

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

MANUEL RAMOS FRANCIA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

INFORME SOBRE LA INFLACIÓN

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

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 14 de mayo de 2012. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	3
2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2012.....	3
2.2. Salarios	13
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2012	15
3.1. Condiciones Externas	15
3.1.1. <i>Actividad Económica Mundial</i>	15
3.1.2. <i>Mercados Financieros Internacionales</i>	20
3.1.3. <i>Precios de las Materias Primas</i>	22
3.1.4. <i>Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior</i>	23
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	25
3.2.1. <i>Actividad Económica</i>	25
3.2.2. <i>Ahorro Financiero y Financiamiento en el País</i>	31
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	39
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos	48

RECUADRO

1. La Experiencia Inflacionaria en México Respecto a la de Estados Unidos Durante la Última Década	9
--	---

1. Introducción

En la segunda parte de 2011 las perspectivas de crecimiento de la economía mundial y la confianza en los mercados financieros internacionales se deterioraron. Ello significó, por un lado, un choque negativo para la economía mexicana como resultado de una menor demanda externa y, por otro, un aumento en las primas de riesgo en los mercados financieros. Sin embargo, la mejoría en el entorno económico mundial que tuvo lugar en los primeros meses de 2012 implicó que el primer choque se revirtiera parcialmente en la medida en que las perspectivas para la economía de Estados Unidos registraron una ligera alza, y que, como reflejo de la reducción en la probabilidad de un evento catastrófico en los mercados financieros internacionales, se abatiera parte del referido incremento en las primas de riesgo. En este contexto, el ajuste de la economía mexicana ante un entorno externo adverso y cambiante fue favorable.

Durante los primeros meses de 2012, diversos indicadores de producción y empleo en Estados Unidos han registrado una mejoría. No obstante, los principales componentes de la demanda agregada siguen apuntando a un crecimiento moderado de la actividad en 2012. En la zona del euro continúa la retroalimentación negativa entre el debilitamiento de la actividad económica, el proceso de desapalancamiento por el que atraviesan los bancos y la vulnerabilidad fiscal que enfrentan diversas economías de la región. Por su parte, la mayoría de las economías emergentes también registraron una disminución en su ritmo de crecimiento como reflejo del menor dinamismo tanto de su demanda interna como externa.

Como resultado de las políticas adoptadas por las autoridades de las principales economías avanzadas, durante el primer trimestre de 2012 la volatilidad en los mercados financieros internacionales disminuyó. En particular, las medidas no convencionales adoptadas por el Banco Central Europeo para proveer liquidez a las instituciones financieras, el esfuerzo de recapitalización de éstas, junto con los avances en los planes de consolidación fiscal en algunos países de la zona del euro, contribuyeron a mejorar el funcionamiento de los mercados interbancarios y de deuda soberana. Sin embargo, las acciones llevadas a cabo hasta el momento no representan una solución definitiva a las dificultades que enfrentan algunas economías de la región. Así, si bien durante el primer trimestre dichas medidas contribuyeron a mejorar el funcionamiento de los mercados financieros internacionales, pronto perdieron efectividad de manera que durante abril y la primera quincena de mayo del presente año se volvió a observar un incremento en la incertidumbre y volatilidad en los mismos, al surgir dudas sobre la capacidad y el apoyo político para llevar a cabo las medidas de ajuste fiscal necesarias.

La reducción de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales durante el primer trimestre permitió que se reanudase el proceso de búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas. Así, el flujo de capitales a las economías emergentes aumentó considerablemente en los primeros tres meses de 2012 con relación a lo observado en los años previos. Sin embargo, en abril y la primera quincena de mayo dicha tendencia se ha visto interrumpida como resultado de la elevación de la incertidumbre en los mercados internacionales.

Aunque los más recientes pronósticos de la economía internacional en 2012 han mejorado, subsiste el consenso de que el crecimiento mundial de este



año será menor al de 2011. Ello, aunado a la mayor estabilidad esperada de los precios internacionales de las materias primas, permite anticipar que durante 2012 la inflación será menor que la observada en 2011 en la gran mayoría de los países. De ahí que se anticipe que la postura de política monetaria en las principales economías avanzadas y en gran parte de las economías emergentes continuará siendo acomodaticia.

La fortaleza del marco macroeconómico es un elemento clave que ha contribuido a que la economía mexicana se haya mostrado resistente ante los choques anteriormente señalados y ha facilitado el tránsito de la economía en un entorno económico internacional menos favorable. Así, la actividad productiva en México continuó presentando una tendencia positiva durante el primer trimestre de 2012. Al respecto, es importante destacar tres elementos. Primero, el ajuste del tipo de cambio real ante el deterioro en el entorno externo en 2011, a través de una depreciación ordenada del tipo de cambio nominal con las expectativas de inflación bien ancladas, contribuyó al mayor dinamismo de las exportaciones en el trimestre que se reporta. Segundo, el reciente repunte de la demanda externa, que también favoreció al crecimiento de las exportaciones, en especial de aquéllas dirigidas a Estados Unidos. Tercero, el soporte a la actividad económica proveniente del adecuado funcionamiento del sistema financiero en México. No obstante, dadas las condiciones prevalecientes en la economía mundial, se estima que la economía mexicana presente un crecimiento moderado durante 2012 y 2013. En este contexto, se espera que se mantengan condiciones de holgura en la economía y, por ende, no se anticipan presiones de demanda sobre los precios de los principales insumos ni sobre las cuentas externas del país.

Al finalizar el primer trimestre de 2012 la inflación general anual se situó en un nivel menor respecto al que registró a finales del trimestre anterior, revirtiéndose parcialmente el aumento que tuvo lugar entre noviembre de 2011 y enero de 2012. Así, tal como fue anticipado por el Banco de México en el anterior Informe sobre la Inflación, el referido aumento mostró tener un carácter transitorio. Adicionalmente, la evolución que presentó la inflación general y sus principales componentes fue indicativa de la ausencia de efectos de segundo orden derivados de los cambios en precios relativos que enfrentó la economía. En este contexto, se ratifica el pronóstico sobre la inflación general anual para 2012 y 2013 en el que se anticipa que la trayectoria más probable para esta variable se mantenga dentro del intervalo comprendido entre 3 y 4 por ciento.

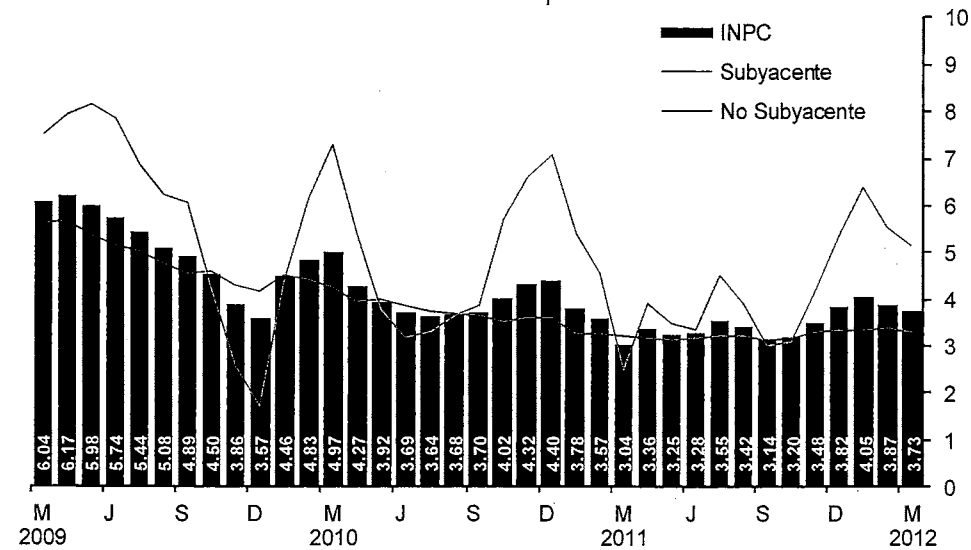
A partir de lo anterior, la Junta de Gobierno considera que la postura actual de la política monetaria es conducente a alcanzar el objetivo permanente de inflación de 3 por ciento, por lo que decidió mantener en 4.5 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día durante el periodo que comprende este Informe. Hacia adelante, la Junta se mantendrá atenta a la evolución de los mercados financieros internacionales, dado que un mejor comportamiento de estos y considerando las perspectivas para el crecimiento de la economía mexicana y de la inflación, en un contexto de gran lasitud monetaria en los principales países avanzados y emergentes, podría hacer aconsejable un relajamiento de la política monetaria. Asimismo, la Junta continuará vigilando estrechamente el comportamiento de todos los determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones generalizadas sobre los precios para ajustar oportunamente la postura monetaria. En cualquiera de los escenarios se procurará en todo momento la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2012

La inflación general anual tuvo un cambio de tendencia a la mitad del primer trimestre de 2012 respecto al repunte que ésta presentó de noviembre de 2011 a enero del año en curso. Así, al finalizar el primer trimestre de 2012 la inflación general anual se ubicó en un nivel menor al que presentó tanto al inicio del mismo como al término del trimestre anterior. En particular, en marzo de 2012 ésta fue 3.73 por ciento mientras que en diciembre de 2011 y enero de 2012 fue 3.82 y 4.05 por ciento, respectivamente (Gráfica 1 y Cuadro 1). Así, la evolución de la inflación general durante el periodo que se analiza fue acorde con lo previsto por el Banco de México en el anterior Informe, destacando el carácter transitorio del mencionado repunte que tuvo la inflación.

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



Fuente: Banco de México e INEGI.

La inflación subyacente anual –indicador que refleja la tendencia de mediano plazo de la inflación general– se mantuvo en niveles significativamente más bajos que la inflación general. En marzo de 2012 fue 3.31 por ciento, mientras que en diciembre de 2011 fue 3.35 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2). El índice de precios subyacente se compone de dos subíndices: mercancías y servicios. La evolución de estos dos subíndices ha sido congruente con lo previsto en los Informes anteriores en sentido de que ante los choques que ha experimentado la economía mexicana, se anticipaba un aumento en el precio relativo de las mercancías respecto a los servicios. Así, el subíndice de precios de las mercancías, que es más sensible a las condiciones inflacionarias externas y al comportamiento del tipo de cambio, presentó una tasa de variación anual más alta que el subíndice de los servicios –que refleja primordialmente las condiciones domésticas que enfrenta el proceso de formación de precios.

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

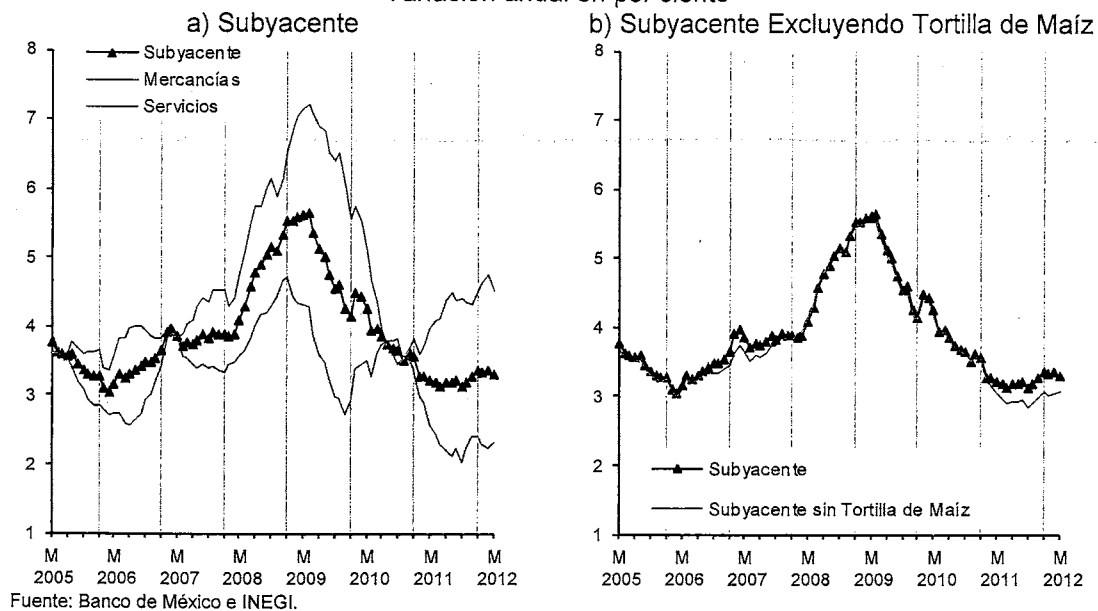
	Variación Anual					Promedio por ciento		
	oct-2011	nov-2011	dic-2011	ene-2012	feb-2012	mar-2012	Trim IV 2011	Trim I 2012
INPC	3.20	3.48	3.82	4.05	3.87	3.73	3.50	3.88
Subyacente	3.19	3.28	3.36	3.34	3.37	3.31	3.27	3.34
Mercancías	4.33	4.32	4.52	4.64	4.75	4.51	4.39	4.63
Alimentos, Bebidas y Tabaco	7.46	7.41	7.32	7.18	7.30	6.63	7.40	7.03
Tabaco	30.09	29.55	19.02	1.90	5.24	5.37	26.01	4.18
Tortilla de Maíz	17.69	17.15	16.02	18.79	18.22	14.16	16.94	17.01
Aceites y Grasas Vegetales Comestibles	16.66	17.20	16.31	14.55	9.64	7.58	16.72	10.51
Mercancías no Alimenticias	1.93	1.95	2.39	2.72	2.82	2.89	2.09	2.81
Servicios	2.24	2.41	2.40	2.28	2.23	2.32	2.35	2.28
Vivienda	2.05	2.07	2.04	1.99	1.98	1.94	2.05	1.97
Educación (Colegiaturas)	4.19	4.19	4.19	4.32	4.42	4.38	4.19	4.37
Otros Servicios	1.91	2.28	2.27	2.01	1.88	2.14	2.15	2.01
No Subyacente	3.09	4.13	5.34	6.38	5.53	5.12	4.20	5.68
Agropecuarios	0.79	0.87	3.73	7.37	5.45	5.06	1.81	5.97
Frutas y Verduras	-6.82	-8.15	-4.37	0.07	-4.40	-5.05	-6.42	-3.10
Jitomate	-35.09	-42.53	-24.94	-8.37	-46.70	-34.24	-34.45	-30.80
Aguacate	-12.10	-5.64	0.03	-5.85	-10.46	-20.87	-6.35	-12.99
Pecuarios	6.26	7.46	9.76	12.71	12.54	12.12	7.83	12.46
Pollo	4.02	2.85	5.16	9.66	11.63	11.05	4.01	10.78
Carne de Res	8.00	10.89	12.93	14.36	14.50	14.85	10.62	14.57
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	4.37	5.85	6.19	5.82	5.58	5.16	5.49	5.52
Energéticos	5.58	7.71	8.30	7.98	8.00	7.65	7.23	7.88
Tarifas Autorizadas por Gobierno	2.58	2.52	2.39	1.93	1.21	0.61	2.50	1.25

