también considera poco probable que el desarrollo de los 22 nuevos campos petroleros por parte de PEMEX frene por completo la caída en la producción, si bien podrían ayudar a mitigarla.¹³

¹¹ Ver "Plan de negocios de mexicana Pemex no reduce riesgo de baja en nota: analista de Moody's", Reuters a 18 de julio de 2019. También ver <https://bit.ly/2XOeObW>.

¹² Ver "Plan de negocios de PEMEX: Vuelta en U puede ser una maniobra riesgosa", S&P a 22 de julio de 2019.

4. Consideraciones Finales

El Plan de Negocios de PEMEX proporcionó información relevante sobre las metas de inversión y producción que el Gobierno planea para la empresa, así como el apoyo fiscal que el Gobierno otorgará para alcanzarlas. Dicho apoyo requeriría realizar ajustes equivalentes en las finanzas públicas en 2020 y 2021 para mantener la solidez del marco macroeconómico.

El Plan también establece una hoja de ruta para la empresa con metas precisas de producción, inversión, endeudamiento y balance financiero, que serán monitoreadas por las agencias calificadoras y por los demás participantes de los mercados financieros. Al respecto, si bien el Plan de Negocios, por su diseño, se concentra en las acciones de 2020 en adelante, las agencias calificadoras también han señalado que darán seguimiento a la evolución de los resultados de la empresa durante los últimos trimestres de 2019, en un contexto donde la Secretaría de Hacienda ha estimado que los ingresos petroleros serán menores a los programados. Por ello, cumplir con los objetivos del Plan es de suma importancia dado el peso de PEMEX en las finanzas públicas.

Más allá del impacto de corto y mediano plazo, una reducción sostenible de la carga fiscal de la empresa productiva del Estado, aunado a una consolidación de los pasivos de largo plazo que lleve a un saneamiento de su situación financiera, podría coadyuvar a revertir la contribución negativa sobre el crecimiento económico que la producción petrolera ha mostrado desde hace varios años.

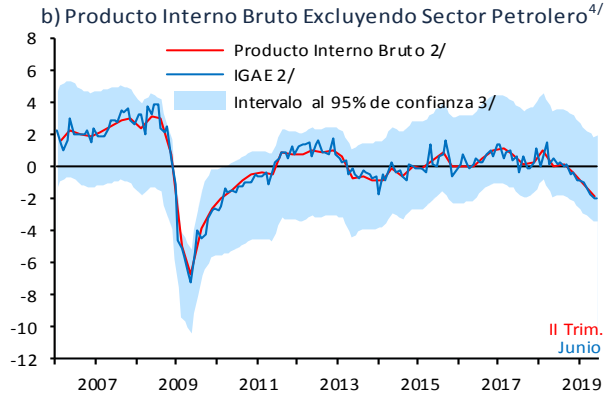
Por su parte, la guía de la OCDE para empresas estatales recomienda que las actividades de la empresa busquen maximizar el bienestar de la sociedad a través del uso eficiente de los recursos que administra.¹⁴ En el caso de PEMEX, maximizar el impacto de las inversiones requiere ejecutar proyectos rentables buscando reducir los costos de la empresa mediante la adquisición de tecnología nueva y la adopción de las mejores prácticas corporativas. Además, para que la producción sea sostenible, es importante eventualmente alcanzar niveles superiores de reposición de reservas. Todo esto permitiría que la influencia de la empresa en el buen funcionamiento de los mercados energéticos nacionales genere un impulso adicional al crecimiento potencial de la economía.

¹³ Ver "Fitch Ratings: PEMEX's 2019-2023 Plan Confirms Risk to Credit Profile", Fitch Rating a 12 de agosto de 2019.

¹⁴ Ver "OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition", OECD 2015.

2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

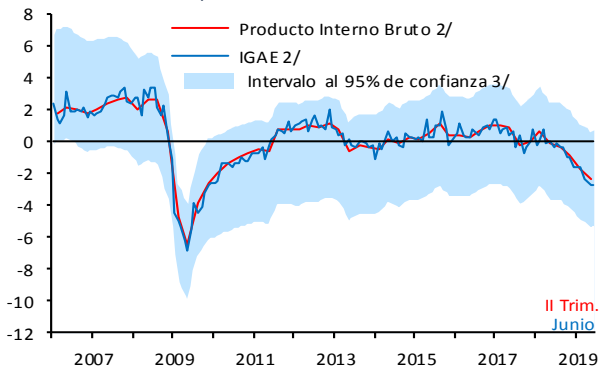
En cuanto a la posición cíclica de la economía, en el segundo trimestre de 2019 las condiciones de holgura continuaron relajándose, incluso más de lo previsto, en congruencia con la debilidad que la actividad económica registró en ese periodo (Gráficas 53 y 54). En particular, las estimaciones de la brecha del producto, tanto la que se basa en el PIB total, como en la que se excluye al sector petrolero, siguieron ampliándose en terreno negativo. Por su parte, con información al mes de mayo de 2019, el indicador de holgura relacionado con el consumo mostró un relajamiento de su brecha negativa respecto de los niveles observados a principios de 2019, al tiempo que el asociado con el mercado de fondos prestables se mantuvo en niveles similares a los registrados en meses previos. A su vez, el indicador de holgura referente al mercado laboral ha venido exhibiendo un menor grado de estrechez desde finales de 2018 (Gráfica 55).¹¹



a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
 1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009, Banco de México, p. 74.
 2/ Cifras del PIB del INEGI al segundo trimestre de 2019 y del IGAE a junio de 2019.
 3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
 4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.
 Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

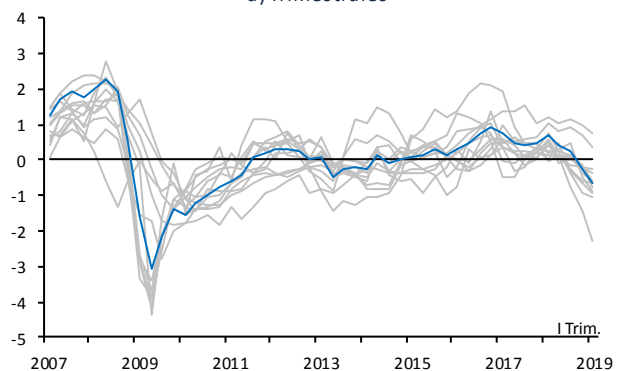
Gráfica 53

Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
 Porcentaje del producto potencial, a. e.
 a) Producto Interno Bruto

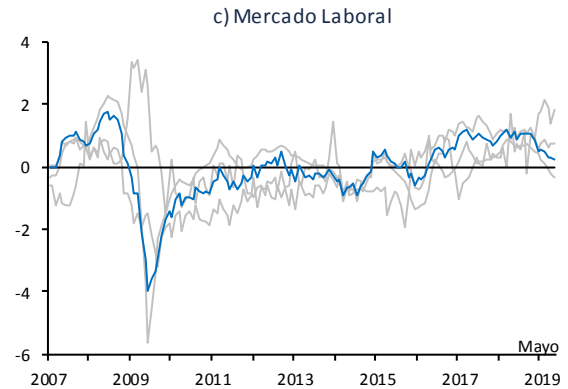
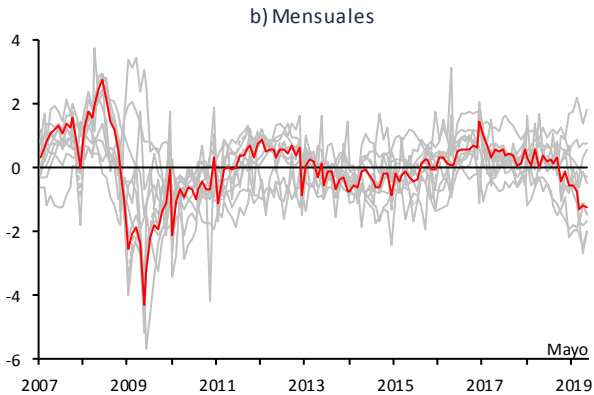


Gráfica 54

Primer Componente Principal por Frecuencia de Indicadores^{1/}
 Por ciento
 a) Trimestrales



¹¹ Ver Banco de México (2017). “Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias”, en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017, pp. 47-49.



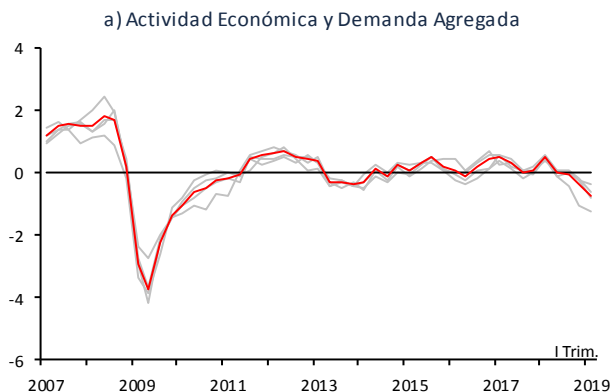
1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.

Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

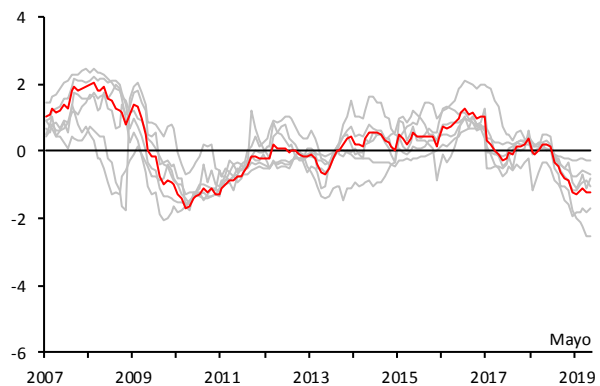
Gráfica 55

Primer Componente Principal por Grupo de Indicadores 1/

Por ciento

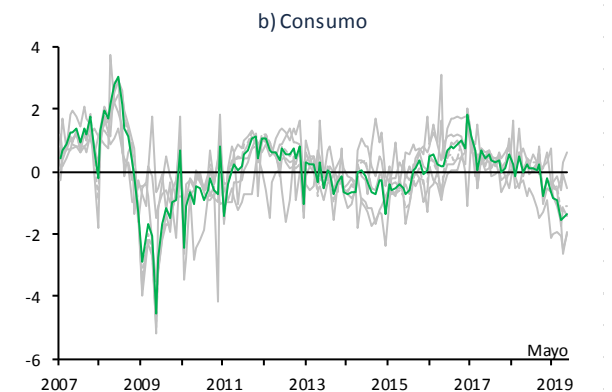


d) Condiciones de Demanda en el Mercado de Fondos Prestables



1/ Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre-Diciembre 2017. Los índices de holgura relacionados con el consumo, mercado laboral, actividad económica y condiciones financieras se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 6, 3, 4 y 6 indicadores, respectivamente. Los índices se basan en indicadores mensuales, con excepción del de actividad económica y demanda agregada, el cual utiliza indicadores trimestrales. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.

Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

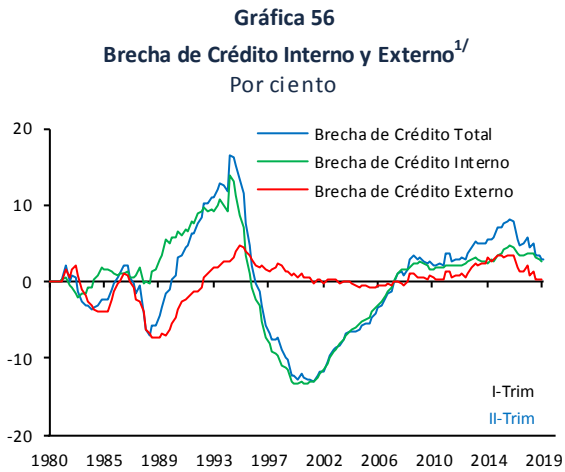


2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

Como ya se ha señalado en Informes Trimestrales previos, la brecha de crédito suele utilizarse para identificar las vulnerabilidades en el sistema financiero asociadas a un rápido crecimiento del crédito. En el caso de la economía mexicana, este indicador ha venido mostrando una trayectoria decreciente desde 2016. En particular, en el segundo trimestre de 2019, la brecha de crédito continuó disminuyendo como resultado de una reducción de las fuentes de financiamiento tanto externas como internas (Gráfica 56). Cabe destacar que, para identificar las vulnerabilidades asociadas a un patrón de crecimiento del crédito, además de la brecha de

crédito, es necesario considerar otros elementos, tales como la calidad de la cartera, los estándares de originación y otras condiciones de oferta y demanda del crédito.



^{1/} Antes de 1995, el financiamiento externo se estimó calculando la diferencia entre crédito bancario y crédito total.

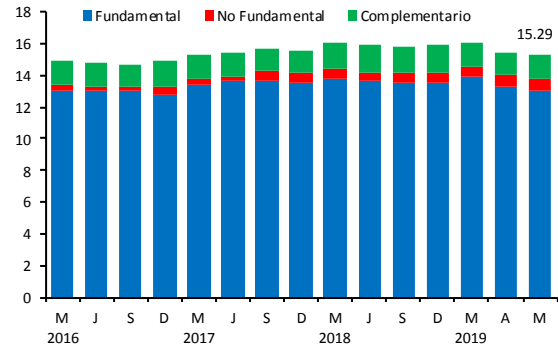
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI y Banco de México.

2.2.5.2. Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple

Al cierre de mayo de 2019, el índice de capitalización (ICAP) de la banca múltiple mostró una disminución en relación con el nivel observado en el primer trimestre de 2019, al pasar de 16.03% en marzo a 15.29% en mayo. Esta caída reflejó principalmente una reducción del capital neto, si bien también contribuyó un incremento de los activos sujetos a riesgo de crédito. En este contexto, la contracción en el índice de capital neto fue consecuencia, en parte, del pago de dividendos por parte de algunos de los principales bancos, lo cual fue compensado parcialmente por la emisión de obligaciones subordinadas. Por su parte, el aumento de los activos sujetos a riesgo de crédito es producto de una mayor colocación de crédito. Cabe destacar que el nivel de capital agregado de la banca continúa mostrando solidez para hacer frente a los riesgos que afronta (Gráfica 57).

¹² El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una

Gráfica 57
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo

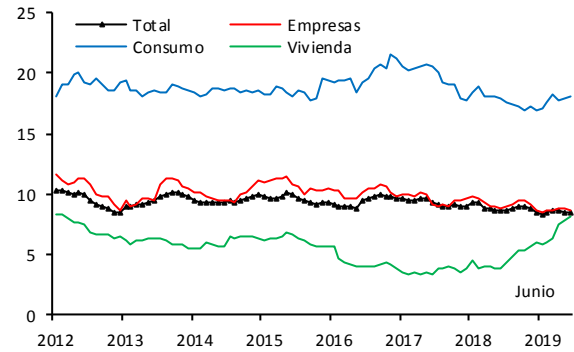


Fuente: Banco de México.

2.2.5.3. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR)¹² como proporción del portafolio de crédito, disminuyó marginalmente en el segundo trimestre de 2019, pasando de 8.63% en marzo a 8.53% en junio, impulsado por la disminución en el riesgo de las carteras de crédito empresarial y de consumo (Gráfica 58).

Gráfica 58
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9% por Tipo de Crédito
Por ciento de la cartera



Fuente: Banco de México.

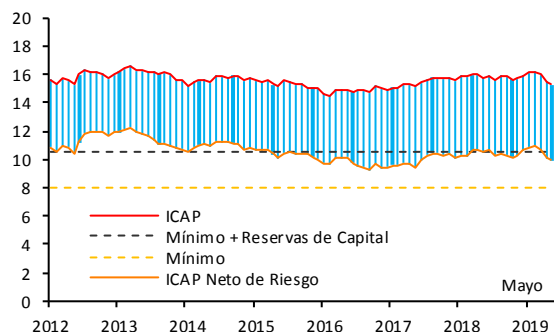
Por su parte, el índice de capitalización neta de riesgo,¹³ indicador que permite evaluar si los niveles de capitalización de los bancos son adecuados para hacer frente a pérdidas extremas no anticipadas,

distribución de probabilidad de pérdidas de una cartera de activos sujetos a riesgo de crédito.

¹³ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

disminuyó ligeramente durante el trimestre de referencia, pasando de 10.63% en marzo a 9.96% en mayo; lo anterior a pesar de la disminución del CVaR de la cartera crediticia en este mismo periodo, lo que se explica por la disminución de 74 puntos base (pb) en el ICAP. No obstante la disminución en el índice de capitalización, sus niveles siguen siendo mayores al mínimo regulatorio sin considerar las reservas de capital, mostrando la resiliencia de la banca para absorber pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus carteras (Gráfica 59).

Gráfica 59
Índice de Capitalización Neta de Riesgo ^{1/}
Por ciento



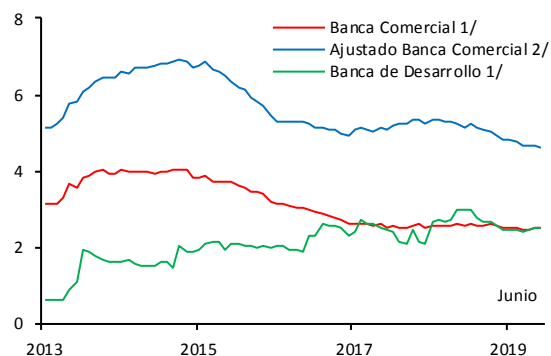
^{1/} Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

Fuente: Banco de México.