Fuente: Banco de México e INEGI.

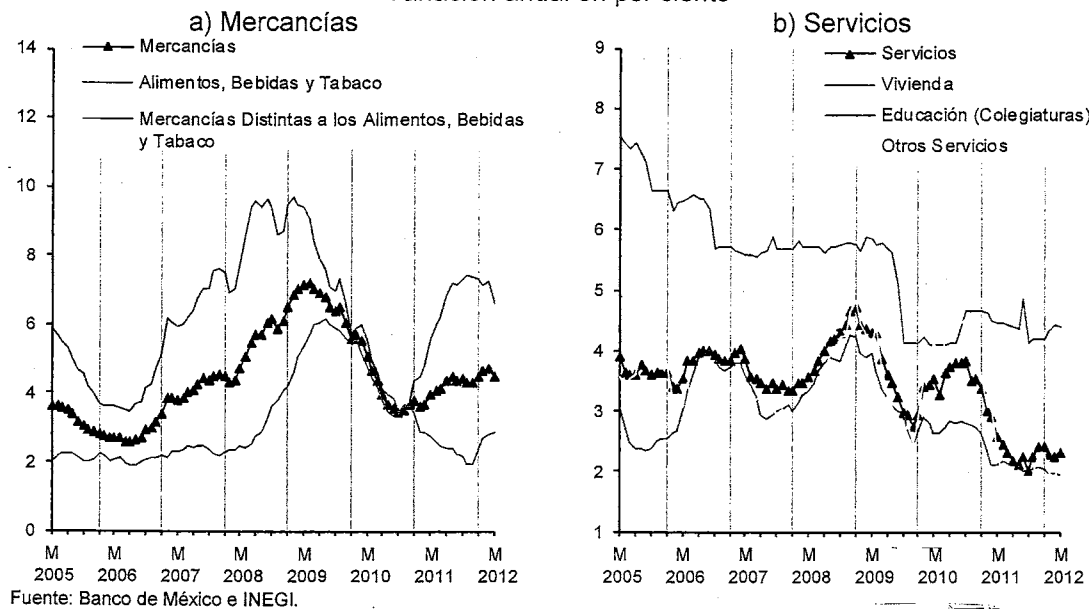
En marzo de 2012 la variación anual del subíndice subyacente de las mercancías fue 4.51 por ciento (en diciembre de 2011 fue 4.52 por ciento, Cuadro 1 y Gráfica 3a). El nivel que mantuvo este indicador fue influido por dos elementos principales. Por una parte, la depreciación del tipo de cambio que se registró en la segunda parte de 2011. No obstante, es pertinente enfatizar que el traspaso de la depreciación del tipo de cambio a los precios fue reducido, tal como se había previsto en los Informes anteriores. Por otra, las alzas en los precios internacionales de los granos que se observaron en la primera parte de 2011, siendo de especial importancia el caso del maíz, ya que éstas repercutieron en los precios de la tortilla de maíz. Este efecto se puede ilustrar al excluir el genérico señalado en el cálculo de la inflación anual subyacente y de la inflación anual del subíndice subyacente de las mercancías. En marzo de 2012 estos indicadores se ubicaron en 3.07 (Gráfica 2b) y 4.02 por ciento, respectivamente.

El subíndice subyacente de los servicios registró en marzo de 2012 una tasa de crecimiento anual de 2.32 por ciento (en diciembre de 2011 fue 2.40 por ciento, Cuadro 1 y Gráfica 3b). El bajo nivel de inflación de este subíndice se explica por el moderado ritmo de crecimiento de los precios de los grupos de la vivienda y de otros servicios entre los que destacan los asociados a las telecomunicaciones.

Gráfica 2
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



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



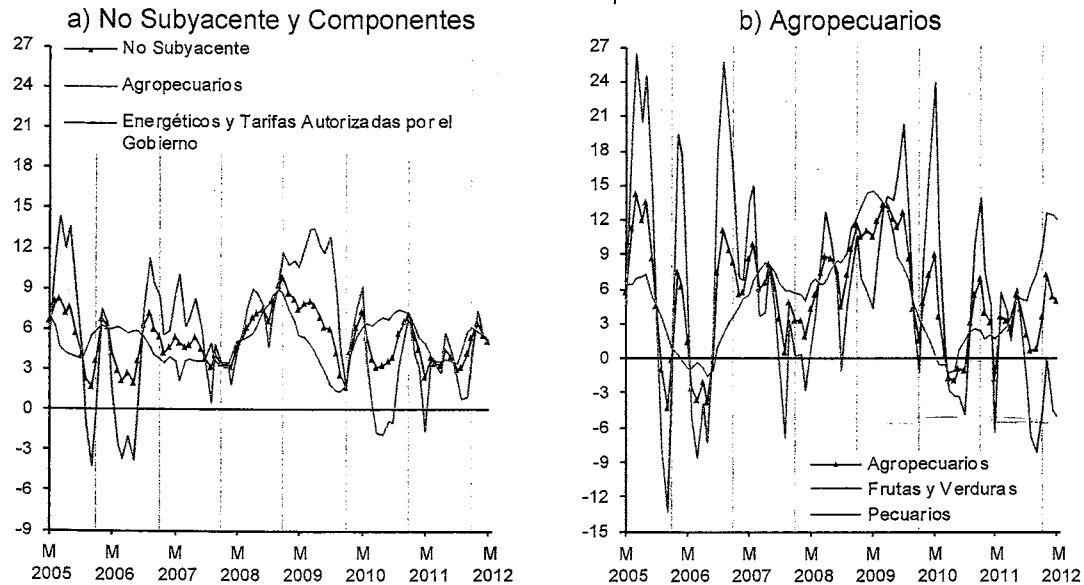
La inflación no subyacente anual exhibió un cambio de tendencia en febrero de 2012 con relación a la trayectoria al alza que presentó de noviembre de 2011 a enero de 2012. Así, al cierre del primer trimestre de 2012 este indicador se situó en un nivel más bajo que el observado al inicio del mismo y al final del trimestre previo. En marzo de 2012 éste fue 5.12 por ciento mientras que en diciembre de 2011 y en enero de 2012 fue 5.34 y 6.38 por ciento, respectivamente (Cuadro 1 y Gráfica 4). El elevado nivel que exhibió la inflación no subyacente anual durante el periodo que se analiza fue consecuencia del

desempeño de los precios de los productos pecuarios y de los energéticos. En marzo de 2012 la inflación anual de estos subíndices fue de 12.12 y 7.65 por ciento, respectivamente.

Los precios internacionales de los productos pecuarios y de los energéticos han registrado importantes alzas. Los primeros influidos por las condiciones de sequía que afectaron la producción en Estados Unidos y los segundos por los problemas geopolíticos en el Medio Oriente (véase Sección 3.1.3). Aun cuando los precios internos de la gasolina de bajo octanaje, gasolina de alto octanaje y gas licuado aumentaron a tasas anuales mayores que la inflación general anual (en marzo de 2012 éstas fueron 11.19, 5.10 y 8.69 por ciento, respectivamente), su actual nivel de precios es menor que el de su referencia externa.

Las presiones que ejercieron los subíndices de precios de los productos pecuarios y de los energéticos sobre la inflación no subyacente anual fueron atenuadas por las bajas tasas de crecimiento anual de los precios de las frutas y verduras, y de las tarifas determinadas por distintos niveles de gobierno. En marzo de 2012 las tasas de crecimiento anual de los citados subíndices fueron -5.05 y 0.61 por ciento, respectivamente. En el caso del grupo de las frutas y verduras destacó por su contribución a la baja el jitomate, cuyo precio en el mes señalado presentó una variación anual de -34.24 por ciento. En lo que corresponde a las tarifas determinadas por distintos niveles de gobierno destacaron el impacto favorable para los consumidores que tuvo la eliminación de la tenencia vehicular (la cual ya había sido anticipada el año previo en algunas entidades del país) y el bajo ritmo de aumento de los precios del transporte público urbano (Gráfica 5).

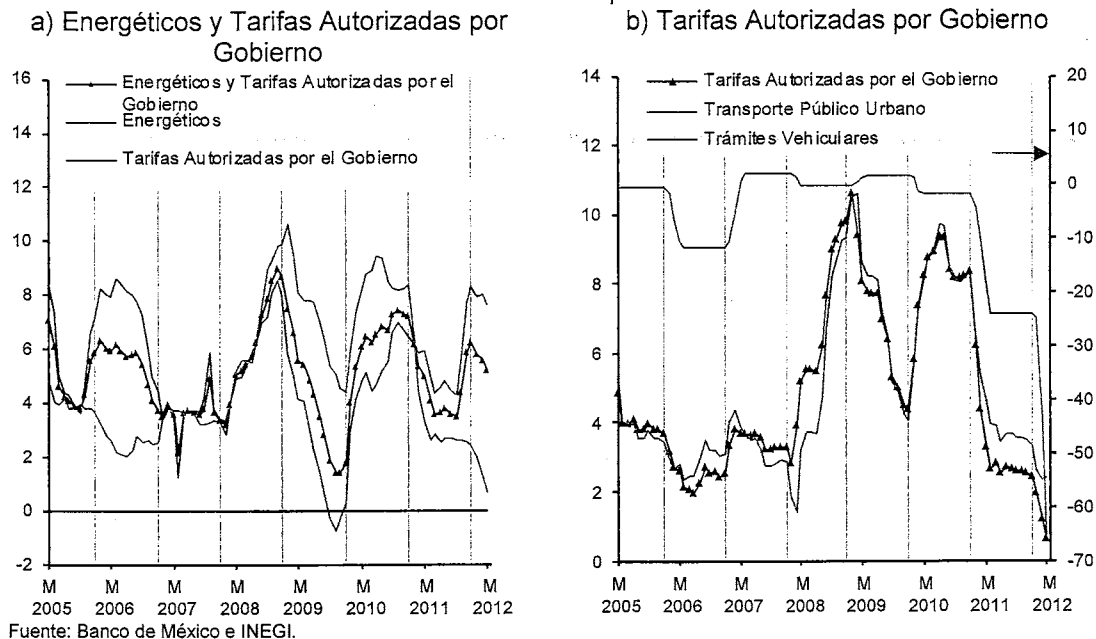
Gráfica 4
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 5
Índice de Precios No Subyacente: Energéticos y Tarifas Autorizadas por Gobierno

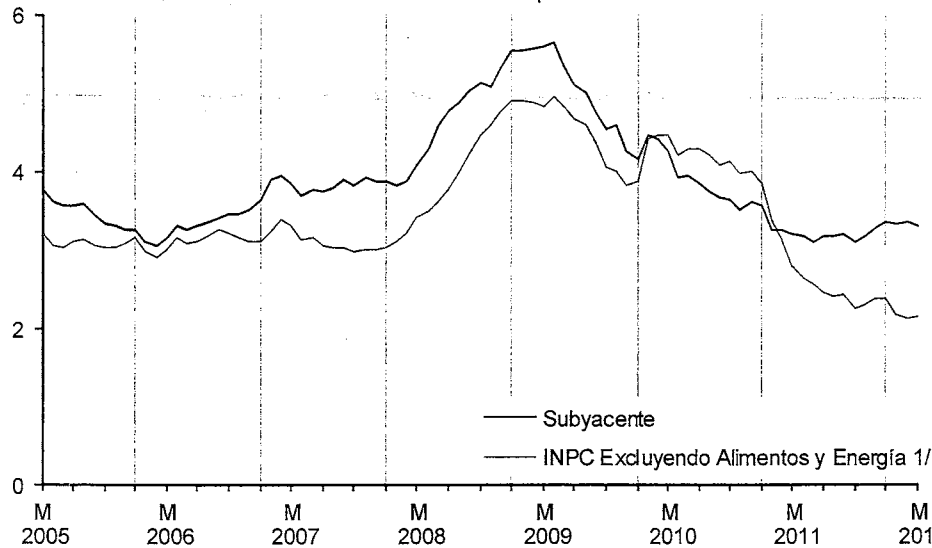
Variación anual en por ciento



Un índice de precios al consumidor que excluye a los alimentos y energéticos de su canasta, es un indicador que al igual que el índice subyacente identifica la tendencia de mediano plazo de la inflación general. Al estimar el referido índice de precios se encuentra que en marzo de 2012 la variación anual de éste fue 2.16 por ciento (en diciembre de 2011 fue 2.39 por ciento, Gráfica 6). Como se muestra en el Recuadro 1, donde se presenta evidencia estadística de la convergencia de la inflación de México con la de Estados Unidos, la definición de este indicador coincide con la que se utiliza en Estados Unidos. Al respecto, cabe señalar que durante los primeros tres meses de 2012 la inflación subyacente anual en Estados Unidos fue mayor que la del indicador equivalente en México.