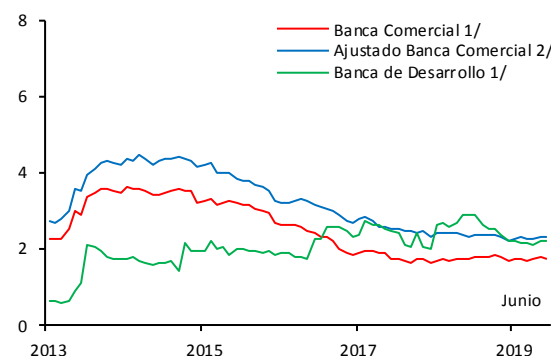
En el segundo trimestre de 2019, la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero registró un aumento marginal con respecto al observado a finales del primer trimestre, al pasar de un nivel de 2.47% en marzo de 2019 a 2.52% en junio del año en curso, si bien continúa por debajo de los niveles mostrados en el mismo periodo de 2018 (Gráfica 60). En particular, este comportamiento del índice de morosidad (IMOR) del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero refleja los aumentos exhibidos durante el segundo trimestre de 2019 en la morosidad de las distintas carteras: 5 pb en el IMOR de crédito al consumo, 10 pb en el de crédito a la vivienda y 4 pb en el IMOR de crédito a empresas. Dentro de los componentes del crédito al consumo, destaca el incremento de 30 pb en el IMOR de los créditos de nómina y el de 8 pb en los créditos personales, en tanto que el IMOR de las tarjetas de crédito mostró una disminución de 7 pb. No obstante

el alza en el IMOR de los créditos al consumo en el segundo trimestre, este se mantiene en niveles menores a los registrados en el mismo periodo de 2018, al pasar de un nivel de 4.54% en junio de 2018 a uno de 4.35% en junio de 2019.

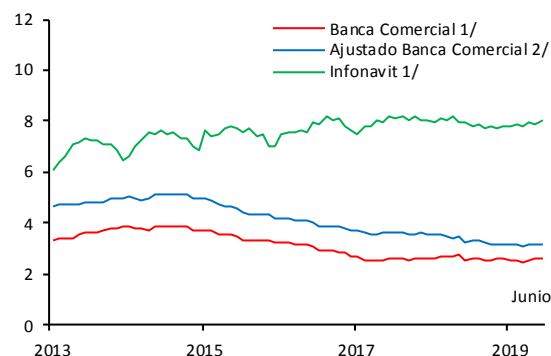
Gráfica 60
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado No Financiero
a) Total
Por ciento



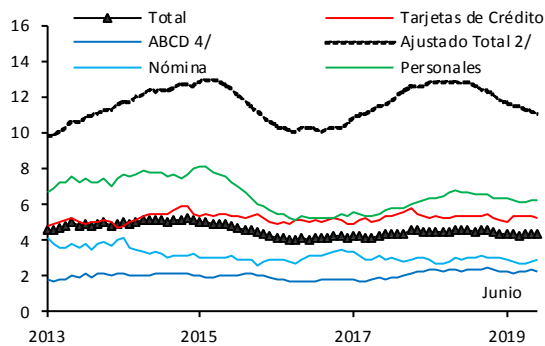
b) Empresas
Por ciento



c) Vivienda
Por ciento



d) Consumo ^{1/3/}
Por ciento



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

2/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.

3/ Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.

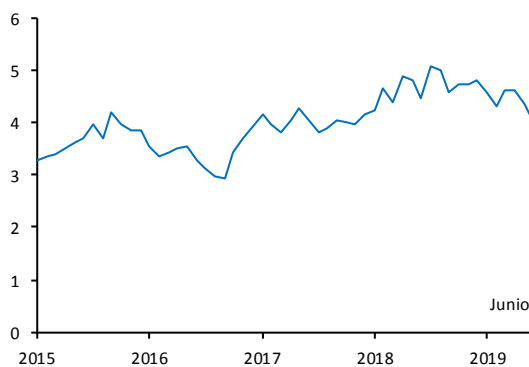
4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.

Fuente: Elaborado con información del Banco de México y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

2.2.5.4. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple

El riesgo de mercado de la banca, medido a través del CVaR de mercado como proporción del capital neto registró una disminución en el segundo trimestre, pasando de un nivel de 4.61% en marzo a 4.03% en junio. Lo anterior como resultado de ajustes en las posiciones de los bancos para hacer frente a la volatilidad de las variables de mercado registrada en el periodo y mantener así sus niveles de riesgo en rangos controlados (Gráfica 61).

Gráfica 61
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
Por ciento del capital neto



Fuente: Banco de México.

2.2.5.5. Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras

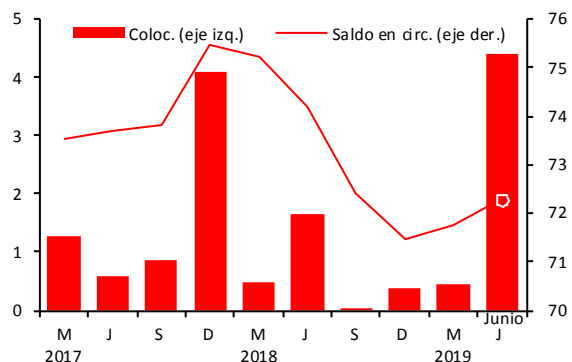
El financiamiento al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió a marzo de 2019 a 1.2 billones de pesos, representando un 10.8% del financiamiento total. Este registró un crecimiento real anual del 12.8% respecto al mismo periodo del año anterior, explicado principalmente por el observado en la cartera comercial y de consumo. Por su parte, los créditos adquiridos por las entidades y empresas financieras no bancarias del país con la banca múltiple se mantienen en niveles moderados, por lo que la exposición crediticia de estas entidades a la banca múltiple está acotada; adicionalmente, las mayores exposiciones corresponden a las contrapartes de la más alta calidad crediticia, como las financieras automotrices.

Durante el segundo trimestre de 2019, se observó un repunte importante en las colocaciones por parte de empresas no financieras mexicanas en mercados internacionales, al registrarse seis emisiones de cuatro emisores distintos. Los costos de dichas emisiones, medidos a través del diferencial entre el rendimiento del cupón del respectivo bono y el del Tesoro de Estados Unidos del mismo plazo, fueron similares a los registrados para emisiones anteriores de esos mismos emisores. Cabe destacar que la gran mayoría de las nuevas emisiones fueron utilizadas para el refinanciamiento de deuda existente. Para el mismo periodo analizado, el mercado local de deuda corporativa de largo plazo continuó con su tendencia creciente en las colocaciones, incrementándose el saldo neto vigente (Gráfica 62).

Gráfica 62

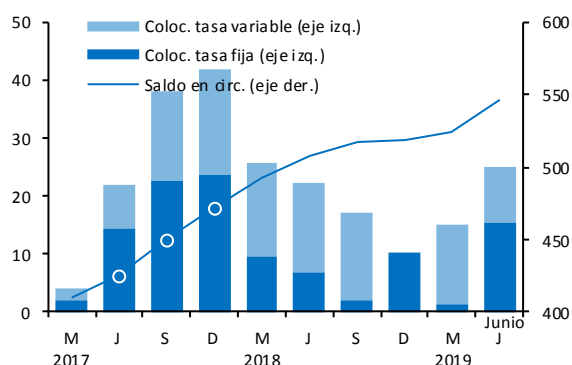
Colocaciones Trimestrales y Saldo en Circulación de Deuda de Largo Plazo de Empresas Privadas

a) Colocaciones y Saldo en Circulación en Mercados Internacionales
Miles de millones de dólares



Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

b) Colocaciones y Saldo en Circulación en México
Miles de millones de pesos



Fuente: Banco de México, Indeval y Bloomberg.

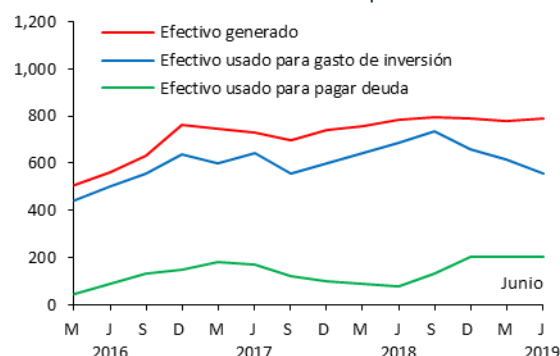
Al segundo trimestre del año se observó una mayor cautela de las empresas listadas ante un entorno de mayor incertidumbre y menores expectativas de crecimiento en la actividad económica, misma que se reflejó en una desaceleración en su gasto en inversión con respecto a los últimos tres trimestres de 2018 (Gráfica 63).

Por otro lado, para el mismo periodo, el indicador de apalancamiento para el conjunto de las empresas listadas no presentó cambios con respecto al primer trimestre. Por su parte, el indicador de servicio de deuda mostró un repunte para el periodo comentado que se explica por una sustitución de endeudamiento

desde otras divisas por endeudamiento en pesos, manteniendo el saldo total de su deuda estable.

Gráfica 63

Flujo de Efectivo Generado y Utilizado de las Empresas Privadas No Financieras Listadas 1/



1/ Las cifras a junio del 2019 son preliminares.

Fuente: Bloomberg.

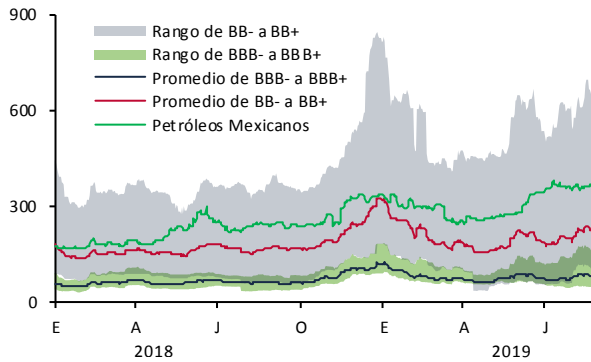
Durante el segundo trimestre de 2019, se observó un fuerte repunte tanto en el rendimiento al vencimiento de la deuda en dólares de Pemex, como en el costo de la cobertura crediticia de esa empresa, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés) (Gráfica 64). El aumento anterior se dio en un contexto en el que las agencias calificadoras disminuyeron en un caso la calificación crediticia de la empresa y en otros su perspectiva crediticia. Lo anterior está asociado principalmente a preocupaciones respecto al deterioro en su posición financiera. De hecho, una de ellas redujo la calificación de Pemex por debajo del grado de inversión el 6 de junio.¹⁴ En este entorno, algunas agencias calificadoras resaltaron la importancia del Plan de Negocios de Pemex para determinar la evolución de la calificación crediticia de la empresa productiva del Estado. Al respecto, destaca que el pasado 17 de julio se dio a conocer dicho Plan, el cual contempla, entre otras medidas, beneficios fiscales a Pemex y apoyos del Gobierno Federal con el fin de financiar el gasto de inversión de la empresa necesario para impulsar la producción y mejorar su situación financiera (ver Recuadro 3).

¹⁴ Ver Recuadro 2. Revisiones recientes a la perspectiva de la calificación crediticia de México y Pemex. Reporte de Estabilidad Financiera Junio 2019.

Gráfica 64

Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB ^{1/}

Puntos base



^{1/} Se consideraron 7 petroleras con una calificación crediticia de BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y 6 con una calificación de BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras). Las áreas representan el rango de los valores máximo y mínimo del CDS dentro del nivel de calificación descrito. Los promedios corresponden al promedio simple de los valores del CDS por nivel de calificación. La calificación corresponde a la calificación mínima que otorgó Fitch, Moody's o S&P usando la escala de S&P.

Fuente: Bloomberg.

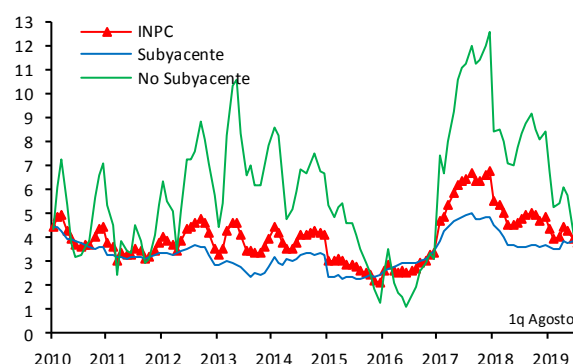
3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2019

En el segundo trimestre de 2019, la inflación general anual se ubicó ligeramente por debajo del pronóstico presentado en el Informe previo. La inflación subyacente se comportó de manera similar a lo esperado, en tanto que la no subyacente fue ligeramente inferior. Entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la inflación general anual se incrementó de un promedio de 4.10 a 4.21%. A pesar de ello, ha mantenido una tendencia decreciente respecto de los elevados niveles que presentó en 2017, y se ubicó en 3.29% en la primera quincena de agosto (Cuadro 2 y Gráfica 65). Esta disminución ha reflejado los menores niveles e incidencias de la inflación no subyacente (Gráfica 66) derivados, a su vez, de menores incrementos especialmente en los precios de los energéticos, así como en los de las frutas y verduras, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los pecuarios ha repuntado. En contraste, la inflación subyacente anual ha

mantenido su persistencia alrededor de 3.8%. A su interior, destacan las altas variaciones de precios que siguen observándose en las mercancías alimenticias y en los servicios.

Gráfica 65
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Cuadro 2
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Principales Componentes e Indicadores de Media Truncada
Variación anual en por ciento

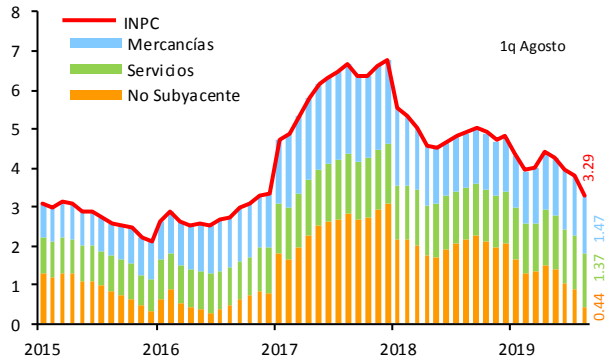
	2018				2019		
	I	II	III	IV	I	II	1q Agosto
INPC	5.31	4.57	4.91	4.82	4.10	4.21	3.29
Subyacente	4.29	3.67	3.64	3.68	3.56	3.83	3.77
Mercancías	5.20	4.10	3.95	3.93	3.66	3.83	3.75
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.93	4.71	4.62	4.79	4.40	4.88	4.66
Mercancías No Alimenticias	4.58	3.59	3.38	3.19	2.94	2.79	2.81
Servicios	3.50	3.30	3.35	3.44	3.44	3.80	3.79
Vivienda	2.57	2.58	2.60	2.60	2.63	2.82	2.94
Educación (Colegiaturas)	4.79	4.82	4.83	4.69	4.79	4.85	4.54
Otros Servicios	4.07	3.58	3.84	4.12	4.03	4.56	4.39
No Subyacente	8.32	7.28	8.78	8.32	5.84	5.35	1.81
Agropecuarios	9.39	3.40	1.37	4.78	5.31	5.69	3.52
Frutas y Verduras	14.93	0.57	-0.56	6.18	11.24	10.26	0.02
Pecuarios	6.25	5.10	2.40	3.01	0.83	3.18	6.46
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.70	9.71	13.68	10.64	6.28	5.11	0.58
Energéticos	8.00	12.18	18.60	13.93	7.36	5.86	-1.02
Gasolina	7.76	14.17	20.90	20.79	11.60	8.30	2.16
Gas doméstico L.P.	19.15	17.45	25.86	9.08	2.91	2.27	-11.74
Tarifas Autorizadas por Gobierno	7.08	5.12	4.60	3.33	3.45	3.63	4.35
Indicador de Media Truncada^{1/}							
INPC	4.22	3.87	4.16	4.16	3.79	3.86	3.49
Subyacente	4.01	3.55	3.57	3.69	3.63	3.84	3.79

^{1/} Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 66
Índice Nacional de Precios al Consumidor

Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede registrar alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

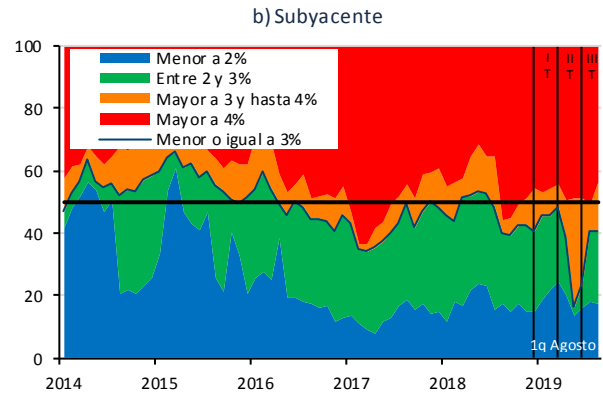
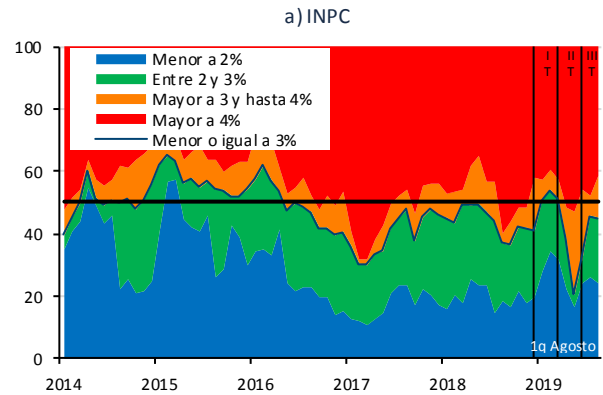
A continuación, se presentan algunos indicadores que ofrecen información detallada tanto de la tendencia de la inflación general y subyacente, como de su comportamiento en el margen.

En primera instancia, se calcula la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y del componente subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de distintos intervalos. Para ello, se agrupan los genéricos que componen dichas canastas en cuatro grupos: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. Adicionalmente se presenta el porcentaje de la canasta del INPC y del componente subyacente en dos categorías: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3%, y la que registra variaciones mensuales mayores a 3% (Gráfica 67).