En suma, la evolución reciente de la inflación sugiere que en el proceso de formación de precios no se han presentado efectos de segundo orden derivados de los choques transitorios y de los cambios en precios relativos producto de las variaciones cambiarias. En consecuencia, la evolución de la inflación ha sido congruente con el proceso de convergencia al objetivo permanente de 3 por ciento.

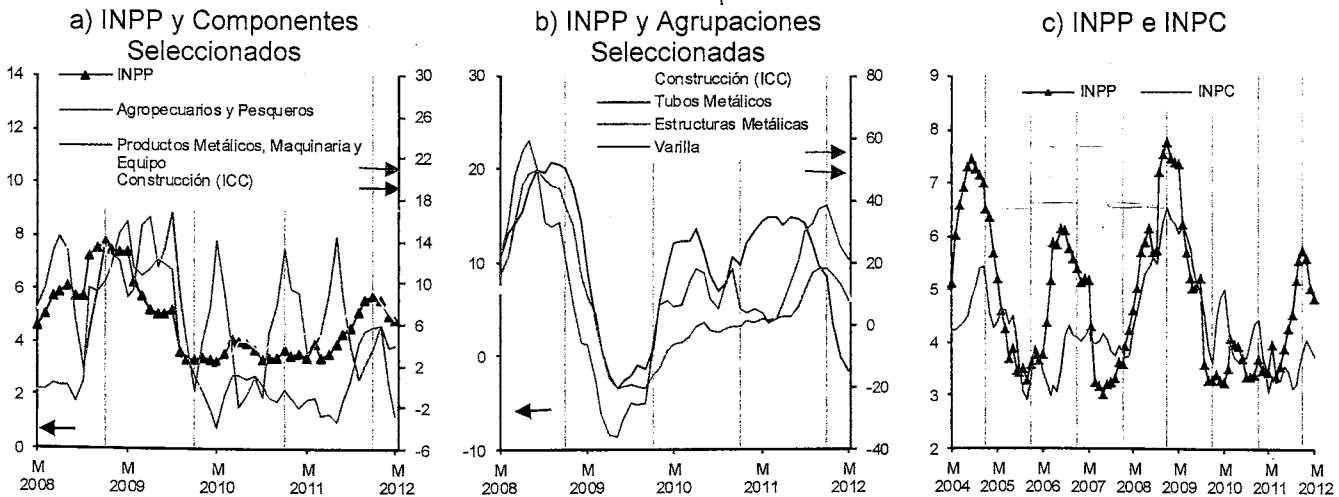
Gráfica 6
Índice de Precios Subyacente e Índice Nacional de Precios al Consumidor
Excluyendo Alimentos y Energía
 Variación anual en por ciento



1/ Excluye alimentos dentro de casa (alimentos procesados, bebidas no alcohólicas y agropecuarios), alimentos fuera de casa y energéticos.
 Fuente: Banco de México e INEGI.

Por su parte, durante el primer trimestre de 2012 la inflación anual del Índice Nacional de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, disminuyó. Este indicador pasó de 5.74 a 4.83 por ciento entre diciembre de 2011 y marzo de 2012. Dicho resultado fue influido por las bajas observadas en los siguientes grupos de productos: agropecuarios y pesqueros, productos metálicos, maquinaria y equipo, y construcción (Gráfica 7a). En este último, las bajas con mayor incidencia se observaron en productos como la varilla, tubos y estructuras metálicas (Gráfica 7b). La evolución reciente del INPP sugiere que este indicador no generó presiones de consideración sobre los precios al consumidor (Gráfica 7c).

Gráfica 7
Índices Nacionales de Precios al Consumidor y al Productor
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 1
La Experiencia Inflacionaria en México Respecto a la de Estados Unidos Durante la Última Década
Introducción

En 2001 el Banco de México anunció el establecimiento de un esquema de objetivos de inflación. Este consiste en la definición de metas explícitas de mediano y largo plazo que sirvan de orientación a las acciones de política monetaria. En julio de 2002 se determinó que el objetivo permanente para la inflación general anual de largo plazo sería de 3 por ciento con un intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual.¹ Una de las principales consideraciones para la determinación de esta meta fue la de converger a niveles similares a los que registran nuestros principales socios comerciales. Ello con la finalidad de que la evolución de los precios relativos de los distintos bienes comerciables obedezca a factores reales, proveyendo así las señales adecuadas para la óptima asignación de recursos.

En este Recuadro se presenta evidencia sobre la convergencia de la inflación en México con la de Estados Unidos durante la última década.² En este periodo se han registrado las menores tasas de inflación de los últimos cuarenta años. Esto ha sido resultado de dos elementos principales. Por una parte, una política monetaria orientada a mantener la estabilidad de precios a través de un esquema de objetivos de inflación. Por otra, una política fiscal prudente orientada a preservar un equilibrio sano en las finanzas públicas, lo cual ha evitado la dominancia fiscal.

El Recuadro se organiza de la siguiente manera: Primero, se muestra y describe la trayectoria de las inflaciones general y subyacente de México y Estados Unidos durante la última década. Segundo, se analizan los principales factores que explican las diferencias en el proceso inflacionario de ambos países. Tercero, se presenta una prueba estadística formal de la convergencia inflacionaria de México y EE.UU.A. La última sección contiene algunas consideraciones finales.

1. Evolución de la Inflación en México y Estados Unidos en la Última Década

En los últimos diez años la inflación general anual en México ha consolidado su convergencia hacia niveles similares a los de Estados Unidos, destacando que en los últimos años la brecha entre éstas prácticamente se ha eliminado (Gráfica 1). Sin embargo, a lo largo de la década pueden distinguirse cuatro periodos:

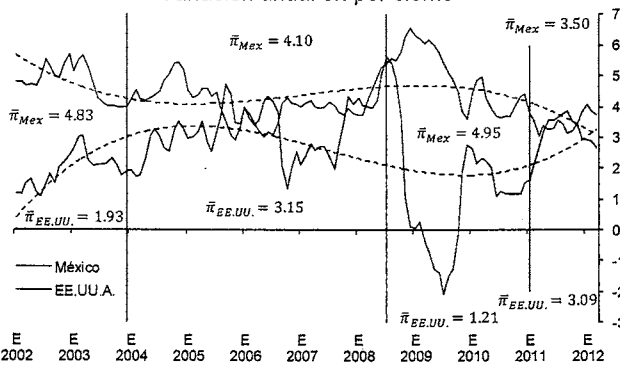
- A. El periodo previo a que comenzara a operar el objetivo permanente de la inflación de 3 por ciento (enero de 2002 a noviembre de 2003). En el caso de México, la inflación continuaba un proceso de convergencia hacia niveles bajos después de las elevadas tasas registradas en la segunda mitad de la década de los noventa como resultado de la crisis de 1995. En contraste, en Estados Unidos los niveles de inflación registrados en el mismo periodo fueron relativamente bajos. En este periodo, en promedio, la inflación general anual en México fue 4.83 por ciento y en Estados Unidos 1.93 por ciento.
- B. A partir de la determinación del objetivo permanente hasta que comenzaron a resentirse los efectos de la última crisis financiera (diciembre de 2003 a junio de 2008). En este periodo, aun cuando se registraron diversos choques de oferta que incidieron sobre la cotización de diversos productos agropecuarios, las inflaciones anuales de ambos países se acercaron al registrar un nivel promedio de 4.10 por ciento en el caso de México, mientras que en Estados Unidos éste fue de 3.15 por ciento.
- C. Durante la crisis y el lapso en que se presentaron choques de oferta extraordinarios (julio de 2008 a diciembre de 2010). La brecha inflacionaria se amplió debido a cuatro factores principales: Primero, el mayor impacto del incremento en los precios internacionales de las materias, especialmente las alimenticias, en la economía de México respecto a la de Estados Unidos. Segundo, la crisis financiera registrada en 2008 cuyos efectos sobre la inflación de cada país fueron distintos debido a las características propias de cada economía: por un lado en México esto se manifestó en una depreciación del tipo de cambio que incidió al alza en la inflación, mientras que en Estados Unidos esto tuvo un impacto a la baja impulsada por la fase recesiva del ciclo económico. Tercero, la economía mexicana experimentó el impacto en los precios derivado de las modificaciones tributarias implementadas en 2010. Cuarto, la revisión concurrente de diversas tarifas determinadas por distintos niveles de gobierno (p. ej. Metro y derechos por el suministro de agua). Así, durante este periodo la inflación anual de México fue 4.95 por ciento y la de Estados Unidos fue 1.21 por ciento.

¹ Véase Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2002, Banco de México.

² Los resultados que se presentan en este Recuadro se basan en el manuscrito de J. Cortés, J. A. Murillo, y E. Torres Torija. "Convergencia Inflacionaria en México a Diez Años del Establecimiento del Objetivo Permanente de Inflación".

D. El periodo más reciente en que se desvanecieron los choques asociados a los cambios tributarios y en tarifas determinadas por distintos niveles de gobierno (enero de 2011 a la fecha). La brecha inflacionaria es la menor que se ha registrado en la historia. La inflación anual promedio en México fue 3.50 por ciento y en Estados Unidos 3.09 por ciento. Cabe señalar que durante este periodo un elemento que también contribuyó a reducir la brecha inflacionaria entre México y Estados Unidos fue la política de desliz en el precio de las gasolinas, el cual atenuó el impacto de las alzas que registró el precio de este combustible en los mercados internacionales (fenómeno contrario a lo que ocurrió en otros episodios, como fue el año 2009 en que se contrajo significativamente la tasa de crecimiento del precio de la gasolina en Estados Unidos mientras que en México se mantuvo sin cambio).

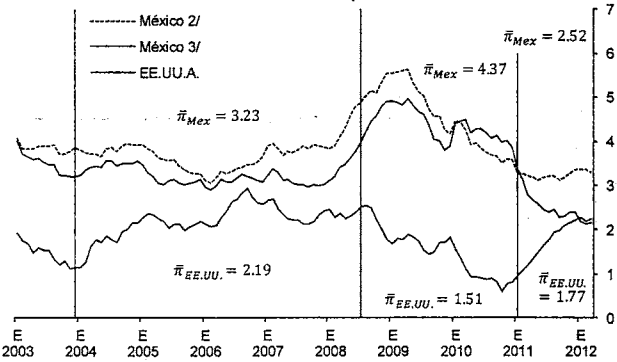
Gráfica 1
Índice de Precios al Consumidor: México y EE.UU.A.^{1/}
Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos de Banco de México con información de INEGI y BLS.
1/ $\bar{\pi}_{Mex}$ corresponde a la inflación promedio anual de México y $\bar{\pi}_{EE.UU.}$ se refiere a la inflación promedio anual de Estados Unidos.

Lo anterior también se refleja en la trayectoria de la inflación subyacente de Estados Unidos y su equivalente para México (Gráfica 2). A diferencia del subíndice subyacente en México, que excluye grupos de bienes y servicios cuyos precios se caracterizan por una elevada volatilidad o no son determinados por el mercado (i.e. agropecuarios, energéticos y tarifas autorizadas por distintos niveles de gobierno), en Estados Unidos este indicador excluye la variación en los precios de los energéticos y de todos los alimentos (incluidos los procesados y consumidos fuera de casa). Dicha definición permite ilustrar con mayor precisión el impacto de choques transitorios asociados a la volatilidad en los precios de las materias primas internacionales.