En congruencia con el incremento que presentaron tanto la inflación general, como la subyacente, entre el primer y el segundo trimestre de 2019, este análisis muestra que el porcentaje de la canasta de ambos indicadores con incrementos de precios menores a 3% disminuyó entre esos periodos, destacando la caída que tuvo lugar en abril, asociada en parte, al efecto calendario por la ocurrencia de la Semana Santa en un mes distinto al del año previo. No obstante, en los meses subsecuentes los porcentajes referidos se han incrementado nuevamente (áreas azul y verde, Gráfica 67). En específico, la proporción de la canasta del índice general con variaciones

mensuales de precios anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul), se redujo de 52 a 30% en el periodo trimestral señalado, mientras que en la primera quincena de agosto, dicha proporción fue 45%. Para la canasta del índice subyacente, las proporciones trimestrales fueron 47 y 26%, incrementándose a 40% en la primera quincena de agosto.

Gráfica 67
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}
Cifras en por ciento



a.e. / Cifras ajustadas estacionalmente.

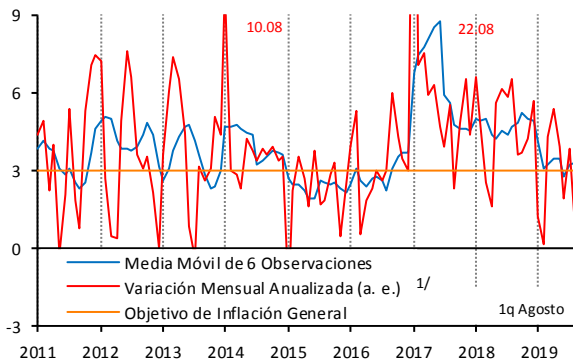
^{1/} Media móvil de 3 meses.

Fuente: Banco de México e INEGI.

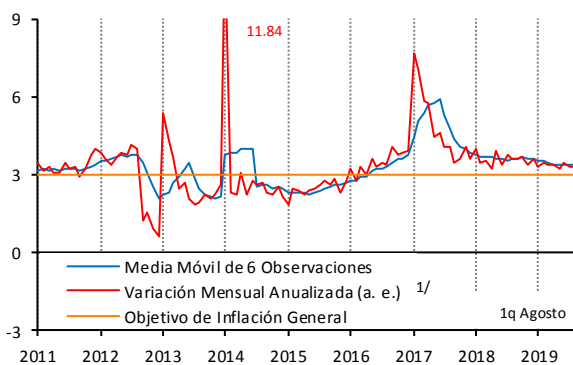
A continuación, se muestra la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general y del subyacente, así como de los subíndices subyacentes de las mercancías y de los servicios. Esta información revela que la medida de tendencia de las variaciones mensuales del índice general (la media móvil de seis observaciones) ha exhibido niveles por debajo de los observados en 2017 y 2018, situándose cerca de 3.30% en la primera quincena de agosto. En

contraste, en el caso del componente subyacente, su medida de tendencia se ha mantenido estable en niveles alrededor de 3.40% desde marzo del presente año, reflejando la persistencia que sigue caracterizando a la inflación subyacente observada. Por su parte, las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del subíndice de precios de las mercancías, así como su medida de tendencia, se incrementaron durante el trimestre de referencia, exhibiendo una reducción en la primera quincena de agosto. En el caso del subíndice de precios de los servicios, sus variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad exhibieron una trayectoria al alza durante el segundo trimestre de 2019, si bien con una marcada volatilidad, mientras que su medida de tendencia ha registrado aumentos desde marzo (Gráfica 68).

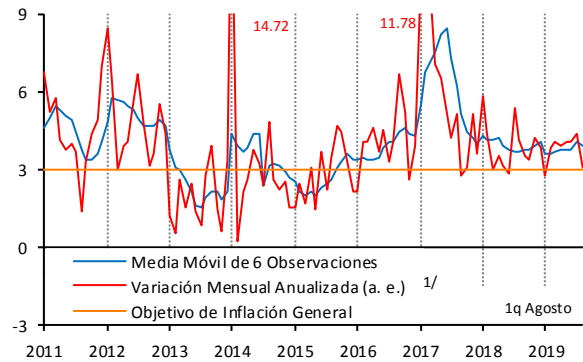
Gráfica 68
Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
 Cifras en por ciento
 a) INPC



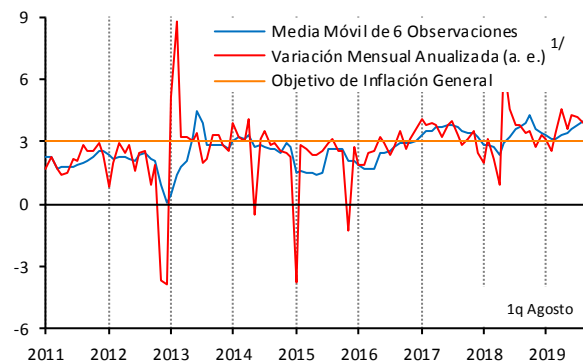
b) Subyacente



c) Mercancías



d) Servicios



a.e./ Cifras ajustadas estacionalmente.

1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.

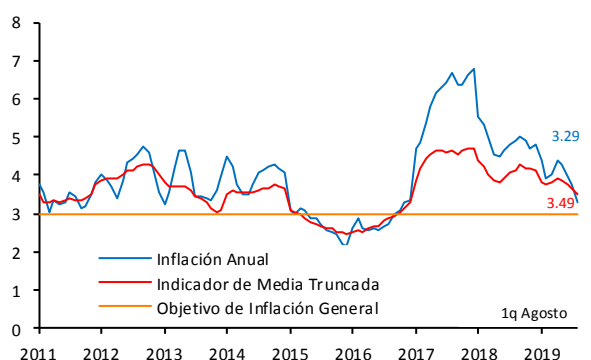
Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

Asimismo, se presenta el Indicador de Media Truncada para la inflación general y para la subyacente (Gráfica 69 y Cuadro 2). En el caso de la inflación general, dicho indicador presenta una tendencia a la baja, al igual que la inflación observada, lo cual es reflejo, principalmente, de la dinámica más favorable que han tenido las tasas de variación anual de los precios del índice no subyacente. Si bien por varios meses las variaciones extremas de precios al alza llevaron al Indicador de Media Truncada a ubicarse por debajo de la inflación observada, esta diferencia fue reduciéndose gradualmente, e inclusive en la primera quincena de agosto fueron las variaciones extremas de precios a la baja las que han incidido más en la inflación general, por lo que dicho Indicador se ubicó por arriba del dato observado. Por su parte, el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente se ubica en niveles muy similares a los registrados por la inflación subyacente observada, revelando que las variaciones extremas de precios no han contribuido de manera importante en la evolución de esta. En

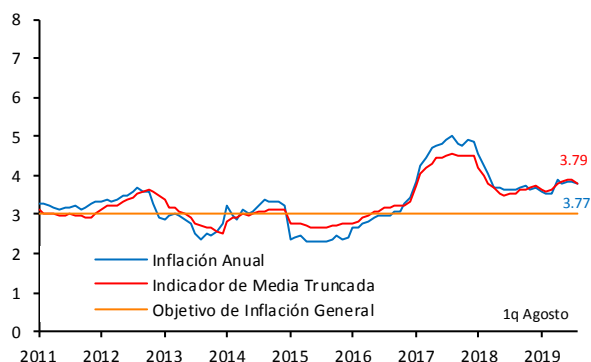
particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación general fue de 3.79 y 3.86% en el primer y en el segundo trimestre de 2019, disminuyendo a 3.49% en la primera quincena de agosto. Por su parte, los niveles de la inflación observada en esos periodos fueron 4.10, 4.21 y 3.29%. En lo que se refiere al Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente, este se ubicó en 3.63 y 3.84% en el primer y el segundo trimestre de 2019, situándose en 3.79% en la primera quincena de agosto, en tanto que la inflación subyacente en dichos lapsos fue 3.56, 3.83 y 3.77%, respectivamente.

Gráfica 69

Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada^{1/}
Variación anual en por ciento
a) INPC



b) Subyacente



^{1/} El Indicador de Media Truncada elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación de un índice de precios. Para eliminar el efecto de estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de menor a mayor; ii) se excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10 % de la canasta del índice de precios, respectivamente; y iii) con los genéricos restantes, que por construcción se ubican más cerca del centro de la distribución, se calcula el Indicador de Media Truncada.

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

3.1.1. La Inflación Subyacente

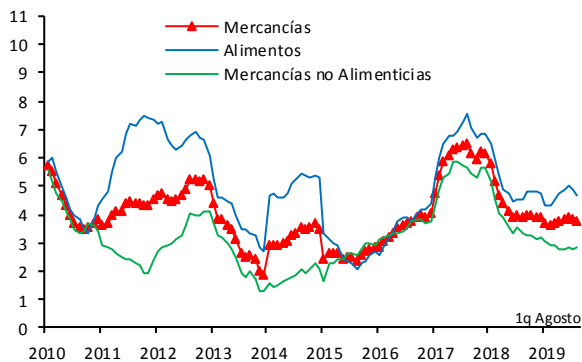
La inflación subyacente anual pasó de un promedio de 3.56% en el primer trimestre de 2019 a uno de 3.83% en el segundo, situándose en 3.77% en la primera quincena de agosto. A este comportamiento de estabilidad en niveles cercanos a 3.8% han contribuido las altas tasas de variación anual que han presentado los precios de las mercancías alimenticias y de los servicios, mientras que las variaciones de las mercancías no alimenticias han exhibido niveles bajos.

Así, al interior del componente subyacente se observó lo siguiente:

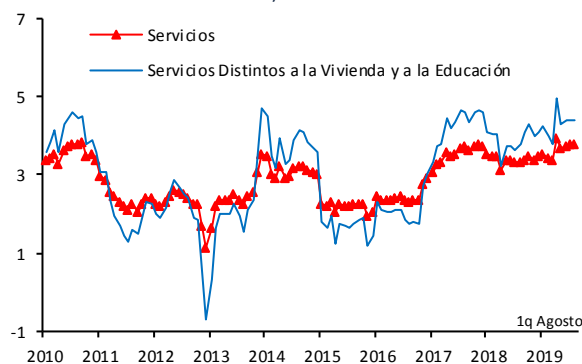
- i. La variación anual promedio del subíndice de precios de las mercancías se incrementó de 3.66 a 3.83% entre el primer y el segundo trimestre de 2019, ubicándose en 3.75% en la primera quincena de agosto (Gráfica 70a). La mayor parte de este resultado se explica por el comportamiento que ha presentado el rubro de las mercancías alimenticias, cuyas variaciones anuales de precios aumentaron entre enero y junio, lo cual podría ser producto de los efectos rezagados de los choques que se registraron en meses previos sobre los precios de los agropecuarios y de los energéticos, si bien en julio y en la primera quincena de agosto presentaron una desaceleración. En particular, entre los trimestres referidos, la variación anual promedio del subíndice de las mercancías alimenticias se incrementó de 4.40 a 4.88%. En la primera quincena de agosto, la variación anual de este rubro se ubicó en 4.66%. En contraste, las mercancías no alimenticias exhibieron una disminución de 2.94 a 2.79% en su tasa de variación anual promedio en la misma comparación trimestral, situándose en 2.81% en la primera quincena de agosto.
- ii. Entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de los servicios aumentó de 3.44 a 3.80%. Si bien este resultado estuvo influido por el elevado registro de 3.97% que se presentó en abril, asociado a la ocurrencia de la Semana Santa en un mes distinto al del año previo, en los meses siguientes la inflación de servicios se mantuvo en niveles altos y se situó en 3.79% en la primera

quincena de agosto. A su interior, el rubro de los servicios distintos a educación y vivienda pasó de una variación anual promedio de 4.03 a 4.56% en los trimestres referidos y a 4.39% en la primera quincena de agosto (Gráfica 70b). Este comportamiento revela que si bien comienzan a observarse disminuciones en las variaciones anuales de precios de algunos servicios, esto no es un patrón generalizado (Gráfica 71), al tiempo que persisten varios servicios con variaciones anuales en sus precios superiores a 5%.

Gráfica 70
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías

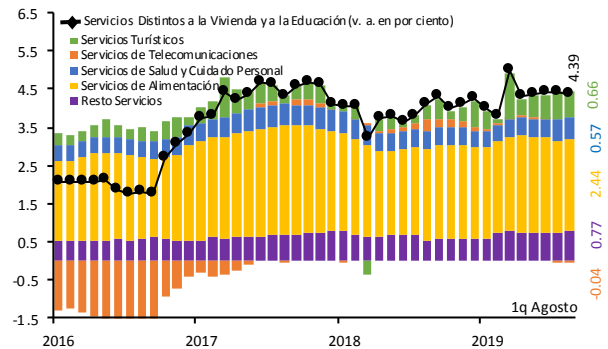


b) Servicios



Fuente: Banco de México e INEGI.

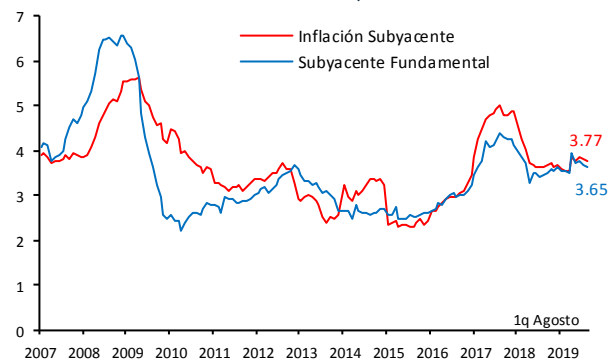
Gráfica 71
Servicios Distintos a la Vivienda y Educación
Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta se mantuvo en niveles similares a los de la inflación subyacente, pasando de una tasa de variación anual promedio de 3.51% en el primer trimestre de 2019 a una de 3.80% en el segundo. En la primera quincena de agosto la inflación subyacente fundamental disminuyó a 3.65% (Gráfica 72).

Gráfica 72
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

3.1.2. La Inflación No Subyacente

Entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la inflación no subyacente anual se redujo de un promedio de 5.84 a uno de 5.35%, disminuyendo a 1.81% en la primera quincena de agosto. Este resultado se explica, principalmente, por las menores variaciones anuales registradas en los precios del rubro de los energéticos, así como en el de las frutas y verduras, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los productos pecuarios ha aumentado.

i. En efecto, entre el primer y el segundo trimestre de 2019, las tasas de variación anual de los precios del rubro de los energéticos pasaron de un promedio de 7.36 a 5.86%, situándose en -1.02% en la primera quincena de agosto. Al respecto, destacaron las menores variaciones anuales de los precios de las gasolinas y del gas L.P. (Gráfica 73), de modo que se han ido reduciendo las incidencias de estos combustibles (Gráfica 74). Este comportamiento en los precios de los energéticos podría contribuir hacia delante de manera favorable al comportamiento de la inflación subyacente a través de los efectos indirectos que tiene sobre ella.

- En particular, las variaciones anuales de los precios de las gasolinas disminuyeron de un promedio de 11.60 a 8.30% en los trimestres señalados. Ello representó una disminución de 20 puntos base en la inflación general del segundo trimestre respecto al primero. En la primera quincena de agosto la variación anual de los precios de las gasolinas continuó reduciéndose, al situarse en 2.16%. La disminución en las tasas de variación anual de los precios de las gasolinas refleja que mientras en el segundo trimestre de 2018 los precios subieron como resultado de aumentos en las referencias internacionales, en el segundo trimestre de 2019 la política de precios implementada por la SHCP de no permitir que se incrementen en términos reales por encima de su nivel del 30 de noviembre de 2018 contribuyó a mantenerlos relativamente estables.

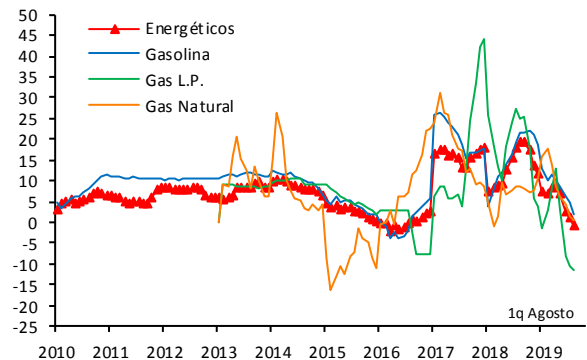
- Por su parte, los precios del gas L.P. pasaron de una variación anual promedio de 2.91 a 2.27% entre el primer y el segundo trimestre de 2019, ubicándose en -11.74% en la primera quincena de agosto. No obstante, si bien el precio del gas L.P. ha venido disminuyendo, lo ha hecho en menor magnitud en comparación con la dinámica que ha seguido su referencia internacional. De esta forma, el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto de su precio de venta de primera mano se mantiene en niveles muy elevados (Gráfica 75).

- En cuanto a las variaciones anuales promedio de los precios del gas natural, estas pasaron de

15.92% en el primer trimestre de 2019 a 6.59% en el segundo, ubicándose en 0.27% en la primera quincena de agosto. Los precios de este energético reflejan mayoritariamente la evolución de su referencia internacional.

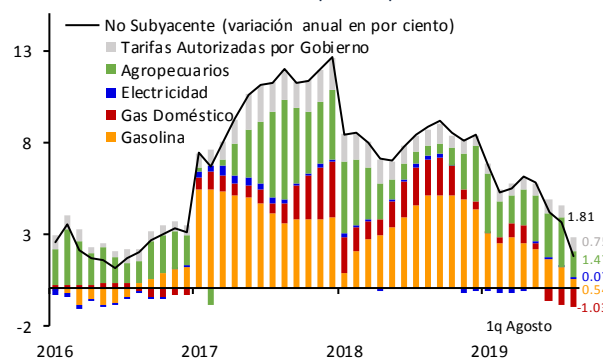
- Respecto de las tarifas de electricidad, las variaciones de las tarifas de servicio doméstico de alto consumo (DAC) están determinadas por la dinámica de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. De esta forma, en abril, mayo y junio de 2019 sus variaciones mensuales registraron -2.7, 1.5 y 0.0%. Por su parte, en julio dicha variación fue -2.7% y en agosto 0.1%. Por su parte, las tarifas eléctricas ordinarias continuaron ajustándose de tal forma que a lo largo de 2019 se reparta la variación anual de 4.72% que presentó el INPC en noviembre de 2018.