Gráfica 2
Índice Subyacente de México y EE.UU.A.^{1/}
Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos de Banco de México con información de INEGI y BLS.
1/ $\bar{\pi}_{Mex}$ corresponde a la inflación promedio anual de México y $\bar{\pi}_{EE.UU.}$ se refiere a la inflación promedio anual de Estados Unidos.
2/ Corresponde a la definición de la inflación subyacente de México.
3/ Corresponde a la definición de la inflación subyacente de EE.UU.A., la cual excluye del índice general a los grupos de alimentos y energía.

2. Principales Factores que Explican Diferencias en la Dinámica Inflacionaria de México y Estados Unidos

Si bien en los últimos diez años los niveles de inflación registrados en México son convergentes con los de nuestro principal socio comercial, las diferencias en las características propias de cada economía han dado lugar a que los impactos de diversos choques afecten en distinta medida a la inflación de cada país. Los dos principales son el nivel de desarrollo y el tamaño de la economía.

El nivel de desarrollo de una economía está estrechamente relacionado con los patrones de gasto de los agentes económicos. Así, las economías más desarrolladas destinan una mayor proporción de su gasto a servicios y bienes durables, mientras que a menor nivel de desarrollo la proporción de gasto destinada a bienes no durables se incrementa. En particular, en el caso de México al tener una economía menos desarrollada que la de Estados Unidos, la proporción de gasto destinada a alimentos es mayor mientras que la que se dirige a los servicios es menor (Cuadro 1). Lo anterior resulta muy relevante ya que son los bienes no durables, en particular los alimentos, los que presentan una mayor volatilidad y susceptibilidad a choques de oferta. En contraste, los servicios y bienes durables suelen tener precios más estables y su dinámica está más asociada a la tendencia de mediano plazo de la inflación.

Para efectos de análisis y con la finalidad de aislar el impacto que las diferencias en los patrones de gasto que cada país tiene sobre el nivel de inflación, en las Gráficas 3 y 4 se presentan indicadores alternativos de la inflación general y subyacente de México considerando la estructura de ponderación de Estados Unidos. Al controlar por la estructura de ponderación, la

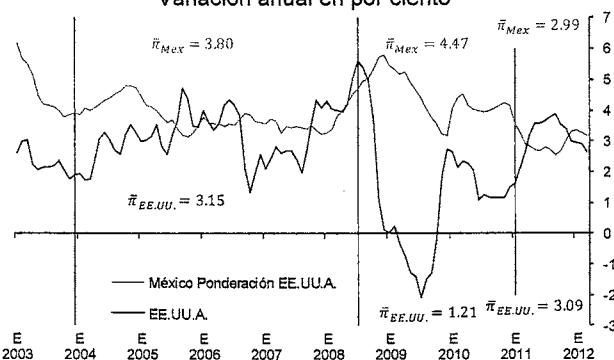
diferencia promedio entre las inflaciones de México y Estados Unidos en los últimos diez años se reduce de 1.71 a 1.32 puntos porcentuales para la general y de 1.54 a 1.08 puntos para la subyacente.

Cuadro 1
Estructura de Ponderación del Índice Nacional de Precios al Consumidor
 Cifras en por ciento

Clasificación por Objeto de Gasto	Ponderación de México	Ponderación de EE.UU.A.
Índice General	100.00	100.00
1. Alimentos, Bebidas y Tabaco	23.29	10.20
2. Ropa, Calzado y Accesorios	5.04	3.87
3. Vivienda	28.18	38.34
4. Muebles, Aparatos y Accesorios Domésticos	4.10	4.08
5. Salud y Cuidado Personal	7.82	11.08
6. Transporte	14.64	16.62
7. Educación y Esparcimiento	9.16	9.62
8. Otros Servicios	7.76	6.20

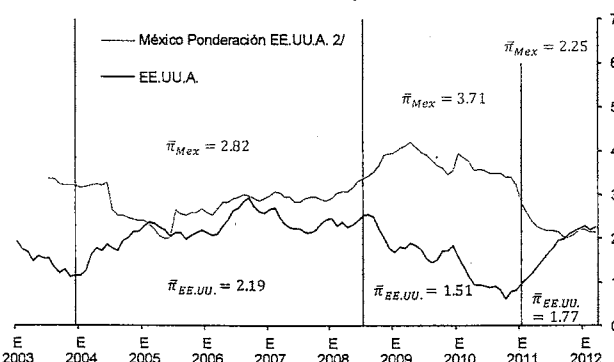
Fuente: Cálculos de Banco de México con información de INEGI y BLS.

Gráfica 3
Índice de Precios al Consumidor Ponderación EE.UU.A.^{1/}
 Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos de Banco de México con información de INEGI y BLS.
 1/ $\bar{\pi}_{Mex}$ corresponde a la inflación promedio anual de México y $\bar{\pi}_{EE.UU.}$ se refiere a la inflación promedio anual de Estados Unidos.

Gráfica 4
Índice Subyacente Ponderación EE.UU.A.^{1/}
 Variación anual en por ciento



Fuente: Cálculos de Banco de México con información de INEGI y BLS.
 1/ $\bar{\pi}_{Mex}$ corresponde a la inflación promedio anual de México y $\bar{\pi}_{EE.UU.}$ se refiere a la inflación promedio anual de Estados Unidos.

2/ Corresponde a la definición de la inflación subyacente de EE.UU.A., la cual excluye del índice general a los grupos de alimentos y energía.

El tamaño de la economía es otro factor importante que incide en la dinámica de la inflación. Al ser México una

economía pequeña y abierta, en general puede calificarse como precio aceptante en los mercados internacionales. En contraste, al ser Estados Unidos la mayor economía del mundo tiene una influencia clara en la determinación de los precios de los bienes comerciables (Cuadro 2). De esta forma cambios en la demanda de éstos en Estados Unidos se ven reflejados en los precios internacionales, lo cual no ocurre en el caso de México. Así, el impacto de los choques de oferta sobre la inflación es mayor en México que en Estados Unidos, ya que en este último una contracción de la demanda limita el aumento en precios.

Cuadro 2
Participación del Comercio de México y EE.UU.A.:
Promedio 2003-2011
 Cifras en por ciento

País	Valor de las Importaciones más las Exportaciones	
	Respecto al PIB	Respecto al Comercio Mundial
México	57.67	2.01
Estados Unidos	21.36	11.45

Fuente: Cálculos de Banco de México con información de INEGI, BEA y OMC.

3. Evidencia Estadística de la Convergencia en los Niveles de Inflación de México y Estados Unidos

En esta sección se analiza formalmente la existencia de un proceso de estabilidad o convergencia relativa entre la inflación general de México y Estados Unidos. Acorde con lo estipulado por Harvey y Carvalho (2002) puede considerarse que dos países han convergido si el diferencial de inflación es un proceso estacionario. Ello se confirma mediante la prueba de estacionariedad de Kwiatkowski et al. (KPSS).³

La prueba considera el periodo de diciembre de 2003, cuando entró en vigor la meta permanente de inflación en México, a marzo de 2012. En primera instancia se realiza el ejercicio para los diferenciales de inflación general y subyacente (con la definición que se utiliza en Estados Unidos para construir este último indicador, Gráfica 5). Si el diferencial entre inflaciones es estacionario con una media distinta de cero, puede decirse que hay convergencia relativa. Si además de ser estacionario, la media es igual a cero, existe convergencia absoluta. Como puede observarse, para ambos indicadores se concluye que hay convergencia relativa pues no se rechaza la hipótesis nula de estacionariedad. Mientras que para la prueba de convergencia absoluta se rechaza esta hipótesis (Cuadro 3). Estos resultados son consistentes con la

³ La prueba consiste en la generalización propuesta por Hobijn et al. (2004). Esta permite analizar si dos series han convergido a partir de una prueba de estacionariedad sobre la diferencia entre las mismas. La prueba Kwiatkowski (KPSS) es la más utilizada en la literatura, destacando especialmente que no pierde potencia estadística aún ante procesos estacionarios con media distinta a cero, es decir convergencia relativa (Bussetti, Forni, Harvey y Venditti, 2006).

Referencias

Busetti, F., Forni, I., Harvey, A. C. y F. Venditti (2006). "Inflation Convergence and Divergence within the European Monetary Union". ECB Working Paper Series, No. 574, January 2006.

Cortés, J., J. A. Murillo, y E. Torres Torija (2012). "Convergencia Inflacionaria en México a Diez Años del Establecimiento del Objetivo Permanente de Inflación". Mimeo.

Harvey, A. C. y V. M. Carvalho (2002). "Models for Converging Economies". University of Cambridge, DAE Working Papers.

Hobjin B., Franses P. H. y M. Ooms (2004). "Generalizations of the KPSS-test for Stationarity". *Statistica Neerlandica*, Volume 58, Issue 4, pp. 483-502, November 2004.

Kwiatkowski, D., Phillips, P. C. B., Schmidt, P. y Y. Shin (1992). "Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of a Unit Root: How Sure are We that Economic Time Series Have a Unit Root?". *Journal of Econometrics*, No. 44, pp. 159-178.

Newey, W. K. and K. D. West (1994). "Automatic Lag Selection in Covariance Matrix Estimation". *Review of Economic Studies*, No. 61, pp. 631-653.

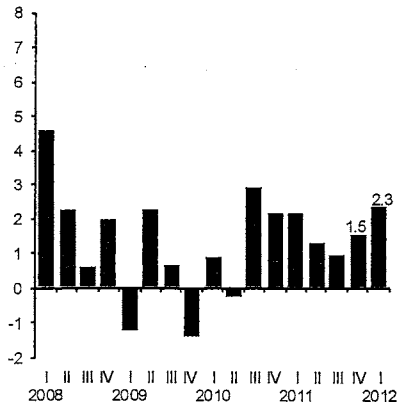
2.2. Salarios

El comportamiento reciente de diversos indicadores salariales sugiere que los costos laborales continúan sin representar un factor que esté generando presiones inflacionarias. Al respecto, la tasa de variación anual del ingreso nominal promedio de los trabajadores del total de la economía ha sido moderada, ya que en el cuarto trimestre de 2011 y primer trimestre de 2012 ésta fue de 1.5 y 2.3 por ciento, respectivamente (Gráfica 8a). En lo que corresponde al salario base de cotización al IMSS, éste aumentó 4.3 por ciento durante el primer trimestre de 2012, misma cifra que el trimestre previo (Gráfica 8b). Finalmente, el incremento al salario contractual negociado por empresas de jurisdicción federal durante el primer trimestre de 2012 fue 4.4 por ciento, mientras que en el mismo periodo del año previo dicho aumento fue de 4.5 por ciento. Cabe señalar que, acorde con la información del último indicador señalado, en el primer trimestre de 2012 las empresas públicas pactaron un incremento salarial de 3.8 por ciento, mientras que las empresas privadas negociaron un alza salarial de 4.5 por ciento (en el mismo trimestre del año previo estos aumentos fueron respectivamente de 4.0 y 4.6 por ciento, Gráfica 8c).¹

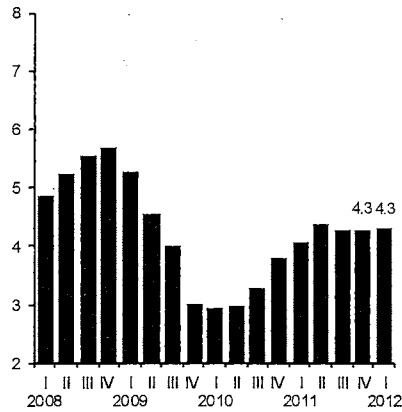
¹ El salario base de cotización (SBC) considera el sueldo diario que en promedio recibieron los trabajadores afiliados al IMSS durante el lapso de tiempo indicado, así como algunas prestaciones (por ejemplo: gratificaciones, prima vacacional y comisiones). Por su parte, los salarios contractuales comprenden únicamente el incremento directo al tabulador que negocian los trabajadores de las empresas de jurisdicción federal, mismos que estarán vigentes durante los siguientes doce meses. Cabe señalar que la composición mensual de este último indicador se integra con la información de las empresas que llevaron a cabo sus revisiones salariales usualmente en el mismo periodo del año, razón por la que éste exhibe un patrón estacional. Debido a lo anterior, resulta conveniente realizar el análisis del salario base de cotización comparando periodos de tiempo sucesivos, mientras que en el caso de los salarios contractuales la comparación relevante es interanual.

Gráfica 8
Indicadores Salariales
 Variación anual en por ciento

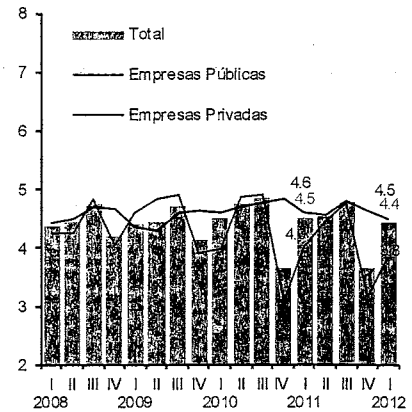
a) Ingreso Nominal Promedio para el Total de la Economía ^{1/}



b) Salario Base de Cotización al IMSS ^{2/}



c) Salario Contractual ^{3/}



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

1/ El ingreso promedio mensual se calcula con base en las remuneraciones por hora y el número de horas trabajadas en el periodo. Los datos a partir de 2011 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.

2/ Durante el primer trimestre de 2012 se registraron en promedio 15.5 millones de cotizantes al IMSS.

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

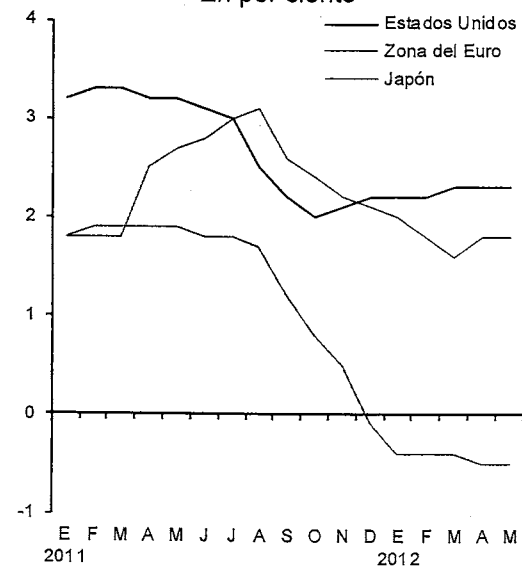
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2012

3.1. Condiciones Externas

3.1.1. Actividad Económica Mundial

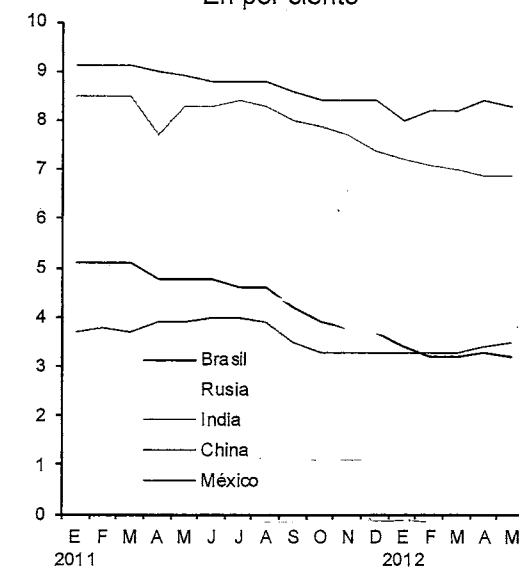
Las expectativas de crecimiento de la economía mundial y la confianza en los mercados financieros internacionales mejoraron marginalmente en el primer trimestre de 2012, aunque se acentuaron las diferencias entre regiones (Gráfica 9). Si bien la posibilidad de un evento catastrófico en los mercados financieros internacionales se ha reducido gracias a la adopción de medidas, principalmente por el Banco Central Europeo (BCE), para enfrentar la crisis en la zona del euro, persisten riesgos que podrían propiciar un deterioro adicional en el entorno previsto para los siguientes trimestres. Por otra parte, se anticipa que la inflación en la mayoría de los países sea menor en 2012 que en 2011, como resultado de un menor dinamismo de la actividad económica y de que los precios de los productos primarios permanecen por debajo de los niveles máximos que alcanzaron en la primera mitad de 2011. Por ello, se prevé que prevalezcan posturas de política monetaria acomodaticias en la gran mayoría de las economías avanzadas y emergentes.

Gráfica 9
Evolución de los Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2012
 a) Economías Avanzadas
 En por ciento



Fuente: Blue Chip.

b) Economías Emergentes
 En por ciento



Fuente: Blue Chip.

En Estados Unidos, el PIB se expandió 2.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre de 2012, cifra menor al 3.0 por ciento observado en el cuarto trimestre de 2011.² Ello reflejó, fundamentalmente, una menor

² De acuerdo al informe de avance del PIB de la Oficina de Análisis Económico (BEA, por sus siglas en inglés).

contribución de la acumulación de inventarios al crecimiento del producto en el primer trimestre del año (0.6 puntos porcentuales) con respecto a la observada en el trimestre previo (1.8 puntos porcentuales). No obstante, diversos indicadores de la producción y el empleo mejoraron en el primer trimestre del año. La producción industrial, y en particular la del sector manufacturero, ha continuado creciendo a pesar de la desaceleración de la demanda externa y la menor acumulación de inventarios (Gráfica 10a). En el primer trimestre del año, la producción manufacturera creció a una tasa anualizada de 10.4 por ciento, comparada con 5.6 por ciento en el trimestre previo.

A pesar de lo anterior, los principales componentes de la demanda agregada todavía apuntan hacia una recuperación moderada de la actividad económica en lo que resta de 2012, al persistir problemas estructurales que limitarán la expansión del gasto:

- i. El sector laboral ha registrado señales de recuperación. La tasa de desempleo se redujo de 8.5 por ciento en diciembre pasado a 8.1 por ciento en abril, su nivel más bajo desde principios de 2009. No obstante, la creación de empleos en el sector privado en marzo y abril (135 mil plazas en promedio por mes) fue considerablemente menor a la observada en los primeros dos meses del año (267 mil plazas en promedio por mes). Es probable que mejoras adicionales en los indicadores laborales requieran de una expansión de la actividad económica más sustancial que la ocurrida en meses recientes.
- ii. El crecimiento del consumo privado en el primer trimestre del año continuó recuperándose, creciendo 2.9 por ciento a tasa trimestral anualizada, contra 2.1 por ciento en el trimestre previo. Sin embargo, el gasto en consumo siguió apoyado en una reducción significativa de la tasa de ahorro (Gráfica 10b), por lo que no es sostenible sin una mejoría continua en las condiciones laborales y en la confianza de los consumidores. Además, el incremento del gasto de los consumidores seguirá viéndose afectado por la necesidad de fortalecer el balance de las familias y la persistente debilidad en los precios de la vivienda.
- iii. El gasto en capital de las empresas ha tenido su recuperación más lenta en décadas y sólo recientemente acaba de recobrar el nivel que tenía antes de la recesión (Gráfica 10c). Sin embargo, la inversión en equipo y software se expandió en sólo 1.7 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre del año después de haber crecido 7.5 por ciento en el trimestre previo, a pesar de la amplia disposición de fondos internos de las empresas.
- iv. La incertidumbre derivada de la falta de acuerdos políticos para evitar un fuerte ajuste fiscal en 2013 y asegurar una consolidación fiscal de mediano plazo, y/o un aumento en el precio del petróleo derivado de una intensificación de los problemas geopolíticos en Medio Oriente pudieran debilitar la evolución de la demanda agregada, en particular del consumo privado y la inversión en capital.³

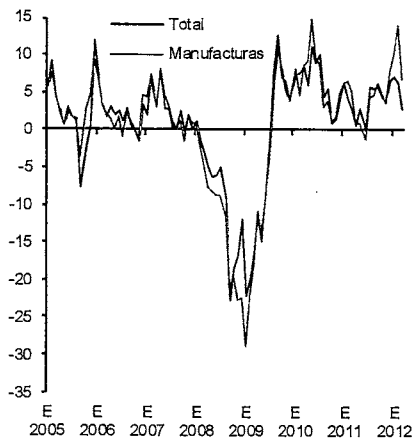
³ La fuerte reducción del déficit público en 2013 provendría principalmente de la expiración de los recortes impositivos que se extendieron por 2 años en 2010, la expiración de la reducción al impuesto a la nómina a finales de 2012 y el inicio de los recortes automáticos al gasto decretado en la Ley de Control Presupuestal de 2011.

Por otra parte, no se anticipa que el sector externo vaya a contribuir de manera importante al crecimiento debido al menor dinamismo de las exportaciones en un contexto de debilidad económica en Europa y de una desaceleración de las principales economías emergentes, y ante el repunte de las importaciones asociado con la recuperación gradual de la economía.

Gráfica 10
Indicadores Económicos en Estados Unidos

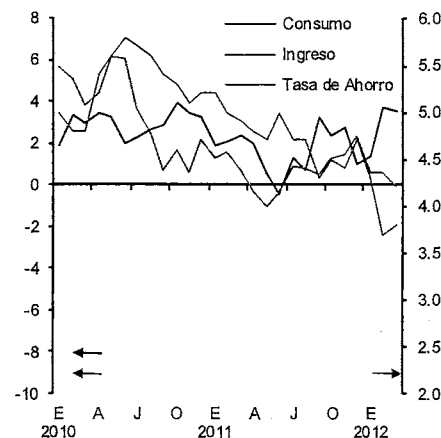
a) Producción Industrial y Manufacturera

Variación sobre 3 meses anualizada en por ciento, a. e.


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

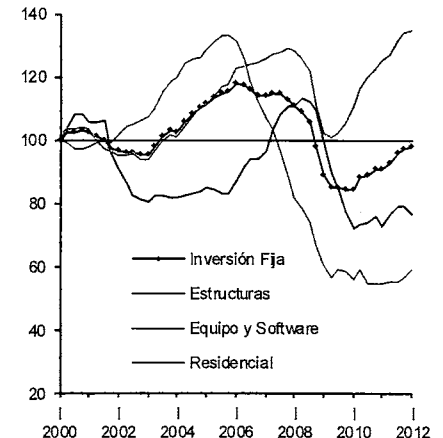
b) Consumo Privado Real, Ingreso Personal Disponible Real y Tasa de Ahorro

Variación sobre 3 meses anualizada en por ciento y en por ciento del IPD a. e.


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

c) Inversión Fija

Índice 1er trimestre 2000=100



Fuente: BEA.

En Europa continúa observándose, y se ha agudizado en los últimos dos meses, un círculo de retroalimentación negativa entre la actividad económica, la debilidad del sistema financiero y la vulnerabilidad fiscal. Así, la actividad económica siguió mostrando debilidad en el primer trimestre del año y las diferencias entre las economías de la región se acentuaron. El deterioro de la confianza del consumidor repercutió negativamente en el crecimiento de la demanda interna (Gráfica 11a). La actividad en la zona del euro también se vio afectada por la baja disponibilidad de crédito y el endurecimiento de las condiciones por parte de las instituciones financieras ante los mayores requerimientos de capital, las elevadas necesidades de financiamiento y las débiles perspectivas de crecimiento.⁴ En este contexto, la tasa de desempleo en varios países alcanzó niveles sin precedente (Gráfica 11b).

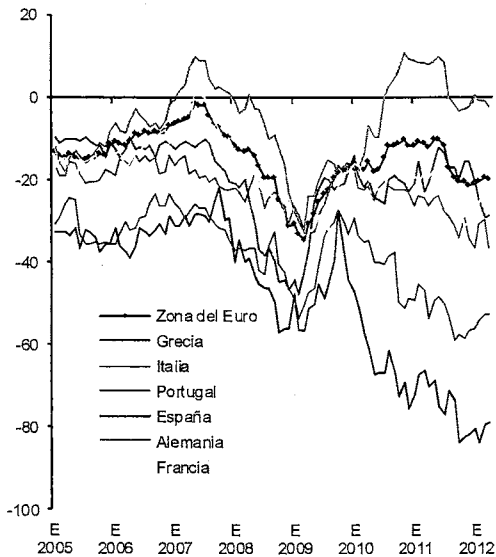
Así, se espera que el PIB de la zona del euro en el primer trimestre de 2012 no haya crecido, después de haberse registrado una disminución de 1.2 por ciento a tasa trimestral anualizada en el cuarto trimestre de 2011. Para el resto de 2012 se prevé que el crecimiento de la región sea lento, si bien con diferencias importantes entre países.

⁴ Para fortalecer los balances de los bancos, a principios de diciembre pasado la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) estableció el cumplimiento de una meta de razón de capital básico "Tier 1" de 9 por ciento y la creación de reservas temporales de capital antes del 30 de junio de 2012.

La renovada incertidumbre en los mercados de deuda soberana en las últimas semanas refleja los considerables riesgos en la implementación de las políticas de ajuste fiscal acordadas para algunos países de la región y el poco margen de maniobra de las autoridades para asegurar su sostenibilidad. El creciente debate sobre el balance apropiado entre acciones para impulsar el crecimiento económico y la velocidad en el proceso de consolidación fiscal también ha contribuido al deterioro reciente de las condiciones en los mercados financieros y podría acentuar la retroalimentación negativa entre el aumento en la percepción del riesgo soberano, el desapalancamiento de los bancos y la actividad económica (Gráfica 12a y Gráfica 12b). En este contexto, la incertidumbre sobre la situación política en los países cuyas economías han sido más afectadas por la crisis y la posible respuesta de las autoridades correspondientes podrían exacerbar dicho proceso.