Gráfica 73
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

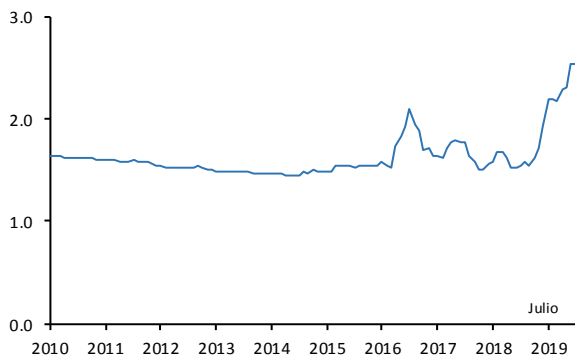
Gráfica 74
Índices de Precios No Subyacente
Incidencias anuales en puntos porcentuales^{1/}



^{1/} En ciertos casos la suma de los componentes respectivos puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

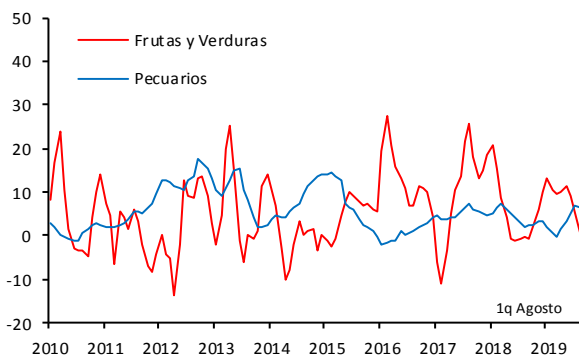
Gráfica 75
Cociente del Precio del Gas LP en el INPC y su Precio de Venta de Primera Mano



Fuente: Banco de México e INEGI.

ii. El subíndice de precios de los productos agropecuarios pasó de una variación anual promedio de 5.31% en el primer trimestre de 2019 a 5.69% en el segundo, disminuyendo a 3.52% en la primera quincena de agosto (Gráfica 76). Este comportamiento se debió a la evolución de las tasas de variación anual del rubro de las frutas y verduras, las cuales pasaron de un promedio de 11.24 a 10.26% en los trimestres referidos, ubicándose en 0.02% en la primera quincena de agosto. En contraste, los precios de los productos pecuarios han presentado incrementos en sus variaciones anuales, las cuales pasaron de un promedio anual de 0.83 a 3.18% entre los trimestres mencionados, alcanzando 6.46% en la primera quincena de agosto, sobresaliendo los aumentos de precio en el huevo y en el pollo.

Gráfica 76
Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

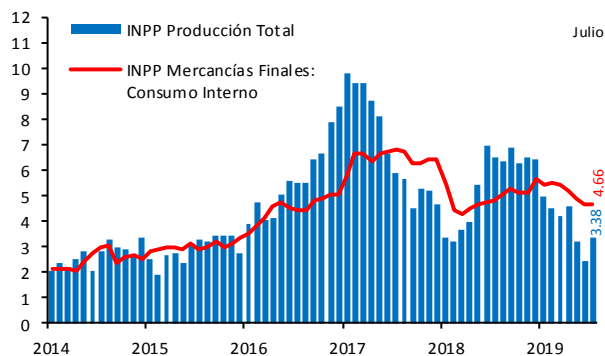
iii. Por su parte, las variaciones anuales promedio de los precios del rubro de las tarifas autorizadas por el gobierno pasaron de 3.45 a 3.63% entre el

primer y el segundo trimestre de 2019, situándose en 4.35% en la primera quincena de agosto. Al respecto destacaron las mayores variaciones anuales en los precios de tarifas relacionadas con el transporte, como el autobús urbano y el taxi.

3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se redujo, pasando de 4.58% en el primer trimestre de 2019 a 3.42% en el segundo trimestre de 2019, ubicándose en 3.38% en julio de 2019. Al interior de este indicador, la tasa de variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales disminuyó entre los trimestres mencionados, al pasar de 4.54 a 3.63%, y alcanzando 3.60% en julio de 2019. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su tasa de variación anual promedio disminuyó de 3.82 a 1.90% en los trimestres referidos, situándose en 2.29% en julio de 2019. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró una baja en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 4.67 a 2.96% durante el mismo periodo, ubicándose en 2.90% en julio de 2019. Cabe destacar que el subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. La tasa de crecimiento anual de este subíndice disminuyó entre los trimestres mencionados, al pasar de 5.48 a 4.92%, al tiempo que en julio de 2019 se ubicó en 4.66% (Gráfica 77).

Gráfica 77
Índice Nacional de Precios Productor ^{1/}
Variación anual en por ciento



^{1/} Índice Nacional de Precios Productor Total, excluyendo petróleo.

Fuente: Banco de México.

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

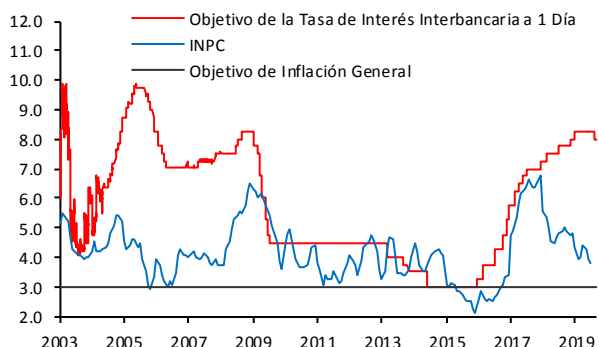
Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. De este modo, se favorece la convergencia de la inflación hacia su meta y se fortalece el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos.

Respecto de las decisiones de política monetaria, en sus reuniones de mayo y junio, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, mientras que en su reunión de agosto decidió reducir en 25 puntos base dicho objetivo a un nivel de 8%. En su reunión de mayo, la referida Junta señaló que, en el primer trimestre de 2019, se acentuó la debilidad que la economía mexicana había exhibido durante el trimestre previo, relajándose así las condiciones de holgura. Ello como consecuencia tanto de factores externos como internos, algunos de carácter transitorio. Por consiguiente, mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se había tornado más incierto y que mantenía un sesgo a la baja. En cuanto a los riesgos para la inflación manifestó que, si bien se habían intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de su trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. En este contexto, se consideraba que aún persistía un balance al alza para la inflación respecto a su pronóstico, en un entorno de marcada incertidumbre. Posteriormente, en su reunión de

junio, la Junta de Gobierno destacó que las condiciones de holgura en la economía se habían relajado incluso más de lo previsto, al persistir un entorno de debilidad en la mayoría de los componentes de la demanda agregada. Así, el balance de riesgos para el crecimiento se había tornado más incierto y había ampliado su sesgo a la baja. En cuanto a la inflación, señaló que, si bien algunos de los riesgos para esta respecto de su pronóstico habían disminuido, otros habían ganado relevancia, por lo que persistía un alto grado de incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. Finalmente, la disminución de la tasa de referencia en su reunión de agosto, se llevó a cabo tomando en cuenta que la inflación general ha disminuido conforme a lo previsto por el Instituto Central, la ampliación en la holgura mayor a la esperada, y el comportamiento reciente de las curvas de rendimiento externas e internas a diferentes plazos (Gráfica 78). Esto considerando que bajo las condiciones actuales dicho nivel es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria.

Adicionalmente, destacó que para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y que tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria. Tomando en cuenta las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real ex-ante se ha mantenido ligeramente por arriba de 4% (Ver Recuadro 4).

Gráfica 78
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e
Inflación General^{1/}
 Por ciento anual



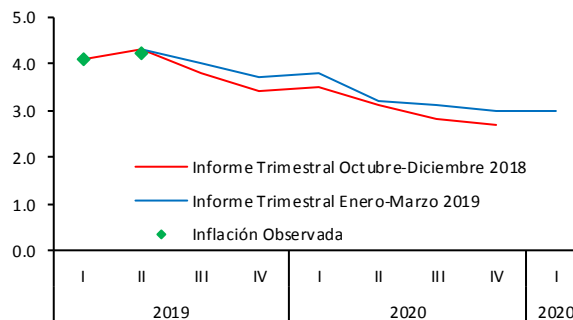
^{1/} Hasta el 20 de Enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día. El último dato de inflación corresponde a julio 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, en las acciones tomadas durante el periodo que se reporta influyeron: i) el desempeño de la inflación respecto a la trayectoria prevista; ii) la evolución de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo; iii) el comportamiento de los principales determinantes de la inflación; y iv) la evolución de la actualización de los pronósticos de inflación respecto a las trayectorias anunciadas.

En cuanto a la evolución de la inflación con respecto a sus proyecciones, destaca que entre el primer y el segundo trimestre de 2019, la inflación general aumentó, en línea con las proyecciones publicadas en febrero, mismas que se mantuvieron en mayo. Por su parte, la inflación subyacente ha seguido mostrando resistencia a disminuir, mientras que el componente no subyacente mostró reducciones importantes (Gráficas 79 y 80).

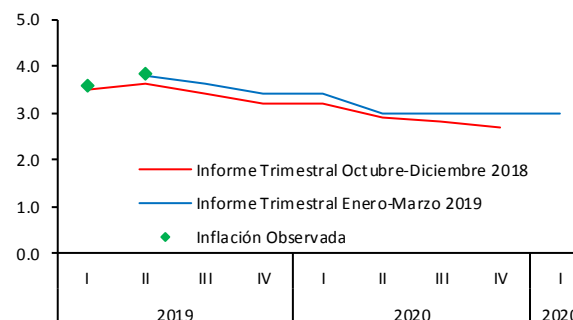
Gráfica 79
Pronósticos de Inflación General
 Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 80
Pronósticos de la Inflación Subyacente
 Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 4. Actualización de la Estimación de la Tasa Neutral de Interés en el Largo Plazo en México

1. Introducción

La tasa neutral de interés, referida indistintamente como tasa natural de interés, tasa neutral, o simplemente r^* , puede definirse como el nivel de la tasa de interés real de corto plazo que es consistente con el producto situado en su nivel potencial y la inflación en su objetivo (ver Laubach y Williams, 2003). Es decir, es la tasa real de corto plazo que se observaría en el largo plazo, cuando la economía se encuentra en equilibrio y se cumplen las condiciones anteriores.

La tasa neutral es relevante para los bancos centrales ya que puede usarse para determinar la postura de la política monetaria.¹ No obstante, a pesar de su importancia, la utilización de dicha tasa en la conducción de la política monetaria conlleva retos importantes, ya que la tasa neutral: (1) no es observable, y debe inferirse utilizando métodos cuantitativos que están sujetos a incertidumbre estadística; y (2) puede variar a lo largo del tiempo debido a cambios en diversos factores estructurales y transitorios.

En el largo plazo, la tasa neutral de interés depende de factores estructurales fuera del alcance de la política monetaria, tales como el crecimiento potencial de la economía, determinado, entre otras cosas, por la demografía y la evolución de la productividad total de los factores, así como por las preferencias de ahorro y la aversión al riesgo de hogares e inversionistas, entre otros. En este contexto, como se describe más adelante, para el caso de la economía mexicana hay factores, como la disminución en los flujos de recursos financieros provenientes del exterior, que en los últimos años pudieron haber contribuido a un incremento en la tasa referida. Mientras que otros, como un menor crecimiento económico potencial, pudieron haber contribuido a una disminución.

Dado que hay factores que pudieron haber afectado la tasa neutral en direcciones opuestas, un tema relevante para la conducción de la política monetaria en México, es evaluar empíricamente en cual dirección pudo haberse movido la tasa referida. En este contexto, el presente Recuadro presenta una actualización de la estimación de la tasa neutral.² Para ello, se estima r^* mediante: i) una regla de Taylor modificada que incluye un control para la política monetaria no convencional de Estados Unidos; ii) un modelo del ciclo de negocios (RBC, por sus siglas en inglés) para una economía pequeña y abierta; y iii) un modelo afín de la estructura temporal de tasas de interés.

Los resultados sugieren que el nivel de la tasa neutral real en el largo plazo se ubicaría entre 1.8 y 3.4 por ciento, lo cual con una inflación objetivo de 3 por ciento, implica que la tasa neutral nominal en el largo plazo se ubicaría entre 4.8 y 6.4 por ciento, de acuerdo a un rango promedio obtenido a través de las metodologías referidas, con un punto medio de 2.6 por ciento para la real y 5.6 por ciento para la nominal. Si bien el punto medio de la tasa neutral es 10 puntos base mayor al estimado anteriormente y presentado en el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2016, el 87% del rango nuevo está contenido en el rango anterior, lo que hace que este incremento sea relativamente pequeño y que, en consecuencia, se tome con cautela.

2. La tasa neutral en el Largo Plazo

Como se documentó en el Informe Trimestral Julio-Septiembre 2016, el nivel de r^* en el largo plazo en México depende de factores que afectan el crecimiento potencial, así como del comportamiento de largo plazo del mercado internacional de capitales.

Por el lado del crecimiento potencial, este podría estar influido negativamente, en primer lugar, por un menor crecimiento de la población y de la fuerza laboral durante el periodo 2000-2019.³ Adicionalmente, la productividad registró en promedio una tasa de crecimiento negativa durante el mismo periodo, mientras que la formación bruta de capital fijo tuvo un bajo desempeño en los últimos años, lo cual también pudo haber afectado en la última parte de este periodo al crecimiento potencial de la economía.⁴ Por el lado del mercado internacional de capitales, este podría estar afectado por el importante flujo de capitales hacia los mercados emergentes que se registraron durante los años 2009-2013. En este contexto, el mercado mexicano se vio beneficiado con el arribo de capitales, sobre todo en la inversión de cartera en instrumentos de renta fija. Ello pudo, en su momento, haber presionado a la baja el nivel de r^* en los años subsiguientes a la crisis financiera internacional. Al respecto, cabe señalar que las tasas de interés reales de largo plazo en México alcanzaron mínimos históricos entre 2012 y 2013. No obstante, a partir de 2014 las tasas reales de largo plazo han venido incrementándose. Este fenómeno puede estar relacionado con el entorno de incertidumbre que ha enfrentado la economía mexicana desde la segunda mitad de 2014, donde diversos choques adversos condujeron a una mayor restricción de financiamiento externo.

¹ Esta postura es neutral si la tasa de interés real de corto plazo es igual a r^* y es contractiva (expansiva) si la tasa real de corto plazo se ubica por arriba (abajo) de r^* .

² Una estimación anterior de la tasa neutral en el largo plazo puede consultarse en el Recuadro 2. "Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México" del Informe Trimestral Julio-Septiembre 2016.

³ El CONAPO estima que del 2010 al 2030 la población total crecerá más lentamente, al pasar de una tasa anual de 1.3 por ciento a 0.7 por ciento. Para

la población de 16 a 65 años de edad, su tasa de crecimiento anual pasaría de 1.8 por ciento a 0.6 por ciento en el mismo periodo.

⁴ De acuerdo con el INEGI, la productividad total de los factores en México, estimada mediante la metodología KLEMS, registró una tasa de crecimiento anual promedio de -0.50 entre 2000 y 2017 (nota metodológica: <https://www.inegi.org.mx/app/biblioteca/ficha.html?upc=702825068103>).

Entre estos choques destacan la caída en los precios internacionales del petróleo a partir de mediados del 2014, la disminución en la plataforma de producción de crudo, el proceso de normalización monetaria de la Reserva Federal y una elevada incertidumbre en torno al futuro de la relación económica entre México y Estados Unidos, entre otros. En consecuencia, los flujos de recursos financieros provenientes del exterior disminuyeron significativamente.⁵

Lo anterior pudo haber contribuido a un aumento marginal en la tasa neutral en largo plazo de 10 puntos base, de acuerdo a las estimaciones que en este Recuadro se describen.

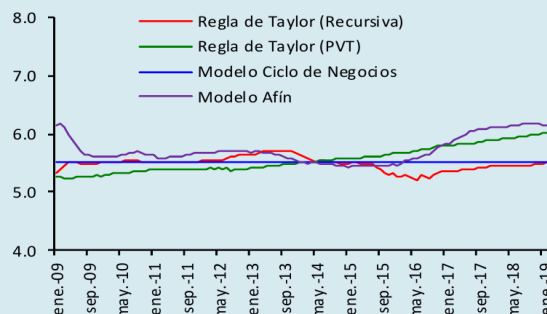
Para minimizar la incertidumbre alrededor de la estimación de r^* en el largo plazo, se usaron tres metodologías que se describen a continuación.⁶ La Gráfica 1 ilustra los resultados obtenidos con cada metodología.

- i) Regla de Taylor modificada. Se estima una regla de Taylor estándar con un indicador adicional que mide el efecto de las políticas no convencionales de la Reserva Federal que se aplicaron de 2009 a 2015 y que pudieron haber afectado la tasa neutral real en el largo plazo. Se infiere el valor de r^* a través del tiempo por medio de dos métodos, uno con una ventana recursiva y otro con parámetros que varían en el tiempo (PVT). La estimación recursiva estima que el nivel en el largo plazo de r^* es de alrededor de 2.5 por ciento en términos reales y de 5.5 por ciento en términos nominales (Gráfica 1, línea roja). Por su parte, la estimación con parámetros que varían en el tiempo promedia un nivel de 2.6 por ciento en términos reales y de 5.6 por ciento en términos nominales (Gráfica 1, línea verde).
- ii) Modelo de ciclos de negocios. Se estima un modelo de economía abierta con precios flexibles para replicar la dinámica del producto, el consumo, la inversión y las horas trabajadas en México, en línea con Lama (2011). El modelo infiere una tasa de interés real de equilibrio que es consistente con esta dinámica, la cual puede interpretarse como un nivel estimado de r^* en el largo plazo. Así, este es de 2.5 por ciento en términos reales y 5.5 por ciento en términos nominales (Gráfica 1, línea azul).
- iii) Información de mercados financieros. Se utiliza la expectativa de largo plazo de la tasa de interés nominal de corto plazo. Dicha expectativa se estima mediante un modelo afín tomando como base el trabajo de Kim y Wright (2005) utilizando datos para México. Se considera un horizonte a 10 años ya que en este periodo es muy probable que los factores transitorios más persistentes se hayan disipado. Así, r^* en el largo plazo se ubicó en 2.7 y en términos nominales en 5.7 por ciento (Gráfica 1, línea morada).