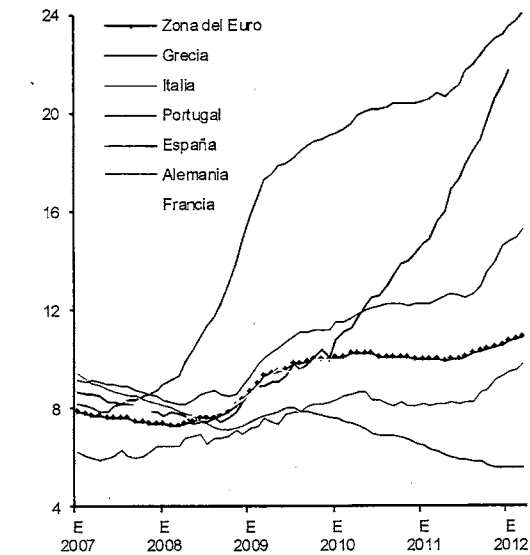
Gráfica 11
Indicadores Económicos en la Zona del Euro

a) Confianza del Consumidor
Índice de difusión, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Comisión Europea.

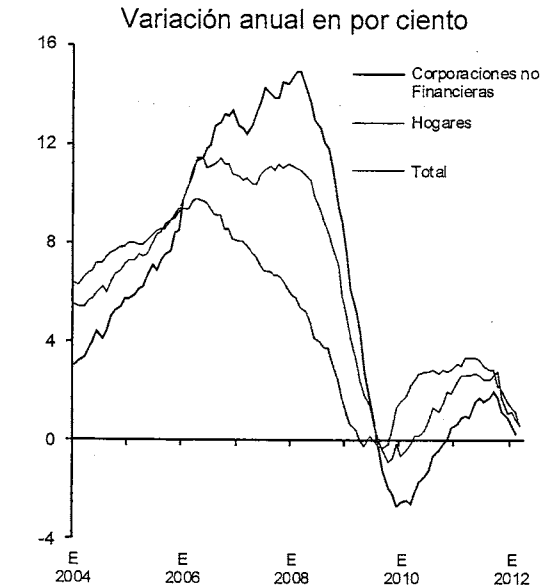
b) Tasa de Desempleo
En por ciento de la población económicamente activa, a. e.



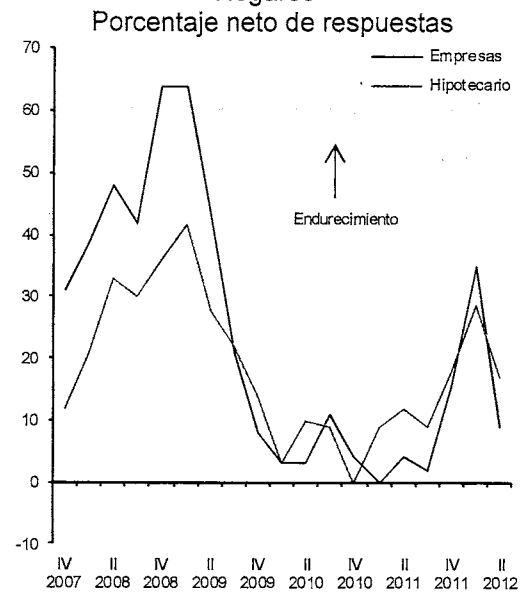
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Eurostat.

Gráfica 12
Indicadores Crediticios en la Zona del Euro

a) Crédito de Instituciones Financieras al Sector Privado



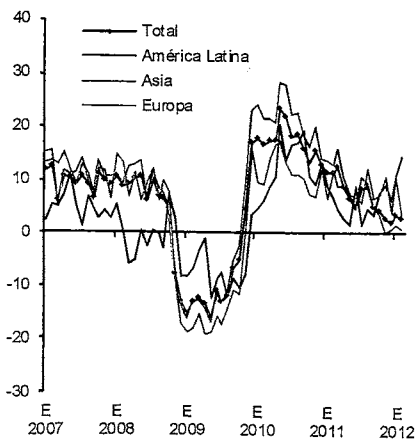
Fuente: BCE.

 b) Condiciones Crediticias para Empresas y Hogares^{1/}

^{1/} Se refiere a las condiciones en los 3 meses previos.

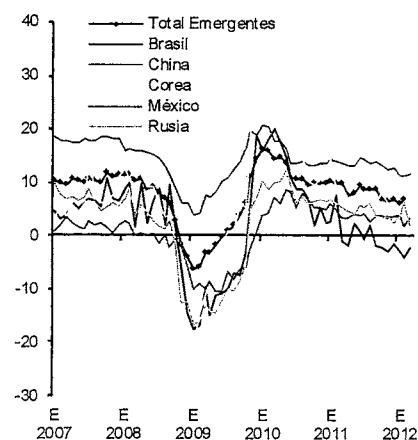
Fuente: BCE.

En la mayoría de las economías emergentes, entre ellas China, se ha observado una reducción en la tasa de crecimiento como resultado tanto de una menor demanda interna, como de una desaceleración del ritmo de crecimiento de sus exportaciones (Gráfica 13a). Así, el crecimiento de la producción industrial en la mayoría de las economías emergentes ha tendido a reducirse (Gráfica 13b) y los indicadores prospectivos apuntan a un menor dinamismo de la actividad en los siguientes meses (Gráfica 13c). No obstante, estas economías continúan en general creciendo a un ritmo mayor que las economías avanzadas.

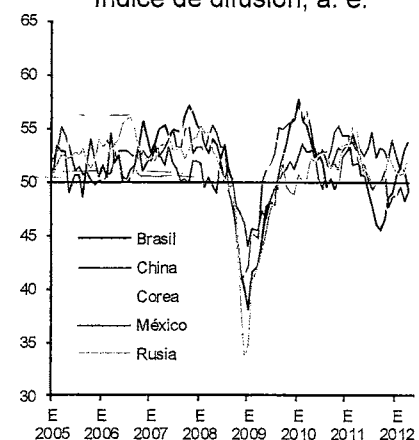
Gráfica 13
Actividad Económica en Economías Emergentes

 a) Exportaciones
Variación anual en por ciento


Fuente: CPB Netherlands.

 b) Producción Industrial
Variación anual en por ciento


Fuente: Oficinas Nacionales de Estadística y CPB Netherlands.

 c) Índice de Perspectivas de los Gerentes de Compras del Sector Manufacturero
Índice de difusión, a. e.

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

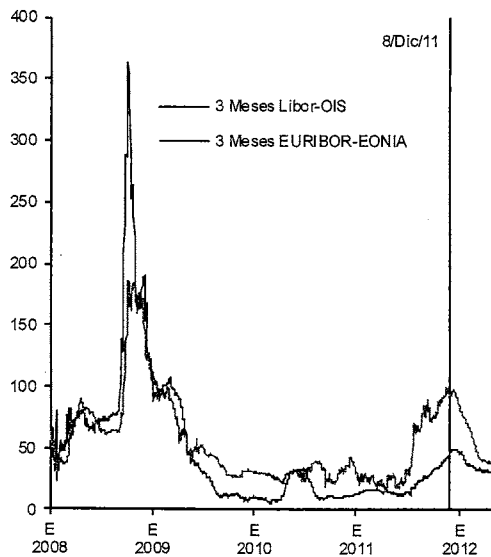
3.1.2. Mercados Financieros Internacionales

Los mercados financieros internacionales tuvieron una mejoría durante el primer trimestre del año, aunque más recientemente su comportamiento ha empeorado. Las medidas llevadas a cabo por el BCE a finales de 2011 y principios de 2012, aunadas a los avances en los planes de consolidación fiscal de varias economías de la zona del euro, contribuyeron a un mejor funcionamiento de los mercados interbancarios (Gráfica 14a) y de deuda soberana (Gráfica 14b).⁵ No obstante, como se señaló, en las últimas semanas se ha observado una mayor incertidumbre en los mercados de deuda soberana de algunas economías de la región al surgir dudas sobre su capacidad para alcanzar sus metas fiscales en un contexto en el que ha aumentado el descontento social sobre las medidas de austeridad implementadas en los últimos meses.

Gráfica 14

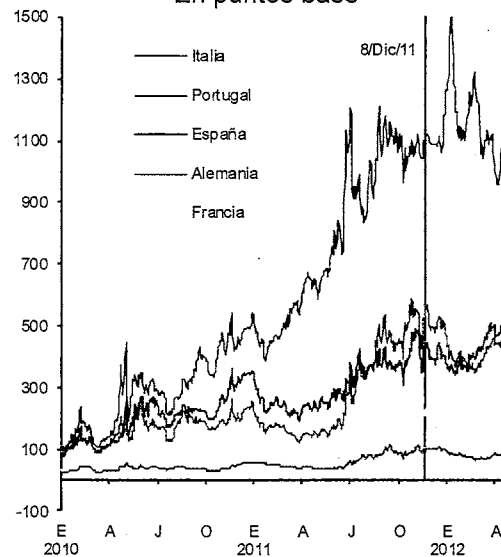
Indicadores Financieros y de Riesgo Soberano en la Zona del Euro

a) Condiciones de Fondeo a Corto Plazo^{1/}
Diferencial en puntos base



1/ El 8 de diciembre se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.
Fuente: Bloomberg.

b) Zona del Euro: Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito^{1/}
En puntos base



1/ Se refiere al Credit Default Swap para bonos soberanos a 5 años. El 8 de diciembre se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.
Fuente: Bloomberg.

Adicionalmente a las acciones instrumentadas por parte del BCE, las autoridades europeas han adoptado diversas medidas para apoyar la estabilidad financiera y la confianza de los mercados en la zona del euro:

- i. A principios de marzo, el "Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza", cuyo contenido fue avalado por las autoridades europeas en enero pasado, fue firmado por 25 de los 27 miembros de la Unión

⁵ Como parte de su estrategia para enfrentar problemas potenciales de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro, el BCE llevó a cabo a finales de febrero su segunda operación de refinanciamiento de largo plazo a tres años. La operación, por un monto de 530 mil millones de euros excedió la primera operación, de 489 mil millones el 21 de diciembre de 2011. La segunda operación realizada el 29 de febrero de 2012 proporcionó liquidez neta adicional de alrededor de 310 mil millones de euros, comparada con 210 mil millones en la primera operación.

Europea (excluyendo Reino Unido y la República Checa). El tratado busca fortalecer la disciplina fiscal y mejorar la vigilancia al interior de la zona del euro, en particular a través del establecimiento de una regla de presupuesto balanceado en los ordenamientos jurídicos de los países miembros. La parte fiscal del tratado, denominado "Pacto Fiscal", incluye el requisito de que el déficit estructural anual no deberá exceder el 0.5 por ciento del PIB. Esta regla deberá estar incorporada en los ordenamientos jurídicos de los países miembros, preferentemente a nivel constitucional, a más tardar el siguiente año después de la entrada en vigor del tratado.

- II. A mediados de marzo, los ministros de finanzas de la zona del euro aprobaron un segundo programa de ajuste económico para Grecia por tres años por un monto de 130 mil millones de euros, incluyendo una contribución del FMI por 28 mil millones de euros. Este programa también incluyó una elevada participación de los tenedores privados de deuda de este país en la oferta de intercambio de la misma, que presupone una reducción significativa del principal, lo que contribuirá a mejorar la sostenibilidad de dicha deuda.⁶
- III. A finales del primer trimestre de 2012, se acordó incrementar la capacidad de préstamo de emergencia para los países miembros de la zona del euro de 500 a 700 mil millones de euros a través de combinar el Mecanismo de Estabilidad Europeo (ESM, por sus siglas en inglés) con el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés).⁷

A pesar de la importancia de las medidas para atender los problemas en la zona del euro, éstas no representan una solución definitiva a las dificultades del sistema bancario y del mercado de deuda soberana, tal como se infiere de la reciente alza en los márgenes soberanos de algunas economías de la región y del proceso de desapalancamiento de los bancos que continúa teniendo lugar (Gráfica 14b). Así, prevalecen perspectivas de debilidad para la actividad económica, importantes retos de consolidación fiscal y una percepción de que los niveles de capital de algunos bancos son insuficientes.⁸

Por su parte, las mejores perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y las pruebas de estrés realizadas a los principales bancos de ese país contribuyeron a una mejoría de las condiciones en los mercados financieros en

⁶ Este programa ofreció intercambiar 177.3 miles de millones de euros en bonos soberanos emitidos bajo la legislación de Grecia y 28.3 miles de millones en bonos emitidos bajo legislación extranjera y otros bonos garantizados por el gobierno. La participación inicial de la oferta pública, que concluyó el 8 de marzo, ascendió a 84 por ciento del total. No obstante, la activación de las cláusulas de acción colectivas en los bonos emitidos bajo legislación local permitió elevar ese porcentaje a 97 por ciento del total. Las opciones de intercambio de los bonos incluyeron: (i) nuevos bonos con un valor nominal equivalente al 31.5 por ciento del valor nominal de la deuda intercambiada, y (ii) notas equivalentes a efectivo del EFSF con un periodo de madurez de 24 meses por 15 por ciento del valor nominal de la deuda intercambiada. Los bonos devengarán un cupón anual fijo de 2 por ciento hasta 2014, 3 por ciento de 2014-20, 3.65 por ciento en 2021 y 4.3 por ciento en adelante. El intercambio de deuda representa una reducción en el valor nominal de la deuda de 53.5 por ciento.

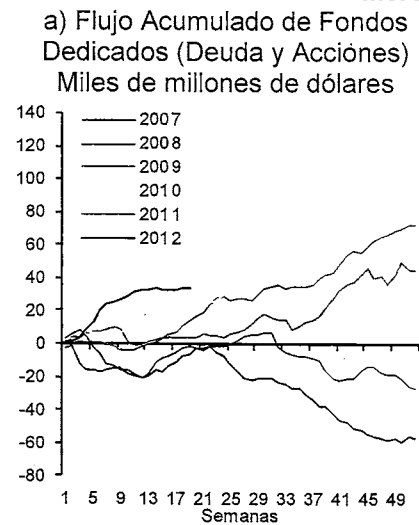
⁷ Este monto está conformado por la suma de la capacidad de financiamiento del ESM (500 mil millones de euros) y los compromisos de financiamiento existentes del EFSM con Grecia, Irlanda y Portugal (200 mil millones de euros).

⁸ A este respecto, las autoridades españolas anunciaron recientemente medidas para aumentar las provisiones de la cartera inmobiliaria de los bancos en dicho país y para que el análisis de la cartera crediticia de los bancos sea realizado por valuadores independientes.

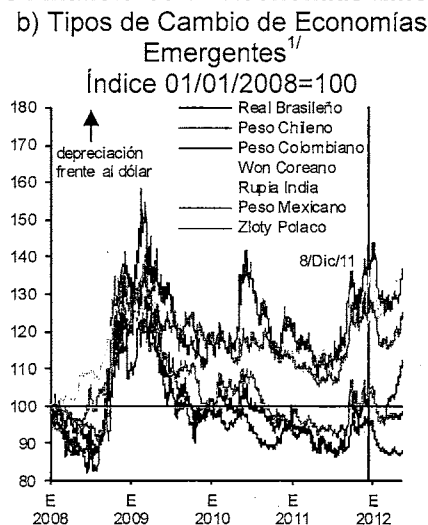
dicho país y en la mayor parte de los mercados internacionales durante el primer trimestre del año. Los resultados de las pruebas de estrés dadas a conocer a mediados de marzo por la Reserva Federal muestran que 15 de los 19 bancos más grandes del país continuarían cumpliendo con los actuales requerimientos de capitalización a pesar de las elevadas pérdidas proyectadas bajo un escenario macroeconómico extremadamente adverso.⁹

La menor incertidumbre en los mercados financieros internacionales permitió la reanudación de la búsqueda de mejores rendimientos por parte de los inversionistas, con lo cual el flujo de capitales a las economías emergentes resultó excepcionalmente elevado en los primeros meses de 2012, muy por arriba de lo observado en años previos (Gráfica 15a). Lo anterior resultó en una apreciación de las monedas y en avances en los mercados accionarios de las economías emergentes (Gráfica 15b y Gráfica 15c). Si bien la reciente incertidumbre en los mercados de deuda de algunas economías de la zona del euro provocó que los flujos referidos registraran una ligera disminución en las últimas semanas, su nivel acumulado en el año se mantiene en niveles considerablemente superiores a los observados en años anteriores. En este contexto, los mercados emergentes se han visto afectados por una mayor volatilidad en las últimas semanas.

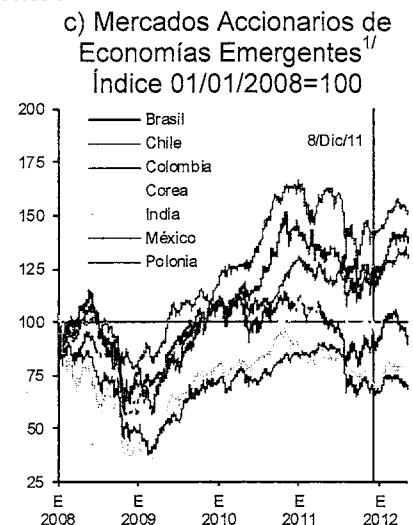
Gráfica 15
Mercados Financieros en Economías Emergentes



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.



^{1/} El 8 de diciembre se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.
Fuente: Bloomberg.



^{1/} El 8 de diciembre se anunciaron las medidas no convencionales por parte del BCE.
Fuente: Bloomberg.

3.1.3. Precios de las Materias Primas

Durante el primer trimestre del año, los precios internacionales de las materias primas energéticas y alimentarias se ubicaron por debajo de los máximos alcanzados en 2011. La diferencia observada fue significativamente

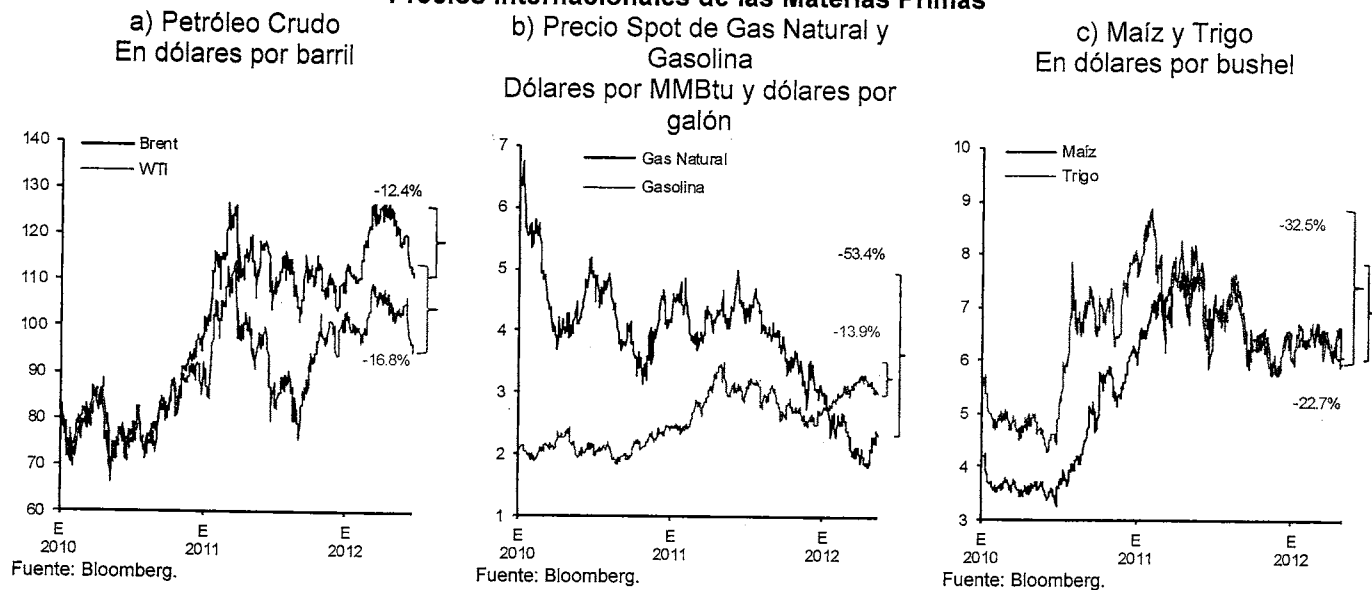
⁹ Este escenario asume una tasa máxima de desempleo de 13 por ciento, una caída de 50 por ciento en el precio de las acciones y un desplome de 21 por ciento en los precios de la vivienda. Las pérdidas estimadas en los 19 bancos se estiman en 534 mil millones de dólares durante los 9 trimestres de duración del escenario hipotético de estrés. La razón de capital común (Tier 1), que comprende capital de alta calidad a activos ponderados por riesgo, disminuiría de 10.1 por ciento en el tercer trimestre de 2011 a 6.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2013.

menor en el caso de los precios del petróleo y la gasolina, a pesar de las expectativas de un menor crecimiento de la demanda mundial. Ello se debió a que éstos fueron afectados por las tensiones geopolíticas en Medio Oriente, que se intensificaron a finales del año pasado pero que en las últimas semanas se atenuaron (Gráfica 16a). En contraste, los precios del gas natural han registrado una caída de más de 50 por ciento en relación con los máximos alcanzados en 2011 (Gráfica 16b). Esto ha obedecido tanto al fuerte crecimiento de la producción de gas natural no convencional (“*shale gas*”) en los últimos años en Estados Unidos, como a las condiciones climatológicas benignas que han prevalecido en ese país durante el último invierno.

En lo que corresponde a los precios de los alimentos, si bien los de los granos han exhibido cierta volatilidad en los primeros meses de 2012, se encuentran considerablemente por debajo de los máximos alcanzados en la primera mitad de 2011. El precio del trigo se mantiene alrededor de 33 por ciento por debajo de dichos máximos, en tanto el precio del maíz lo está en poco más de 22 por ciento (Gráfica 16c).

En suma, la evolución de los precios internacionales de las materias primas no ha significado presiones al alza para la inflación a nivel mundial.

Gráfica 16
Precios Internacionales de las Materias Primas



3.1.4. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior

En cuanto al panorama para la inflación mundial en 2012, se anticipa que en la mayoría de los países ésta sea menor que en 2011, como resultado de la reducción del ritmo de actividad económica y de la mayor estabilidad esperada de los precios de los productos primarios. No obstante, persiste el riesgo de que un alza en el precio internacional del petróleo, derivada de una nueva intensificación de problemas geopolíticos en Medio Oriente, provoque un nuevo repunte de la inflación.

En las principales economías avanzadas, los menores precios de los productos primarios y las amplias condiciones de holgura han inducido una disminución en la inflación general, al tiempo que la subyacente ha permanecido baja. En este contexto, la postura de política monetaria en estas economías se ha tornado aún más acomodaticia, y se prevé que se mantenga así por un periodo prolongado.

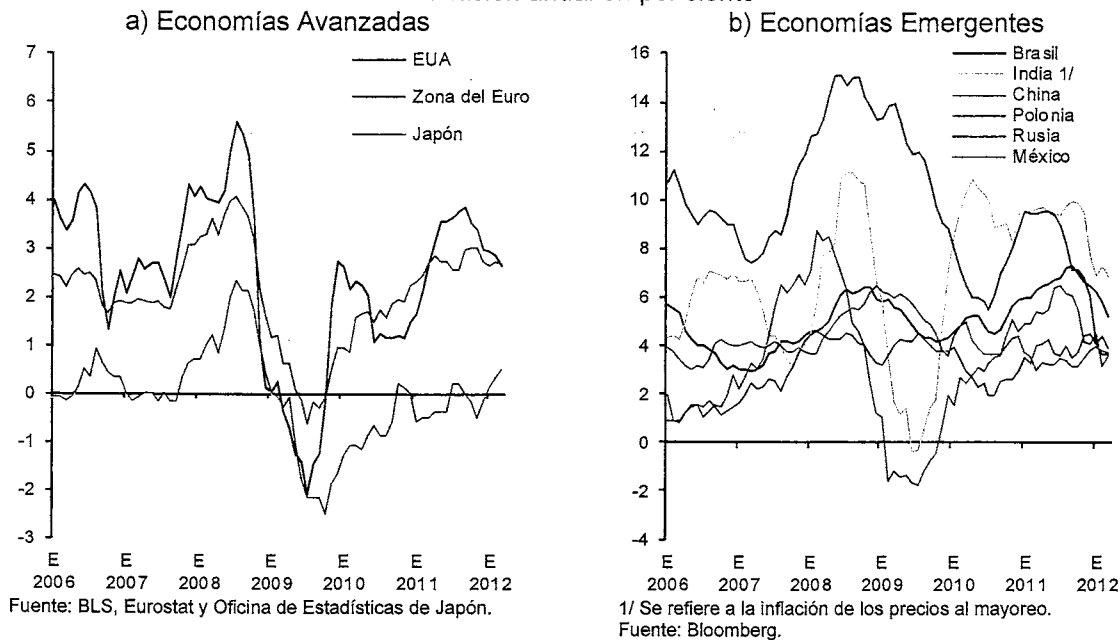
La inflación general anual en Estados Unidos continuó con su tendencia a la baja en los primeros meses de 2012, ubicándose en 2.7 por ciento en marzo, mientras que en diciembre había registrado 3.0 por ciento (Gráfica 17a). Ello tuvo lugar a pesar de los recientes incrementos en los precios de la gasolina. Se espera que los incrementos en dicho precio y en el de algunos alimentos, como ha ocurrido en otras ocasiones, tengan un impacto que se disipe con el paso de los meses. Por su parte, la inflación subyacente se ha mantenido ligeramente por arriba del 2 por ciento desde octubre, y en marzo fue de 2.3 por ciento, esperándose que también disminuya como resultado de la holgura que prevalece en la economía de Estados Unidos.