El Cuadro 1 resume los resultados de las metodologías que estiman el nivel de r^* en el largo plazo. El rango, calculado a

partir del promedio de los intervalos en cada método, apunta a que dicha tasa se ubicaría entre 1.8 y 3.4 por ciento en términos reales, lo cual para una inflación objetivo de 3 por ciento implica que la tasa neutral nominal se ubicaría entre 4.8 y 6.4 por ciento, con puntos medios en 2.6 por ciento para la tasa real y 5.6 por ciento para la tasa nominal.

Gráfica 1
Nivel de Largo Plazo de la Tasa Neutral Nominal
Por ciento



Fuente: Banco de México

Cuadro 1
Nivel de la Tasa Neutral Real y Nominal en el Largo Plazo
Por ciento

	Tasa Neutral Real		Tasa Neutral Nominal	
	Media Central	Rango	Media Central	Rango
Regla de Taylor Recursiva	2.5	1.6-3.4	5.5	4.6-6.4
Regla de Taylor PVT	2.6	1.9-3.3	5.6	4.9-6.3
Modelo de Ciclo de Negocios	2.5	1.5-3.6	5.5	4.5-6.6
Modelo Afín	2.7	2.3-3.2	5.7	5.3-6.2
Promedio actual	2.6	1.8-3.4	5.6	4.8-6.4
Promedio anterior	2.5	1.7-3.2	5.5	4.7-6.2

Nota: Para calcular la tasa neutral nominal, se añadió al promedio de cada metodología la meta de inflación del 3%. El intervalo para las reglas de Taylor corresponde a una desviación estándar de la estimación de enero 2001 a marzo 2019, para el modelo ciclo de negocios corresponde a la desviación estándar del promedio móvil con una ventana de un año y para el modelo afín corresponde a dos desviaciones estándar de la estimación. PVT significa parámetros que varían en el tiempo.

⁵ Para más detalles ver el Programa Monetario 2019.

⁶ Los detalles de estas metodologías pueden consultarse en Carrillo y otros (2018). El promedio de las estimaciones aquí presentadas abarca de enero de 2009 a marzo de 2019.

3. Consideraciones Finales

El presente Recuadro resume las estimaciones sobre el nivel de la tasa neutral en el largo plazo en México. Las estimaciones cuantitativas de esta variable sugieren que esta habría aumentado ligeramente. No obstante, cabe mencionar que los resultados presentados en este Recuadro deben tomarse con cautela, toda vez que una limitante importante acerca de los métodos cuantitativos es la incertidumbre que contienen. Esto, aunado a la dificultad para inferir de manera precisa la fase del ciclo económico en el que se encuentra la economía, hace necesario el uso de un conjunto amplio de variables e indicadores con el fin de analizar la postura monetaria necesaria para alcanzar el objetivo de estabilidad de precios.

4. Referencias

Carrillo, J. A., R. Elizondo, C. A. Rodríguez-Pérez, y J. Roldán-Peña (2018). "What Determines the Natural Interest Rate in an Emerging Economy", Documento de Investigación No. 2018-22, Banco de México.

Kim, D. H., y J. H. Wright. 2005. "An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant-Horizon Forward Rates", Finance and Economics Discussion Series No. 2005-33. Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

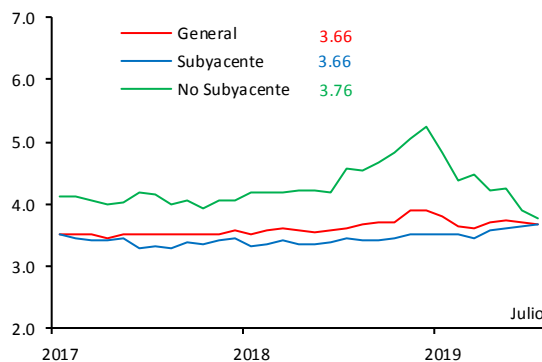
Lama (2011). "Accounting for Output Drops in Latin America", Review of Economic Dynamics, Vol. 14, 295-316.

Laubach T. y J. C. Williams (2003). "Measuring the Natural Rate of Interest", Review of Economics and Statistics, 85(4), 1063-1070.

En relación con las expectativas de inflación a diferentes plazos provenientes de encuestas y de los mercados financieros, destaca que estas han permanecido relativamente estables, si bien en niveles superiores a 3%. En particular, las medianas correspondientes al cierre de 2019 se incrementaron en el periodo que cubre este Informe. En particular, aquella para la inflación general aumentó de 3.60 a 3.75% entre marzo y mayo, si bien disminuyó en julio colocándose en 3.66%. En cuanto a las expectativas de inflación subyacente, la mediana aumentó de 3.45 a 3.66% entre marzo y julio, mientras que la correspondiente al componente no subyacente disminuyó de 4.46 a 3.76% en el mismo periodo (Gráfica 81).¹⁵ Respecto de las expectativas de inflación al cierre de 2020, estas no variaron significativamente. En particular, las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente se ajustaron de 3.57 a 3.60% y de 3.43 a 3.40%, respectivamente, entre marzo y julio de este año. Por su parte, aquellas correspondientes al componente no subyacente disminuyeron de 4.42 a 4.34% (Gráfica 82). En cuanto a las expectativas de mediano plazo (próximos 4 años), la mediana para la inflación general se mantuvo alrededor de 3.55% entre marzo y mayo, para ubicarse en 3.50% en julio, mientras que para el componente subyacente se mantuvo alrededor de 3.50%, disminuyendo en julio a 3.41%.

Con respecto a las medianas de las expectativas de inflación general y subyacente de largo plazo (próximos 5 a 8 años), estas se mantuvieron estables en 3.50 y 3.40%, respectivamente. De esta manera, en el periodo que cubre este Informe las expectativas de inflación continuaron ubicándose en niveles por encima del objetivo de inflación de 3% (Gráfica 83).¹⁶

Gráfica 81
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2019
 Por ciento

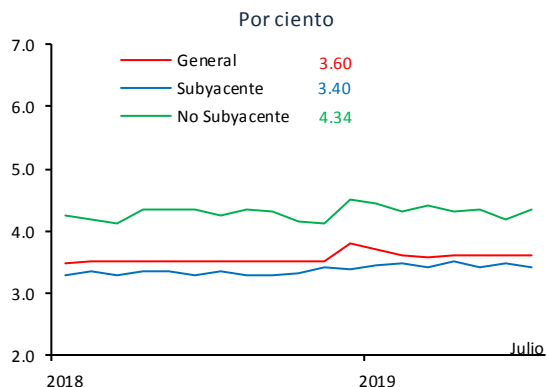


Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

¹⁵ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex disminuyó de 3.70% a 3.64% entre las encuestas del 20 de marzo de 2019 y la del 20 de agosto de 2019. Por su parte la mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex se mantuvo en 3.60% entre las mismas encuestas.

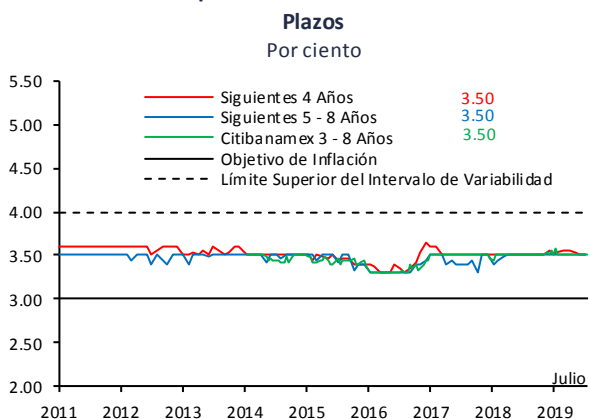
¹⁶ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo en 3.5% entre las encuestas del 20 de marzo de 2019 y la del 20 de agosto de 2019.

Gráfica 82
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2020



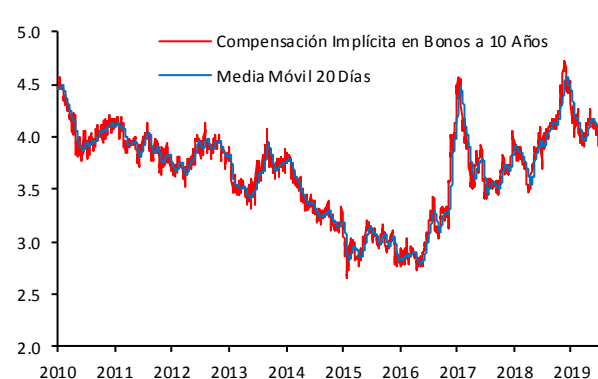
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Gráfica 83
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos



Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

Gráfica 84
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos



Fuente: Estimación de Banco de México con Datos de Valmer y PiP.

Gráfica 85
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado^{1/}



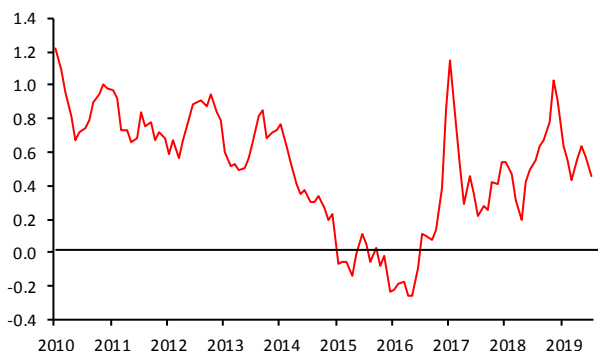
^{1/} La expectativa de inflación se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
 Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

La compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo) registró un aumento entre marzo y junio de este año para posteriormente disminuir en julio y agosto (Gráfica 84). En relación con sus componentes estimados, las expectativas de inflación de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) disminuyeron de 3.10 a 3.08% entre marzo y julio de este año (Gráfica 85). Por su parte, la estimación de la prima por riesgo inflacionario, si bien aumentó de 0.43 a 0.64% entre marzo y mayo, recientemente disminuyó para situarse en 0.46% en julio (Gráfica 86).¹⁷

¹⁷ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro “Descomposición de la Compensación

por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario” en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013.

Gráfica 86
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a
10 Años ^{1/}
 Por ciento



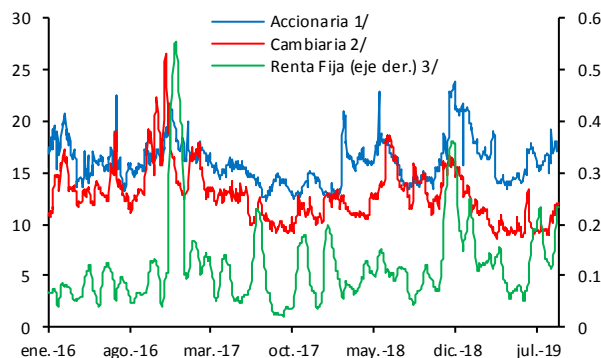
^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PIP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).
 Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

En cuanto a los determinantes de la inflación, con respecto a la posición cíclica de la economía, se estima que en el segundo trimestre del año en curso, las condiciones de holgura siguieron relajándose, incluso más de lo previsto, ampliándose la brecha del producto en terreno negativo.

Respecto de los mercados financieros nacionales, si bien durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, estos se vieron favorecidos por la expectativa de políticas monetarias más acomodaticias en economías avanzadas, se observaron episodios de volatilidad asociados a factores externos e idiosincrásicos. El primero, a principios de junio, estuvo relacionado con: i) la amenaza de la imposición de aranceles a las importaciones de productos mexicanos por parte de Estados Unidos; y ii) las revisiones a la perspectiva o calificación de la deuda soberana y de Pemex por parte de las agencias calificadoras Moody's y Fitch Ratings. Dicha volatilidad se atenuó ante el acuerdo alcanzado entre los gobiernos de Estados Unidos y México en materia migratoria, en conjunto con un ambiente de mayor apetito por riesgo entre los inversionistas. Posteriormente, se han presentado episodios de volatilidad asociados con: i) el resurgimiento, desde principios de agosto, de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, y sus repercusiones en los mercados financieros internacionales; ii) la desaceleración mayor a la esperada de algunas economías; y iii) el contagio a

monedas emergentes de la volatilidad en los mercados financieros en Argentina después de conocerse el resultado de las elecciones primarias en ese país (Gráfica 87).

Gráfica 87
Volatilidad en los Mercados Financieros en México
 Por ciento



^{1/} Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.

^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.

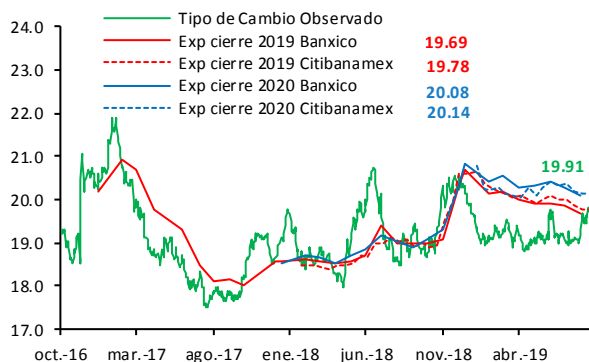
^{3/} Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

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

En este contexto, durante la mayor parte del periodo, el tipo de cambio tuvo un desempeño favorable relacionado con el mayor apetito por riesgo entre los inversionistas ante la perspectiva de políticas monetarias más acomodaticias en las principales economías avanzadas; la reducción importante de las tasas de interés de bonos gubernamentales a lo largo de toda la curva de rendimientos en Estados Unidos; y en su momento, la tregua en las disputas comerciales entre China y Estados Unidos. No obstante, la cotización de la moneda nacional se vio afectada durante los episodios de volatilidad antes referidos. En particular, durante el primero, el peso registró un nivel máximo intradía de 19.88 pesos por dólar y recientemente –ante el nuevo brote de incertidumbre– dicho nivel intradía ha alcanzado 20.13 pesos por dólar (Gráfica 88 y Gráfica 89). Considerando lo anterior, de finales de marzo a la fecha, la moneda nacional ha oscilado en un rango de entre 18.77 y 19.91 pesos por dólar, para ubicarse actualmente en un nivel de 19.91 pesos por dólar, lo que representa una depreciación de aproximadamente 3.5% respecto del nivel observado a finales de marzo.

En este contexto, es importante subrayar que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, el Banco de México contribuirá a que este se dé de manera ordenada y buscando evitar efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

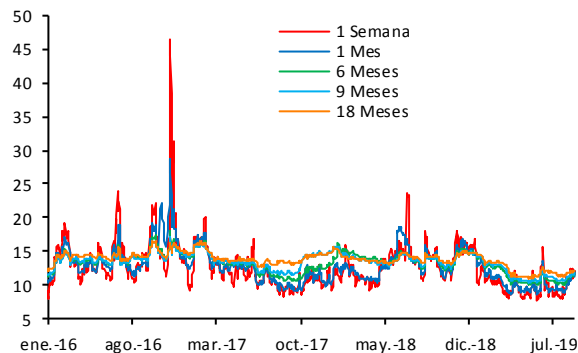
Gráfica 88
Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de julio y de la encuesta Citibanamex del 20 de agosto de 2019.

Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Gráfica 89
Volatilidad Implícita en Opciones del Tipo de Cambio
Por ciento

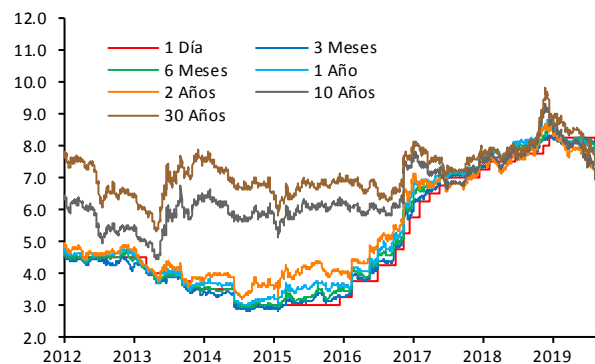


Fuente: Bloomberg.

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México en el periodo de referencia, pueden distinguirse dos episodios. Primero, de finales de

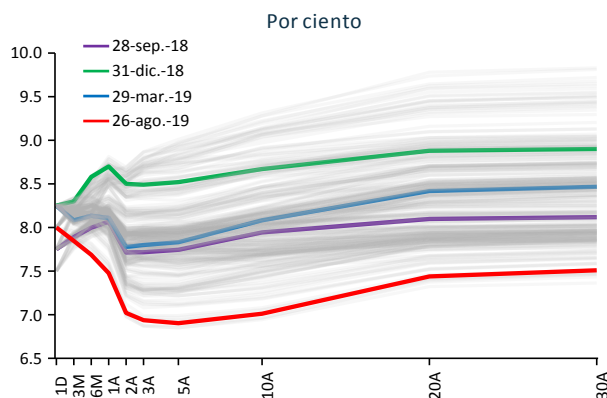
marzo a finales de mayo, las tasas de interés correspondientes al corto plazo aumentaron, aunque moderadamente. Por su parte, aquellas de mediano y largo plazos no registraron cambios importantes en el mismo periodo. Si bien a principios de junio estas aumentaron ante la amenaza por parte de Estados Unidos a México de imponer aranceles a la importación de productos nacionales, a partir de entonces las tasas de interés en todos sus plazos disminuyeron considerablemente. En particular, durante el primer episodio las tasas de 2 y 10 años se mantuvieron alrededor de 7.7 y 8.0% para, posteriormente, disminuir a 7.0% en ambos casos, de junio a la fecha (Gráficas 90 y 91). Dicha disminución está asociada principalmente con un ajuste importante a la baja en las tasas de interés en Estados Unidos relacionado con la expectativa de una política monetaria más acomodaticia en dicho país y en otras economías avanzadas; y el reciente resurgimiento en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos. Asimismo, también contribuyeron al comportamiento de las tasas de interés en México, la publicación de datos económicos de diversas economías que continúan apuntando hacia una desaceleración económica generalizada; y la decisión de Banco de México de disminuir el objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 25 puntos base en agosto.

Gráfica 90
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

Gráfica 91
Curva de Rendimientos de México



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.

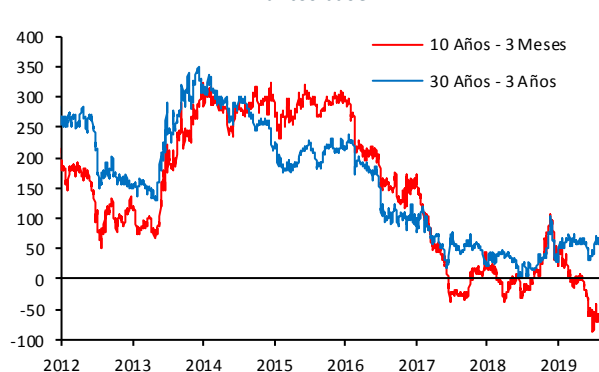
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Dado el comportamiento anteriormente descrito en las tasas de interés en México, la pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) se mantuvo estable durante abril y la mayor parte de mayo, para disminuir posteriormente a partir de principios de junio, dada la importante reducción en las tasas de interés de 10 años. Cabe destacar que la pendiente observada en México continúa siendo inferior a las de otras economías emergentes (Gráfica 92 y Gráfica 93). Así, el comportamiento reciente de la curva de rendimientos en México requiere de un análisis de la evolución de las tasas de interés de largo plazo. Al descomponer la tasa de interés de 10 años en sus dos componentes – la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo y la prima por plazo –, destaca que ambos han disminuido en el periodo que cubre este Informe (Gráfica 94, ver Recuadro 5 para una descripción de la estimación). En este contexto, persisten riesgos idiosincrásicos, que en caso de materializarse, podrían conducir a un incremento de la prima por plazo, lo que presionaría al alza las tasas de interés de mediano y largo plazo.

Por su parte, en cuanto a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, como ya se mencionó, en su reunión de junio, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales. Por su parte, en su reunión de julio, la Reserva Federal redujo el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 25 puntos base como era esperado por el mercado, si bien en la conferencia de prensa, el Presidente de este Instituto Central destacó que dicha reducción no

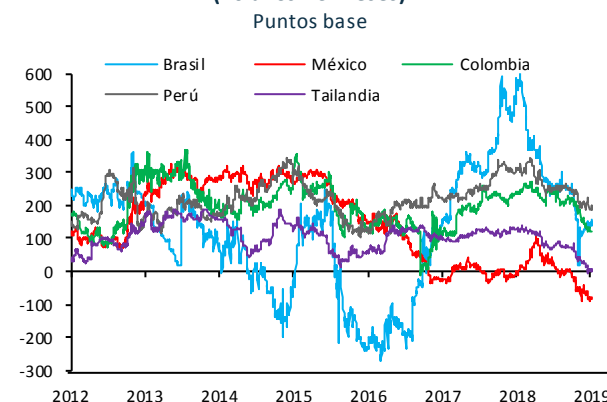
necesariamente implicaba un ciclo prolongado de reducciones en dichas tasas.

Gráfica 92
Pendiente de la Curva de Rendimientos



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 93
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
(10 años - 3 meses)



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 94
Expectativa de la Tasa de Corto Plazo y Prima Por Plazo en México



Fuente: Estimación del Banco de México con datos de Valmer, Proveedor Integral de Precios y Bloomberg.

Recuadro 5. Evolución de las Primas por Plazo en México

1. Introducción

Analizar la dinámica de las tasas de interés de largo plazo es de suma importancia para los bancos centrales, entre otros factores debido a que las decisiones de gasto de los hogares y empresas pueden verse influidas por dichas tasas. De acuerdo con la hipótesis de las expectativas de la estructura temporal de las tasas de interés,¹ las tasas de mayor plazo serían iguales al promedio de la tasa de interés de corto plazo actual y las expectativas de esta última en un horizonte de largo plazo. En principio, un banco central, mediante sus acciones de política monetaria y su estrategia de comunicación, puede influir sobre las expectativas referidas.

En adición a lo anterior, la literatura sobre la materia considera que las tasas de interés de largo plazo también incluyen una prima por plazo, que se define como la compensación que los inversionistas demandan por mantener instrumentos financieros de más largo plazo en lugar de aquellos de corto plazo. Los cambios en esta prima pueden derivarse de diversos eventos que afectan a la economía como pueden ser la liquidez en los mercados financieros internacionales y la demanda relativa por instrumentos financieros de distintos plazos. Asimismo, la prima por plazo puede reflejar el grado de incertidumbre en el entorno económico, de tal manera que al aumentar la incertidumbre, las primas demandadas por los inversionistas serían mayores. Después de la crisis financiera global de 2008, una creciente literatura ha puesto un mayor énfasis en la prima por plazo como un factor importante que explica la evolución de las tasas de interés de largo plazo.² En este sentido, para la conducción de la política monetaria también es relevante entender la dinámica y determinantes de la prima referida.

Este Recuadro tiene como propósito estimar la prima por plazo implícita en la tasa de interés de bonos gubernamentales a 10 años en México y determinar los principales componentes que han explicado su evolución. Para ello, en primer término se estima la expectativa de la tasa de interés de corto plazo en un horizonte a 10 años, y después se obtiene la prima por plazo como el residual entre la tasa de interés de largo plazo y dicha expectativa. Debido a que la expectativa de la tasa de interés de corto plazo y, en consecuencia, la prima por plazo son variables no observables, estas tienen que inferirse a través de métodos cuantitativos, cuyos resultados están sujetos a incertidumbre estadística, por lo tanto se aplican varias metodologías para que ver qué tan robustos son los resultados en términos de su evolución.

Los resultados sugieren que las estimaciones de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo en un horizonte de 10 años y de las primas por plazo calculadas a partir de ellas, presentan

dinámicas similares entre las metodologías utilizadas, aunque sus niveles varían entre estas.³ Adicionalmente se encuentra que las variables que tienen mayor relevancia para explicar su dinámica parecerían ser la prima por plazo de Estados Unidos; la compensación por riesgo cambiario; y la compensación real, definida como la diferencia entre los udibonos de 10 y 3 años.

2. Estimación de las primas por plazo

En la literatura sobre este tema, se considera que la tasa de interés de largo plazo tiene dos componentes: i) la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo y ii) una prima por plazo, es decir:

$$i_t^{(n)} = \frac{1}{n} \sum_{i=0}^{n-1} E_t(i_{t+i}^{(1)}) + PP_t^{(n)}. \quad (1)$$

El primer término del lado derecho captura la expectativa promedio referida en un horizonte de n periodos. Así, mediante el uso de distintas metodologías es posible estimar esta expectativa, para después calcular la prima por plazo como el residual entre la tasa de interés al vencimiento n y dicha expectativa promedio,

$$PP_t^{(n)} = i_t^{(n)} - \frac{1}{n} \sum_{i=0}^{n-1} E_t(i_{t+i}^{(1)}). \quad (2)$$

Para la estimación de dichos componentes se utilizan las tasas de interés cupón cero compuestas a diferentes vencimientos que van de 1 mes a 10 años. La muestra es de frecuencia diaria y abarca de enero de 2002 a julio de 2019.

Las metodologías que se utilizan para estimar la expectativa de la tasa de interés de corto plazo son:

- El promedio de los swaps de la TIIE con vencimientos de 1, 3, 5, 7 y 10 años. Esta medida considera las expectativas de los agentes económicos sobre la tasa de interés de corto plazo a diferentes horizontes extraídas de instrumentos financieros.
- Dos modelos afines de la estructura temporal de tasas de interés. Uno similar en estructura al presentado en Kim y Wright (2005) –en adelante KW–, otro en línea con Adrian y otros (2013) –en adelante ACM–, ambos implementados con datos para México. Estas últimas metodologías son más complejas porque utilizan como base un modelo afin para estimar la expectativa de la tasa de interés de corto plazo. Como se muestra en el Cuadro 1, la diferencia entre ambos métodos radica en la forma de estimar los parámetros, el periodo de estimación, la información incluida en el modelo y los factores considerados.

Los resultados de las estimaciones de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo se muestran en la Gráfica 1, mientras que las correspondientes a la prima por plazo se muestran en

¹ Ver Fama y Bliss (1987) y Bakaert y Hodrick (2001).

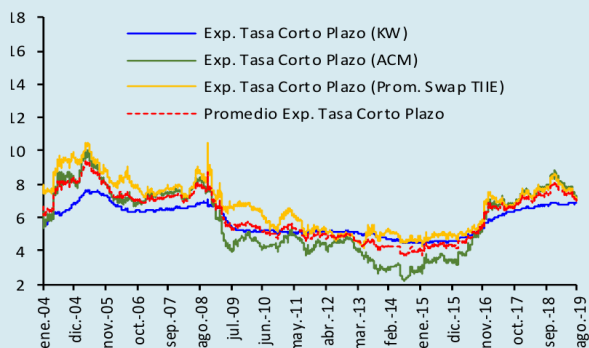
² Ver Kim y Orphanides (2007), Wright (2008), Adrian y otros (2013), Bernanke (2013,2015), Ceballos y otros (2014) y BIS (2017).

³ Esto es consistente con Li y otros (2017) y BIS (2017) quienes señalan que la estimación de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo y su respectiva prima depende de las características del modelo utilizado.

la Gráfica 2. Si bien la dinámica obtenida mediante cada una de las metodologías varía en nivel, en general, presentan tendencias similares.

Cuadro 1 Diferencias entre la Estimación de los Modelos Afines	
Kim y Wright (2005)	Adrian, Crump y Moench (2013)
Periodo de Estimación	
Enero 2002 a julio 2019	Enero 2004 a julio 2019
Factores	
3 latentes	5 Observados
Se estiman con filtro de Kalman	Se estiman con componentes principales
Tasas de interés utilizadas (meses)	
1,3,6,12,24,36,60,84,120	1,2,3,4,5,6,7,....,120
Método de estimación	
Máxima verosimilitud	Regresiones lineales

Gráfica 1
Expectativas de la Tasa de Interés de Corto Plazo en un Horizonte a 10 años
Por ciento

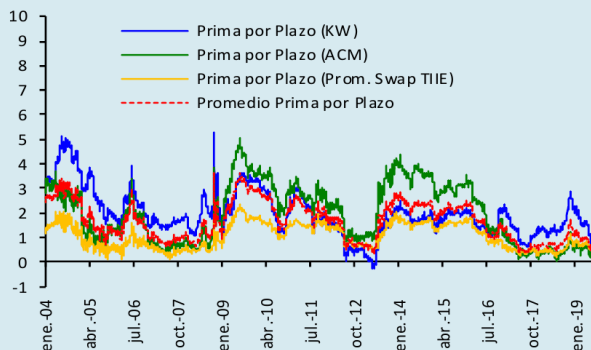


Fuente: Banco de México con datos de Valmer y Bloomberg.

En las Gráficas 3 y 4 se presentan las trayectorias de los promedios tanto de la expectativa de la tasa de interés de corto plazo como de la prima por plazo, con sus respectivos rangos.⁴ En cuanto a la evolución de la expectativa promedio de la tasa de corto plazo, esta muestra una reducción significativa asociada con la crisis financiera global de 2008, de 8% a 6% entre julio de 2008 y diciembre de 2009. Posteriormente, muestra cierta tendencia decreciente, para posteriormente oscilar cerca de 4% durante 2014 y 2015. A partir de 2016 comienza a aumentar hasta llegar a 8% en diciembre de 2018. Lo anterior en un entorno de incertidumbre y choques inflacionarios importantes. Finalmente, a lo largo de 2019 ha

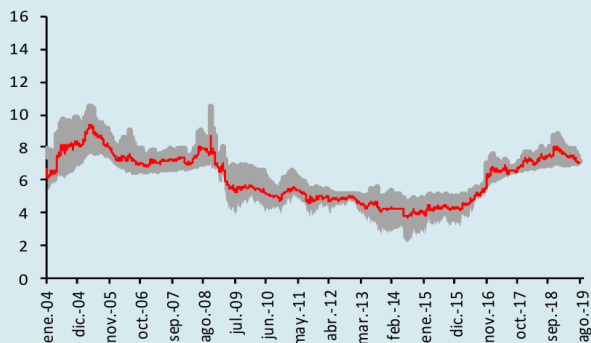
mostrado una tendencia descendente y actualmente se ubica en niveles alrededor de 7%.

Gráfica 2
Prima por Plazo a 10 años
Por ciento



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

Gráfica 3
Promedio de las Expectativas de las Tasas de Interés de Corto Plazo en un Horizonte a 10 años
Por ciento



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

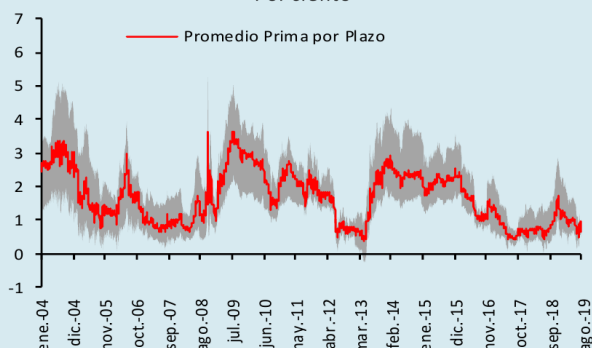
Nota: El área gris es el rango que corresponde a los mínimos y máximos las diferentes metodologías utilizadas para la estimación.

Con respecto a la dinámica de la prima por plazo, esta aumentó durante la crisis financiera global, alcanzando niveles de 3.6% en julio de 2009. Durante la implementación de los programas de relajamiento monetario cuantitativo por parte de la Reserva Federal, mostró una tendencia descendente, hasta ubicarse en niveles mínimos históricos de 0.5% en abril de 2013. A partir del episodio denominado “Taper Tantrum” presentó un importante ajuste al alza, para posteriormente fluctuar alrededor de 2.6% hasta finales de 2015. A inicios de 2016 mostró una tendencia descendente, que se interrumpió a finales de 2016 cuando la prima por plazo repuntó durante las elecciones presidenciales en Estados Unidos, para

⁴ Los rangos corresponden a los mínimos y máximos de las diferentes metodologías utilizadas para la estimación.

posteriormente retomar su tendencia descendente durante 2017. Después de permanecer relativamente estable durante los primeros tres trimestres del año pasado, esta aumentó significativamente de 0.7% en septiembre de 2018 a 1.7% en noviembre de ese mismo año. Finalmente, a lo largo de 2019 ha venido disminuyendo, actualmente ubicándose nuevamente alrededor de 0.7%.

Gráfica 4
Promedio de las Primas por Plazo a 10 años
Por ciento



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

Nota: El área gris es el rango que corresponde a los mínimos y máximos de las diferentes metodologías utilizadas para la estimación.

3. Análisis de los determinantes de la prima por plazo

La descripción anterior muestra que la evolución de la prima por plazo podría asociarse con diversos acontecimientos, como el “Taper Tantrum” y las elecciones presidenciales de Estados Unidos, entre otros. En esta sección se realiza un análisis empírico de los factores que pueden estar explicando el comportamiento de la prima referida.

En la literatura se ha documentado que la dinámica de la prima por plazo puede ser explicada principalmente por una prima por plazo real y una prima por riesgo inflacionario.⁵ En adición, Hördahl y otros (2016) encuentran que la prima por plazo de Estados Unidos es más importante que la expectativa de tasa de interés de corto plazo para explicar la dinámica de la tasa de interés de largo plazo de las economías de mercados emergentes (EMEs). En el mismo sentido, Albagli y otros (2018) muestran que cambios en la prima por plazo en Estados Unidos inciden sobre la evolución de las tasas de interés de largo plazo de las EMEs.

En este contexto, se consideran los siguientes determinantes de la prima por plazo promedio de México:

1. Prima por plazo de Estados Unidos. Estimada por Kim y Wright (2005). Como ya se mencionó, esta puede interpretarse como un factor de riesgo global para las economías emergentes.

⁵ Ver Abrahams y otros (2015), Bauer (2017) y Bernanke (2015).

2. Compensación por riesgo cambiario. Calculada como la diferencia entre el Mbono y el UMS (tasa de interés del Mbono emitida en dólares), ambos con un vencimiento de 10 años.
3. Compensación real (prima por plazo real). Calculada como la diferencia entre los Udibonos con vencimientos a 10 años y a 3 años.

Con el propósito de identificar la contribución de cada uno de estos elementos sobre la prima por plazo promedio a través del tiempo, se realiza un ejercicio econométrico. En particular, se estima la siguiente regresión con parámetros que varían en el tiempo mediante métodos bayesianos:

$$Y_t = \beta_{0,t} + \beta_{1,t}X_{1t} + \beta_{2,t}X_{2t} + \beta_{3,t}X_{3t} + \vartheta_t,$$

$$\beta_{i,t+1} = \beta_{i,t} + \varepsilon_{it},$$

- ✓ Y_t corresponde a la prima por plazo promedio.
- ✓ $\vartheta_t \sim N(0, \sigma_\vartheta^2)$, $\varepsilon_{it} \sim N(0, \sigma_i^2)$, $i = 0, \dots, 3$ y $cov(\vartheta_t, \varepsilon_t) = 0$
- ✓ $\beta_{i,t}$ son los coeficientes a estimar que varían en el tiempo.
- ✓ La matriz X_t incluye a las variables explicativas.
- ✓ Debido a la disponibilidad de la información, el periodo de estimación abarca de enero de 2007 a junio de 2019 con frecuencia diaria.

En el Cuadro 2 se muestran los coeficientes promedio de la estimación de cada determinante de la prima por plazo, los cuales son estadísticamente significativos. Tanto la prima por plazo de Estados Unidos como la compensación real y por riesgo cambiario tienden a afectar positivamente a la prima por plazo de México.

Cuadro 2

Coefficientes Promedio de los determinantes de la prima por plazo (enero 2007-junio 2019)

Prima por Plazo EEUU	0.33 [0.30 0.36]
Compensación Real	0.52 [0.49 0.54]
Compensación Tipo Cambio	0.26 [0.24 0.27]
Constante	0.47 [0.43 0.51]

Nota: Los números en corchetes corresponden a las bandas del 16% y 84%.

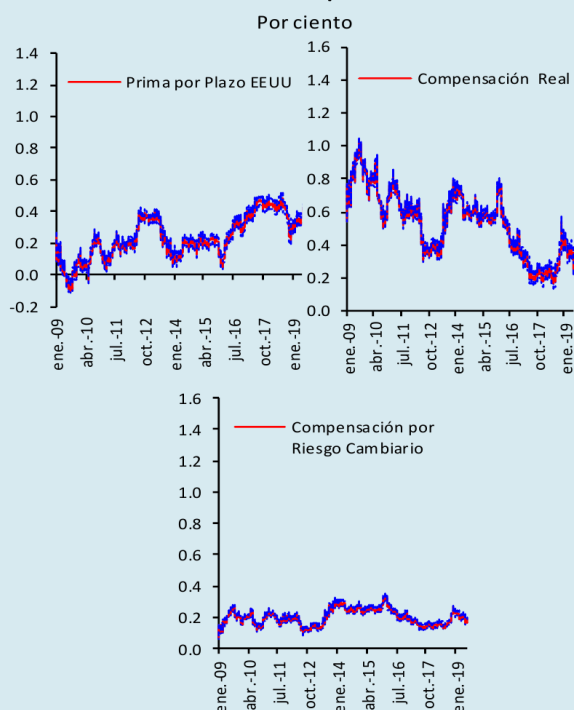
Fuente: Banco de México

En la Gráfica 5 se presenta la evolución en el tiempo de los coeficientes de los componentes de la prima por plazo promedio. El coeficiente de la compensación por riesgo cambiario ha sido relativamente constante en el tiempo. Por su parte, el coeficiente de la compensación real ha mostrado una

tendencia a la baja. En contraste, el coeficiente de la prima por plazo de EE.UU. ha presentado una tendencia al alza. Cabe mencionar que estos dos últimos son más volátiles que el primero.

En la Gráfica 6 se muestran las contribuciones de cada uno de los determinantes referidos sobre la evolución de la prima por plazo en México desde 2009 a la fecha. Con la finalidad de analizar con más detalle la contribución que han tenido cada uno de estos determinantes sobre el comportamiento de la prima por plazo en México, se discuten dos periodos en los que la prima por plazo tuvo repuntes significativos, el “Taper Tantrum” y las últimas elecciones presidenciales en Estados Unidos.

Gráfica 5
Coefficientes de la Regresión con parámetros que varían en el tiempo

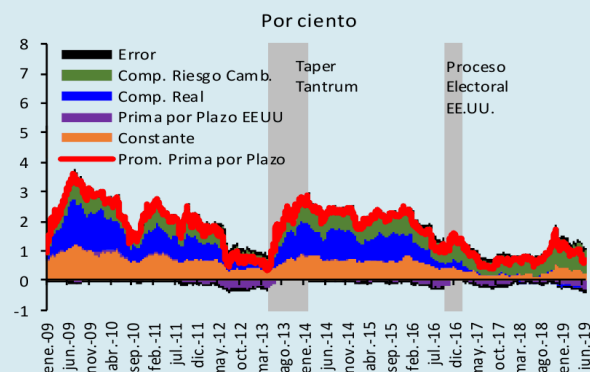


Fuente: Banco de México

“Taper Tantrum” (abril 2013 – enero 2014). En respuesta a comentarios sobre la posible reducción en el ritmo de compra de activos financieros por parte de la Reserva Federal, se observó un incremento tanto en la prima por plazo de Estados Unidos, como en la volatilidad de los mercados financieros internacionales que impactaron a las EMEs. Al mismo tiempo, la compensación real en México se incrementó ante menores flujos de capital. En este contexto, durante este periodo la prima por plazo se incrementó alrededor de 214 puntos base (pb), con una contribución de 117pb de la compensación real, 60pb de la prima por plazo de EE.UU., 32pb de la constante y 5pb de la compensación por riesgo cambiario.

Proceso electoral Estadounidense (octubre 2016 - enero 2017). Durante el proceso electoral de Estados Unidos y, en particular, días después de la elección del 8 de noviembre de 2016, se registró un incremento sustancial en la prima por plazo en EE.UU. y una apreciación del dólar. En ese contexto, la prima por plazo en México tuvo un incremento de 50pb, de los cuales 24pb correspondieron a la prima por plazo de Estados Unidos, 6pb a la compensación por riesgo cambiario, 11pb a la compensación real y 9pb a la constante.

Gráfica 6
Componentes del Promedio de la Prima por Plazo



Fuente: Banco de México

4. Consideraciones Finales

En el presente Recuadro se presentó la estimación de los dos componentes de las tasas de interés de largo plazo: la expectativa de la tasa de interés de corto plazo y la prima por plazo. Toda vez que dichos componentes son variables no observables, es importante subrayar que existe incertidumbre inherente en su estimación, por lo que sus resultados deben tomarse con cautela.

Con el fin de obtener resultados relativamente más robustos de ambas variables y, en particular, de la prima por plazo, se consideraron diferentes métodos para su estimación y se calculó una trayectoria promedio de ambos componentes derivada de las diferentes metodologías utilizadas. La evolución de la prima por plazo sugiere que esta se ha visto afectada por diversos acontecimientos como los programas de relajamiento monetario cuantitativo implementados por la Reserva Federal, el episodio denominado “Taper Tantrum”, la volatilidad generada por el proceso electoral de EE.UU., así como aquella asociada con eventos idiosincrásicos, como la cancelación de algunos proyectos de infraestructura en México y diversos choques a la inflación.

Cabe mencionar que los tres determinantes que han explicado la dinámica de la prima por plazo en México son la prima por plazo en EE.UU., la compensación real y la compensación por riesgo cambiario.

5. Referencias

Abrahams M., Adrian T., Crump R.K. y Moench E. (2015), “Decomposing Real and Nominal Yield Curves”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Núm. 570.

Adrian, T., Crump, R.K. y Moench, E. (2013), “Pricing the Term Structure with Linear Regressions”, *Journal of Financial Economics* Vol. 110, Núm. 1, 110–138.

Albagli E., Ceballos L., Claro S., y Romero D. (2018), “Channels of US Monetary Policy Spillovers to International Bond Markets”, BIS Working Papers, Núm. 719.

Bauer M. (2017), “A New Conundrum in the Bond Market?”, FRBSF Economic Letter Núm. 2017-34.

Bekaert G. y Hodrick R. (2001), “Expectations Hypothesis Tests”, *Journal of Finance*, Vol. 56, 1357–94.

Bernanke Ben S. (2013), “Long-Term Interest Rates”, Annual Monetary/Macroeconomics Conference: The Past and Future of Monetary Policy.

Bernanke Ben S. (2015), “Why Are Interest Rates So Low, part 4: Term Premiums”, del Blog de Ben Bernanke.

BIS (2017), “Term Premia: Concepts, Models and Estimates”, Box II A, 87th Annual Report, April 2016–March 2017.

Ceballos, L., Naudon, A. y Romero, D. (2014), “Nominal Term Structure and Term Premia. Evidence from Chile”, Central Bank of Chile, MPRA Paper No. 60911.

Fama E. y Bliss R. (1987), “The Information in Long-Maturity Forward Rates”, *The American Economic Review*, Vol. 77, Núm. 4, 680-692.

Hördahl P., Sobrun J., y Turner P. (2016), “Low Long-Term Interest Rates as a Global Phenomenon”, BIS Working Papers, Núm. 574.

Kim D. H., Wright J. (2005), “An Arbitrage-Free Three-Factor Term Structure Model and the Recent Behavior of Long-Term Yields and Distant Horizon Forward Rates”, Finance and Economics Discussion Series. 2005-33. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

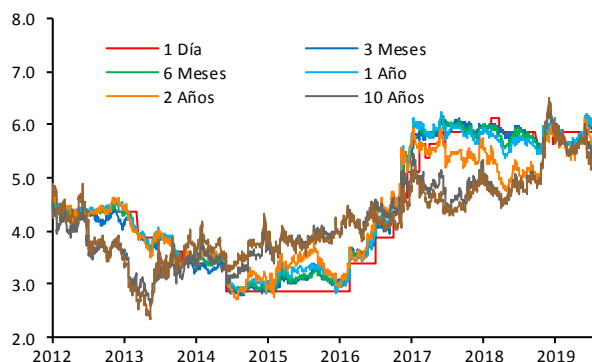
Kim D. H. y Orphanides A. (2007), “The Bond Market Term Premium: What is it, and How Can We Measure it?”, BIS Quarterly Review, June 2007.

Li C., Meldrum A. y Rodriguez M. (2017), “Robustness of Long-Maturity Term Premium Estimates”, Federal Reserve Notes.

Wright J. (2008), “Term Premiums and Inflation Uncertainty: Empirical Evidence from an International Panel Dataset”, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C.

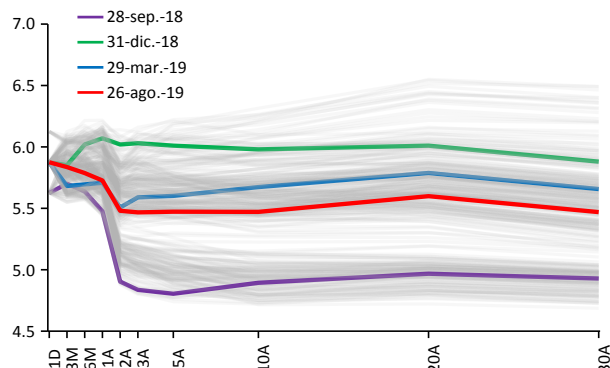
De acuerdo con el comportamiento anteriormente descrito, y dado que las tasas de interés de mediano y largo plazos en Estados Unidos registraron un comportamiento descendente la mayor parte del periodo de referencia, los diferenciales de tasas de interés para dichos plazos entre México y Estados Unidos presentaron ligeros incrementos hasta finales de mayo, para luego estabilizarse en niveles similares a los observados al principio del periodo que cubre este Informe. No obstante, en el margen han disminuido ligeramente, especialmente los de más largo plazo (Gráfica 95 y Gráfica 96). Cabe destacar que dichos diferenciales permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes (Gráfica 97).

Gráfica 95
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Por ciento



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

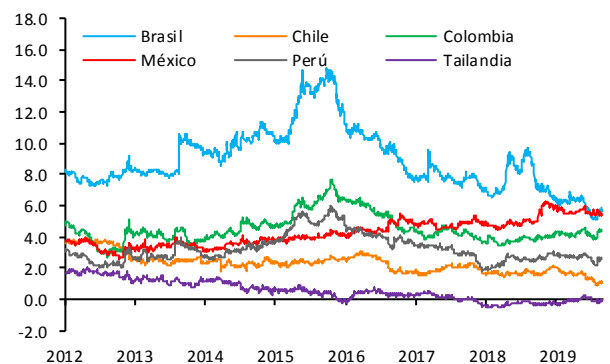
Gráfica 96
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos Porcentuales



Nota: Las líneas grises se refieren a las curvas de rendimientos diarias desde el 1º de junio de 2018.

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

Gráfica 97
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 años de Varios Países con respecto a Estados Unidos
 Por ciento

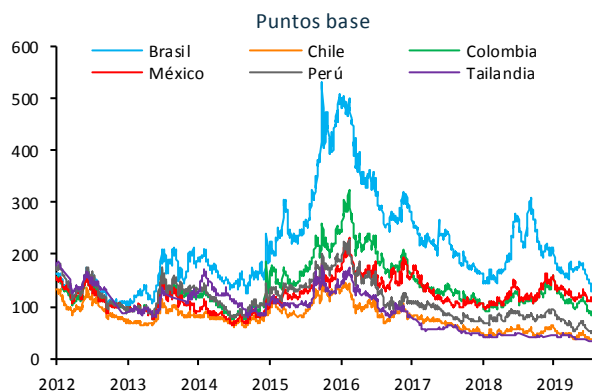


Fuente: Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano en México disminuyeron durante el periodo, si bien han aumentado en el margen en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes. Destaca que estos permanecen en niveles elevados respecto a los de economías de calificación crediticia comparable (Gráfica 98). Asimismo, el diferencial entre las primas del seguro de protección contra incumplimiento de la deuda de Pemex y la soberana se incrementó y actualmente se ubica en niveles elevados (Gráfica 99).

Finalmente, es importante destacar que persisten riesgos cuya materialización pudiera generar episodios adicionales de volatilidad en los mercados financieros nacionales, como la incertidumbre respecto a la relación bilateral entre México y Estados Unidos, las perspectivas crediticias, tanto para la deuda de Pemex como la soberana, así como un mayor escalamiento en las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos.

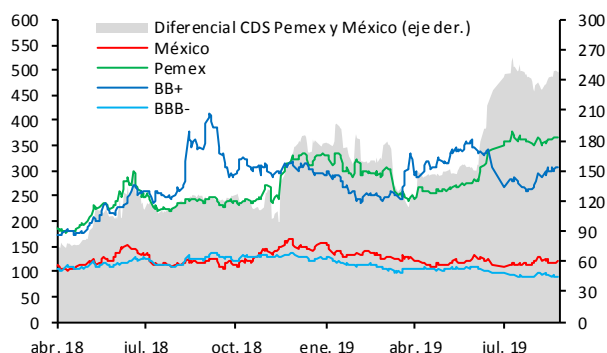
Gráfica 98
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional ^{1/}
 Puntos base



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

Fuente: Bloomberg.

Gráfica 99
Credit Default Swaps a 5 años de México y Pemex
 Puntos base



Nota: La línea BB+ y BBB- corresponden al promedio de los CDS de la deuda soberana de economías emergentes con esa calificación.

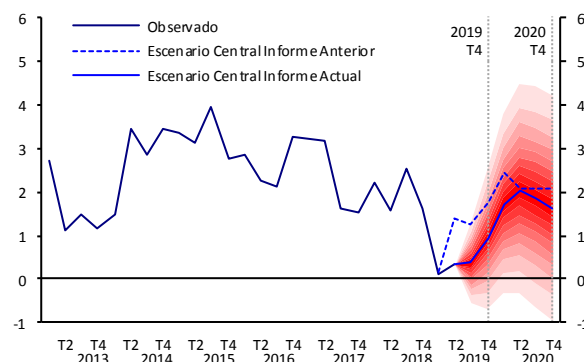
Fuente: Banco de México con datos de Bloomberg y Fitch.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2019 se modifican de un intervalo de entre 0.8 y 1.8% en el Informe anterior a uno de entre 0.2 y 0.7%. Para 2020, se espera que el crecimiento del PIB se ubique en un intervalo de entre 1.5 y 2.5%, rango que se compara con el de 1.7 y 2.7% en el Informe previo (Gráficas 100 y 101).¹⁸ La revisión para 2019 se deriva del hecho de que, de acuerdo con la información publicada por el INEGI, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre fue menor a lo previsto –lo que indica una debilidad más profunda de los componentes de la demanda interna a lo estimado con anterioridad–, así como de ajustes a la baja en el crecimiento esperado a lo largo del horizonte de pronóstico para la producción industrial en Estados Unidos y en la plataforma de producción petrolera.¹⁹ Se considera que dichos efectos podrían ser parcialmente contrarrestados en el corto plazo por las acciones anunciadas por la Secretaría de Hacienda para la normalización del gasto público. Así, si bien se continúa anticipando que en los próximos trimestres se observe una recuperación en el ritmo de crecimiento de la economía, se estima que esta será gradual.

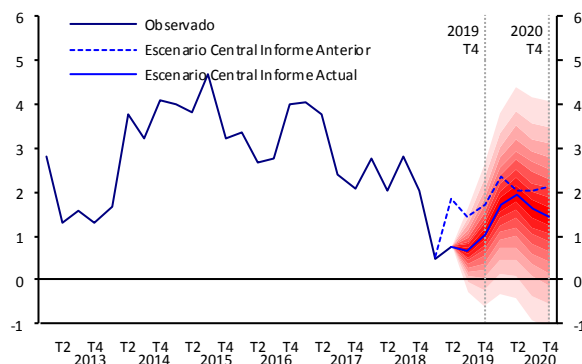
Gráfica 100
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 101
Gráfica de Abanico: Crecimiento del
Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Por ciento anual



a.e./ Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

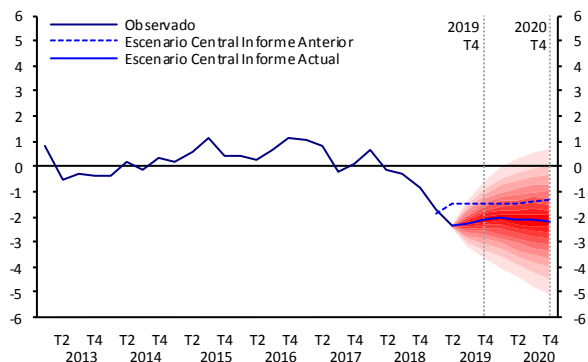
Con respecto a la posición cíclica de la economía, se espera que las condiciones de holgura se mantengan más relajadas a lo largo del horizonte de pronóstico que lo anticipado anteriormente (Gráficas 102, 103 y 104).

¹⁸ Cabe notar que, por ser año bisiesto, en 2020 habrá un día adicional relativo a 2019. Ello conducirá a que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea mayor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad, toda vez que esta última controla por este efecto. Como referencia, en 2016 la diferencia entre estas dos tasas de crecimiento fue de tres décimas.

¹⁹ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en agosto de 2019, se esperan expansiones de la producción industrial en Estados Unidos para 2019 y 2020 de 1.2 y 1.1%, tasas menores que las de 2.2 y 1.6% reportadas en el Informe anterior.

Gráfica 102

Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto, a.e.
Porcentaje del producto potencial

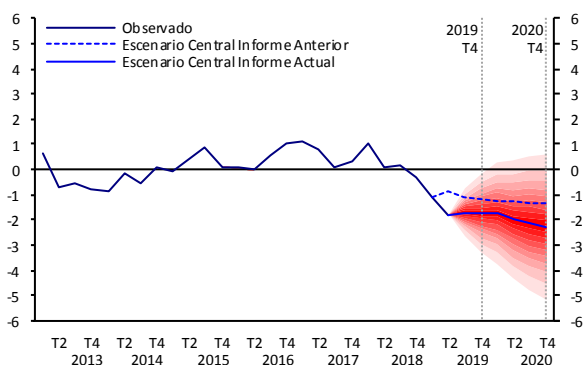


a.e/ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 103

Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a.e.
Porcentaje del producto potencial

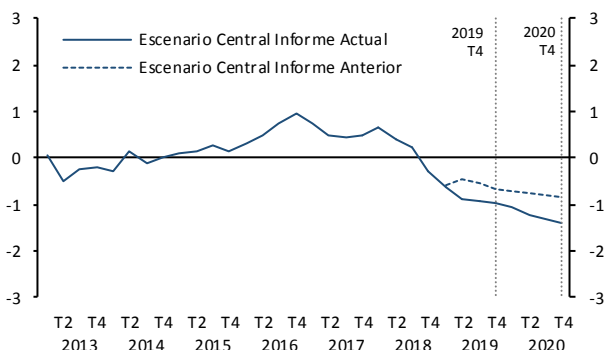


a.e/ Elaborado con cifras desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 104

Indicador de Holgura Trimestral



Notas: i) En el Escenario Central del Informe Actual el pronóstico inicia en 2019 T2. En el caso del Escenario Central del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2019 T1. ii) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero. iii) No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.

Fuente: Banco de México.

Empleo: Derivado de la revisión de las perspectivas de crecimiento del PIB de México, así como de la desaceleración en la creación de puestos de trabajo registrados en el IMSS observada en lo que va de 2019, los pronósticos para este indicador para 2019 se revisan de un intervalo de entre 530 y 630 mil puestos de trabajo en el Informe anterior a uno de entre 450 y 550 mil puestos de trabajo en el Informe actual. Para 2020, se espera un intervalo de entre 590 y 690 mil puestos de trabajo, que se compara con uno de entre 650 y 750 mil puestos de trabajo en el Informe anterior.

Cuenta Corriente: Para 2019 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 7.8 y 15.2 miles de millones de dólares, respectivamente (de 0.6 y 1.2% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 13.5 y 24.3 miles de millones dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden). Para 2020, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 12.1 y 22.0 miles de millones de dólares, respectivamente (de 0.9 y 1.6% del PIB, en el mismo orden), previsiones que se comparan con las reportadas en el Informe anterior de 13.7 y 25.6 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden).

Balance de riesgos para el crecimiento: En un entorno de marcada incertidumbre, los elementos de riesgo externos e internos que persisten dan lugar a que el balance de riesgos para la actividad económica del país se mantenga sesgado a la baja. Entre los riesgos a la baja en este horizonte destacan:

- i. Que persista incertidumbre respecto a la posibilidad de un surgimiento de disputas comerciales o un escalamiento mayor de las ya existentes, que afecte al crecimiento, la inversión y el comercio globales, así como a los mercados financieros internacionales, en detrimento de la actividad económica en México. En este sentido, persiste la posibilidad de que Estados Unidos anuncie acciones en materia comercial en contra de México, posiblemente asociadas con temas no comerciales. Ello ocasionaría mayor incertidumbre y afectaría las decisiones de gasto de los consumidores y/o a la inversión. Estas afectaciones serían mayores si dichas acciones

- fueran implementadas y podrían conducir a un deterioro de la competitividad de la economía mexicana y afectar negativamente a la actividad económica.
- ii. Que el proceso de ratificación del T-MEC se prolongue en Estados Unidos y Canadá, generando mayor incertidumbre y afectando a la inversión.
 - iii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por diversos factores: a) mayores tensiones comerciales a nivel global que den como resultado un menor apetito por riesgo; b) posibles sorpresas inflacionarias que ocasionen aumentos imprevistos en las tasas de referencia de los principales bancos centrales o en las expectativas para la trayectoria de estas; c) un posible contagio proveniente de otras economías emergentes; o d) acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento externo.
 - iv. Que se observe una desaceleración mayor a la esperada de la actividad y el comercio globales una vez que expiren los estímulos fiscales vigentes en algunas de las principales economías, principalmente la de Estados Unidos, o derivado de una desaceleración mayor a la esperada de la producción industrial en ese país.
 - v. Que persista el ambiente de incertidumbre interna que ha venido afectando a la inversión y que ello ocasione que se difieran planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
 - vi. Que se observe un deterioro adicional en la calificación de la deuda soberana o de Pemex, lo que podría afectar el acceso a los mercados financieros.
- i. Que se formalice el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá y que ello dé lugar a un mayor impulso de la inversión.
 - ii. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
 - iii. Que se observe un dinamismo de la demanda agregada mayor al previsto, derivado de un aumento en el gasto de los consumidores o de que algunos sectores productivos enfrenten mejores condiciones para aumentar sus inversiones.
 - iv. Que el paquete de medidas anunciado por la Secretaría de Hacienda impulse el crecimiento del PIB más de lo esperado.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: En comparación con el Informe Trimestral anterior, los pronósticos para la inflación general anual se ajustan a la baja para los próximos cuatro trimestres como resultado de una trayectoria más favorable a la prevista anteriormente para el crecimiento de los precios de los energéticos y de los agropecuarios, en tanto que se mantiene en niveles similares para el resto del horizonte de pronóstico. Así, se prevé que la inflación general anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera que presente una trayectoria ligeramente mayor a la estimada en el Informe anterior para los siguientes doce meses como resultado de incrementos mayores a los previstos en los precios de los servicios y de un tipo de cambio ligeramente más depreciado. No obstante, a partir del cuarto trimestre de 2020, la inflación subyacente esperada es ligeramente menor debido, principalmente, a las mayores condiciones de holgura previstas en relación a las anticipadas en el Informe previo. De esta forma, se espera que la inflación subyacente anual se ubique en niveles cercanos a 3% desde el segundo trimestre de 2020 (Cuadro 3, Gráfica 105 y Gráfica 106).

Entre los riesgos al alza para el crecimiento en el horizonte de pronóstico sobresalen:

Cuadro 3
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente

	2019				2020				2021	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
INPC										
Informe Actual ^{1/}	4.1	4.2	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	3.0	2.9	3.0
Informe Anterior ^{2/}	4.1	4.3	4.0	3.7	3.8	3.2	3.1	3.0	3.0	
Subyacente										
Informe Actual ^{1/}	3.6	3.8	3.7	3.5	3.4	3.1	3.0	2.9	2.9	3.0
Informe Anterior ^{2/}	3.6	3.8	3.6	3.4	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0	

^{1/} Pronóstico a partir de agosto de 2019.

^{2/} Pronóstico a partir de mayo de 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Respecto a los riesgos para la inflación destacan los siguientes.

Al alza:

- i. Que se mantenga la persistencia mostrada por la inflación subyacente.
- ii. La posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos.
- iii. La amenaza de imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y que se adopten medidas compensatorias, si bien este riesgo se ha mitigado.
- iv. Que los precios de los energéticos reviertan su tendencia o que aumenten los precios de los productos agropecuarios.
- v. Un entorno de debilidad en las finanzas públicas.
- vi. El escalamiento de medidas proteccionistas a nivel global.
- vii. Que dada la magnitud de diversas revisiones salariales se generen presiones de costos, en la medida que dichas revisiones superen las ganancias en la productividad.

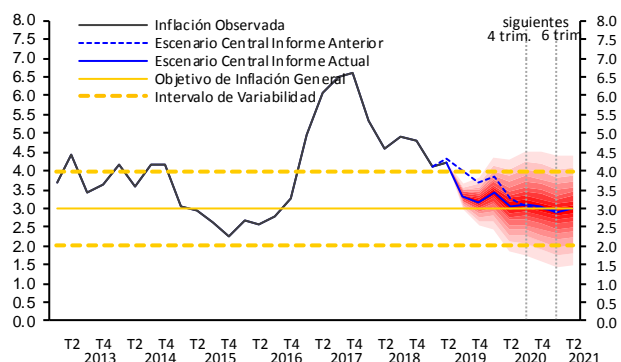
A la baja:

- i. Que se aprecie la cotización de la moneda nacional, lo cual podría estar asociado a un contexto de posturas monetarias más acomodaticias y menores tasas de interés a nivel mundial, o en caso de alcanzarse mayor certeza en la relación comercial con Estados Unidos.

- ii. Que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente, tal como ha sucedido con los energéticos ante una mayor debilidad económica mundial, lo cual también contribuiría a reducir la inflación subyacente.
- iii. Que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto, lo cual incidiría en el comportamiento de la inflación subyacente.

Por lo anterior, aún persiste marcada incertidumbre en los riesgos que pudieran influir en la inflación. En este contexto, el Banco de México estará atento a la posible materialización de los riesgos para la inflación, tanto a la baja como al alza.

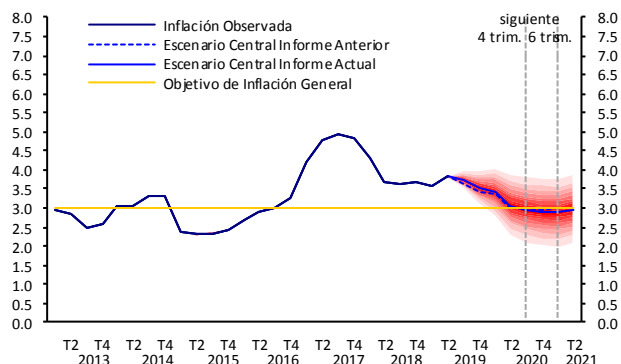
Gráfica 105
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual^{1/}
Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación general anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2019, es decir, el tercer y primer trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 106
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual^{1/}
 Por ciento



^{1/} Promedio trimestral de la inflación subyacente anual. Se señalan los próximos cuatro y seis trimestres a partir del tercer trimestre de 2019, es decir, el tercer y primer trimestre de 2020 y 2021 respectivamente, lapsos en los que los canales de transmisión de la política monetaria operan a cabalidad.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera. En este proceso, utiliza la información disponible de los determinantes de la inflación, así como sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Para consolidar una inflación baja y estable, en un entorno en el que la formación de precios y las condiciones de holgura en la economía están sujetas a riesgos, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas, y tomará las acciones que se requieran con base en la información adicional, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia ordenada de la inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria.

La Junta mantendrá una postura monetaria prudente y dará un seguimiento especial, en el entorno de incertidumbre prevaleciente, al traspaso potencial de las variaciones del tipo de cambio a los precios, a la posición monetaria relativa entre México y Estados Unidos, en un contexto externo en el que persisten riesgos, así como a la evolución de las condiciones de holgura y presiones de costos en la economía. Ante la presencia y posible persistencia de factores que, por su naturaleza, impliquen un riesgo para la inflación y sus expectativas, la política monetaria se ajustará de manera oportuna y firme para lograr la convergencia de esta a su objetivo de 3%, así como para fortalecer el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos para que alcancen dicha meta.

Para impulsar la reactivación de la actividad económica en el corto y mediano plazos y para atender los retos y rezagos que enfrenta la economía mexicana en el largo plazo, particularmente ante un entorno internacional complejo, es necesario impulsar políticas públicas que mejoren la eficiencia de la economía, corrigiendo los problemas estructurales e institucionales que le han impedido alcanzar una mayor productividad y mayores niveles de inversión, tanto pública como privada. Así, además de preservar y robustecer un marco macroeconómico sólido que anteponga la disciplina fiscal y la estabilidad de precios, se torna indispensable fortalecer el estado de derecho y proveer los incentivos necesarios para privilegiar la creación de valor por sobre la búsqueda de rentas. En este sentido, es prioritario combatir la inseguridad, la corrupción y la impunidad, así como garantizar la certeza jurídica, el cumplimiento del marco legal y el respeto a la propiedad privada. En la medida en que se avance en estos esfuerzos, habrá un ambiente de mayor certidumbre y se logrará incrementar la confianza en el clima para hacer negocios en el país, lo que fomentaría la inversión y permitiría alcanzar un mayor crecimiento en beneficio de todos los mexicanos.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Abril - Junio 2019

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

29/05/2019 | Informe trimestral, enero-marzo 2019

1.2. Reportes

12/06/2019 | Reporte de estabilidad financiera junio 2019

13/06/2019 | Reporte sobre las economías regionales, enero-marzo 2019

1.3. Informes sobre el ejercicio del presupuesto

31/03/2019 | Informe sobre el ejercicio del presupuesto al primer trimestre de 2019

2. Documentos de investigación

03/04/2019 | 2019-06 Cadenas globales de valor: una perspectiva histórica

23/04/2019 | 2019-07 Contratos, dinámica de firmas y productividad agregada

19/06/2019 | 2019-08 Midiendo el costo de la política de vivienda en EUA

27/06/2019 | 2019-09 Miedo a los impuestos (Disponible sólo en inglés)

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

16/05/2019 | El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento

27/06/2019 | El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

11/04/2019 | Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 28 de marzo de 2019

30/05/2019 | Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 16 de mayo de 2019

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

02/04/2019 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 29 de marzo y del mes de marzo de 2019

09/04/2019 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 5 de abril de 2019

16/04/2019 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 12 de abril de 2019

23/04/2019 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de abril de 2019

30/04/2019 | Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 26 de abril de 2019

07/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 3 de mayo y del mes de abril de 2019
14/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 10 de mayo de 2019
21/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 17 de mayo de 2019
28/05/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 24 de mayo de 2019
04/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 31 de mayo y del mes de mayo de 2019
11/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 7 de junio de 2019
18/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 14 de junio de 2019
25/06/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 21 de junio de 2019

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

02/04/2019	Información semanal al 29 de marzo de 2019
09/04/2019	Información semanal al 5 de abril de 2019
16/04/2019	Información semanal al 12 de abril de 2019
23/04/2019	Información semanal al 17 de abril de 2019
30/04/2019	Información semanal al 26 de abril de 2019
07/05/2019	Información semanal al 3 de mayo de 2019
14/05/2019	Información semanal al 10 de mayo de 2019
21/05/2019	Información semanal al 17 de mayo de 2019
28/05/2019	Información semanal al 24 de mayo de 2019
04/06/2019	Información semanal al 31 de mayo de 2019
11/06/2019	Información semanal al 7 de junio de 2019
18/06/2019	Información semanal al 14 de junio de 2019
25/06/2019	Información semanal al 21 de junio de 2019

3.2.3. Estado de Cuenta Consolidado mensual y Balance General

24/04/2019	Estados Financieros marzo de 2019
21/05/2019	30 de abril de 2019
21/06/2019	31 de mayo de 2019

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

30/04/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en marzo de 2019
31/05/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en abril de 2019
28/06/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en mayo de 2019

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

24/05/2019	La balanza de pagos en el primer trimestre de 2019
------------	----------------------------------------------------

3.4.2. Información revisada de comercio exterior

09/04/2019	Febrero de 2019
09/05/2019	Marzo de 2019
10/06/2019	Abril de 2019

3.5. Resultados de encuestas

3.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

23/05/2019	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre enero-marzo de 2019
------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------

3.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

04/04/2019	Indicador de confianza del consumidor: marzo 2019
06/05/2019	Indicador de confianza del consumidor: abril 2019
04/06/2019	Indicador de confianza del consumidor: mayo 2019

3.5.3. Encuestas sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado

01/04/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: marzo 2019
02/05/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: abril 2019
03/06/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: mayo 2019

3.5.4. Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario (EnBan)

09/05/2019	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre enero-marzo de 2019
------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

3.5.5. Indicadores de opinión empresarial

01/04/2019	Indicador de pedidos manufactureros: marzo 2019
02/05/2019	Indicador de pedidos manufactureros: abril 2019
03/06/2019	Indicador de pedidos manufactureros: mayo 2019

3.6. Misceláneos

29/05/2019	Christine Lagarde, Directora Gerente del Fondo Monetario Internacional, visita el Banco de México
30/05/2019	Estudiantes de licenciatura evalúan los riesgos de la inflación en la cuarta edición del certamen "Reto Banxico"
31/05/2019	Consulta pública sobre los proyectos de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las reglas de reportos y préstamo de valores
31/05/2019	Consulta pública sobre proyectos de disposiciones del Banco de México: incorporación de requerimientos de márgenes iniciales y de variación para operaciones derivadas sin compensación y liquidación centralizada
20/06/2019	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

3.7. Circulares emitidas por el Banco de México

30/04/2019	Modificaciones a la circular 3/2012 (uso de prestaciones laborales como respaldo de servicios financieros contratados por trabajadores y lineamientos para la prestación del servicio de nómina)
20/05/2019	Modificaciones a la circular 14/2017 (instrumentación de transferencias CoDi)
13/06/2019	Modificaciones a la circular 3/2012 (reportos con BREMS para sobregiros en la cuenta única y mitigación de riesgos en operaciones de financiamiento)
28/06/2019	Modificaciones a la circular de operaciones de caja sobre el tratamiento de piezas presuntamente falsas y cambios en las operaciones de caja



BANCO DE MÉXICO

Agosto 2019

www.banxico.org.mx