En este contexto, la Reserva Federal mantuvo sin cambios su banda objetivo de 0 a 0.25 por ciento para la tasa de fondos federales. Adicionalmente, en su reunión de política monetaria de enero extendió su previsión de mantener la tasa de referencia en niveles excepcionalmente bajos de mediados de 2013 por lo menos hasta finales de 2014, dadas las bajas tasas de utilización de recursos y las favorables perspectivas de inflación de mediano plazo, manteniéndose dicha previsión en las reuniones de marzo y abril. Además, en las reuniones referidas también decidió continuar con su programa de extender el vencimiento promedio de sus tenencias de valores anunciado en septiembre y mantener su política actual de reinversión de pagos de principal de vencimientos de deuda de agencias y de valores respaldados por hipotecas y de reinversión de bonos del Tesoro.

La inflación anual en la zona del euro se ha mantenido ligeramente por arriba del objetivo de inflación del BCE de menos de 2 por ciento. En marzo, la inflación general anual se mantuvo en 2.7 por ciento, el mismo nivel de diciembre de 2011. Igualmente, la inflación subyacente anual se situó en 1.6 por ciento, misma cifra que la registrada en diciembre. En este contexto, el BCE dejó sin cambio su tasa de política en 1 por ciento. En su comunicado de mayo señaló que es probable que la inflación se mantenga por arriba del 2 por ciento en 2012 y que disminuya por debajo de este nivel en 2013. Además, el BCE apuntó que los indicadores disponibles para el primer trimestre del año siguen siendo consistentes con una estabilización de la actividad en niveles deprimidos, pero que se espera una recuperación moderada en el transcurso del año.

En la mayoría de las economías emergentes se ha observado una moderación en la inflación y se anticipa que ésta disminuya aún más ante la desaceleración de la actividad económica (Gráfica 17b). La inflación anual al consumidor en China y Brasil disminuyó de 4.1 y 6.5 por ciento en diciembre de 2011, a 3.6 y 5.2 por ciento en marzo de 2012, respectivamente, en tanto que la variación anual de los precios en India disminuyó de 7.7 a 6.9 por ciento en el mismo periodo. En este entorno, se prevé que persistan posturas de política monetaria acomodaticia en la mayoría de las economías emergentes.

Gráfica 17
Inflación General en Economías Avanzadas y Emergentes
 Variación anual en por ciento



3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

La fortaleza del marco macroeconómico de nuestro país es un elemento fundamental que ha contribuido a que la economía se haya mostrado resistente ante los choques externos que ha enfrentado, lo cual ha conducido a que el ajuste de la economía mexicana ante un entorno internacional adverso y cambiante haya sido favorable. Así, durante el primer trimestre de 2012, la actividad económica continuó presentando una tendencia positiva. Este comportamiento se derivó, principalmente, de la combinación de tres elementos. Primero, la depreciación del tipo de cambio en la segunda mitad de 2011, que se dio de manera ordenada y en un contexto de expectativas de inflación bien ancladas, se reflejó en un mayor dinamismo de la producción de bienes comerciables, lo cual indujo una gradual reactivación de las exportaciones no petroleras. Segundo, las exportaciones también respondieron positivamente a la evolución relativamente más favorable que ha presentado recientemente la producción industrial de Estados Unidos (Gráfica 18a). Tercero, el crecimiento de la economía mexicana también se ha visto apoyado por el adecuado funcionamiento del sistema financiero a través de un crecimiento sostenido del financiamiento.

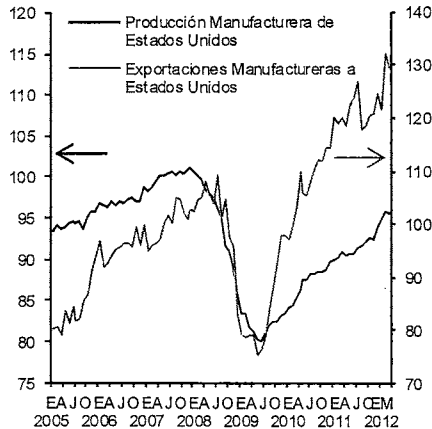
El repunte en el ritmo de crecimiento de la demanda externa, en especial de aquella proveniente de Estados Unidos, se ha reflejado en el dinamismo que recientemente presentaron las exportaciones manufactureras. De igual manera, las exportaciones dirigidas al resto de los países han continuado

mostrando un ritmo de expansión similar al de los trimestres previos (Gráfica 18b y Gráfica 18c).¹⁰

Gráfica 18
Indicadores de las Exportaciones Manufactureras

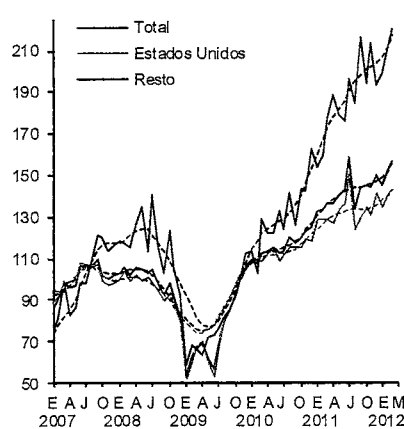
Índice 2007=100, a. e.

a) Exportaciones Manufactureras a Estados Unidos y Producción Manufacturera de Estados Unidos



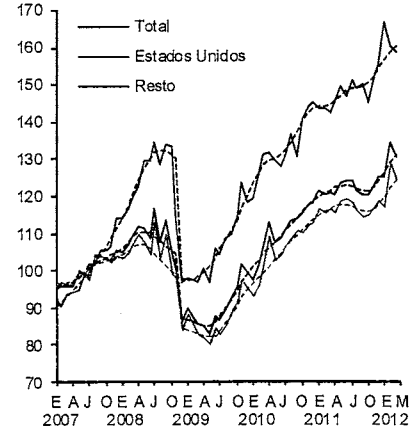
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Banco de México y Reserva Federal de Estados Unidos.

b) Exportaciones Manufactureras Automotrices



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

c) Exportaciones Manufactureras No Automotrices



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

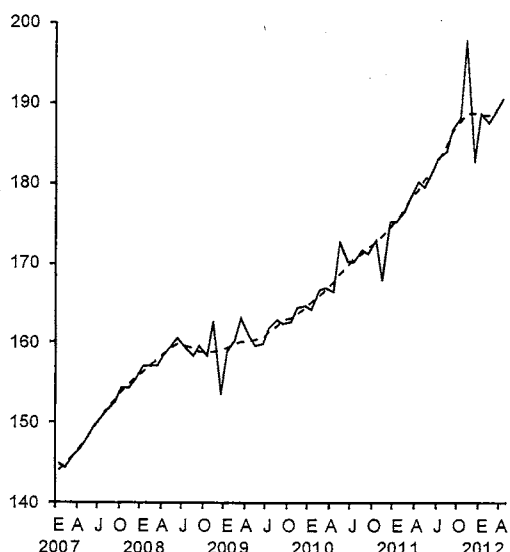
En relación a la demanda interna, los datos más oportunos sugieren que ésta también continuó exhibiendo una trayectoria positiva en el primer trimestre de 2012, si bien algunos de sus componentes parecerían haber mostrado una incipiente moderación en su crecimiento. En particular, destaca lo siguiente:

- i. En lo que corresponde al consumo privado, las ventas de la ANTAD han mantenido una trayectoria positiva, no obstante que en los primeros meses de 2012 han mostrado un ritmo de crecimiento ligeramente menor que en 2011 (Gráfica 19a). Asimismo, si bien las ventas al menudeo en los establecimientos comerciales no han registrado una desaceleración notoria, las ventas al mayoreo sí han presentado una pérdida de dinamismo más clara (Gráfica 19b).

¹⁰ El 19 de marzo México y Brasil suscribieron un acuerdo comercial en relación a las exportaciones automotrices entre ambos países. El acuerdo consiste en un cupo de exportación entre ambos países de \$1,450 millones de dólares (MD) del 19 de marzo de 2012 al 18 de marzo de 2013, un cupo de \$1,560 MD del 19 de marzo de 2013 al 18 de marzo de 2014 y un cupo de \$1,640 MD del 19 de marzo de 2014 al 18 de marzo de 2015. A partir del 19 de marzo de 2015 se regresará al libre comercio en este sector. Durante el periodo de vigencia de este acuerdo el crecimiento de nuestras exportaciones automotrices se verá influido por dicho acuerdo.

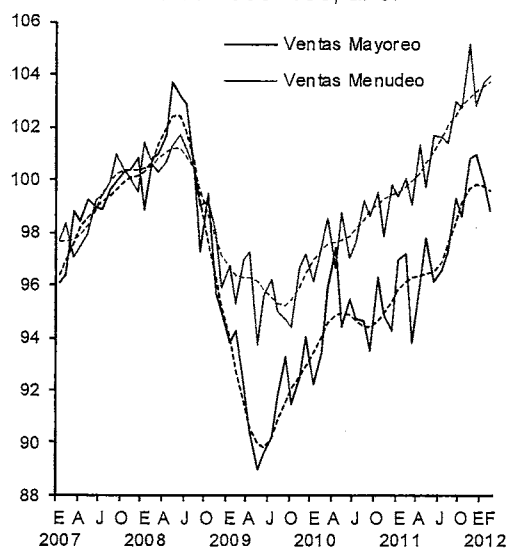
Gráfica 19
Indicadores de Consumo

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



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

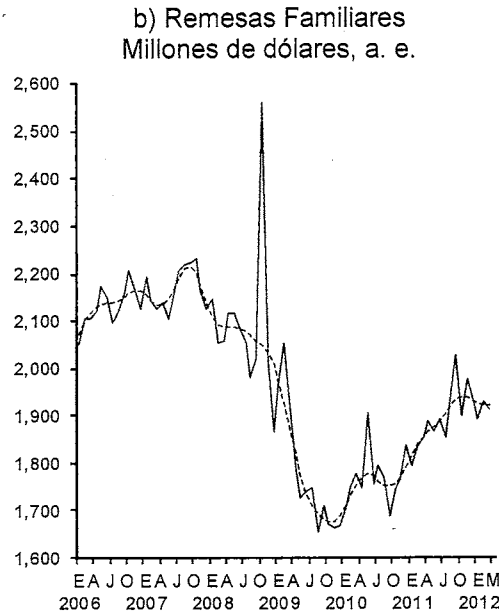
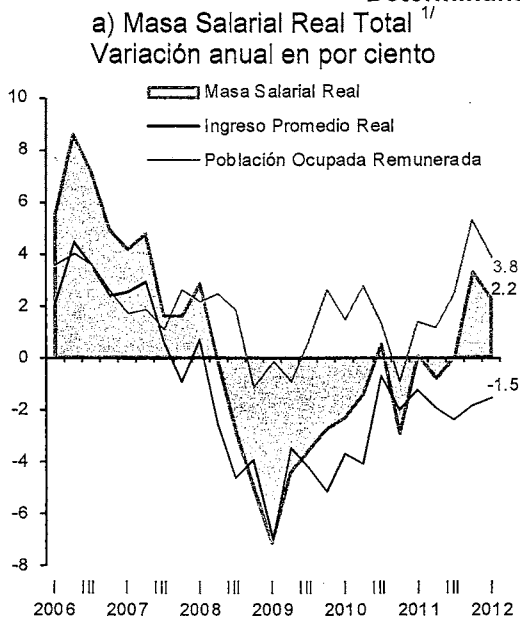
b) Ventas en los Establecimientos Comerciales
Índice 2008=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la Encuesta Mensual sobre Establecimientos Comerciales, INEGI.

- ii. De manera congruente con lo anterior, algunos determinantes del consumo han presentado una desaceleración en el primer trimestre del año. En particular, el crecimiento de la masa salarial real siguió siendo afectado por las tasas de variación anual negativas del ingreso promedio real de los trabajadores (Gráfica 20a). De igual manera, a pesar de la gradual recuperación que habían venido mostrando las remesas familiares desde 2010, en el último trimestre éstas dejaron de crecer y se mantuvieron en niveles inferiores a los observados antes de que iniciara la crisis (Gráfica 20b). Finalmente, el crédito al consumo que otorga la banca comercial, si bien continuó expandiéndose a tasas elevadas, recientemente ha registrado una ligera disminución en sus tasas de crecimiento (véase Sección 3.2.2).
- iii. En cuanto a la inversión fija bruta, ésta repuntó en el primer trimestre de 2012 (Gráfica 21a). Esta evolución refleja, en parte, la trayectoria que ha presentado el gasto en maquinaria y equipo importado (Gráfica 21b). Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo nacional se ha mantenido sin variación desde mediados de 2011. En lo que respecta al gasto en inversión en construcción, éste ha continuado mostrando un crecimiento gradual en los últimos meses.

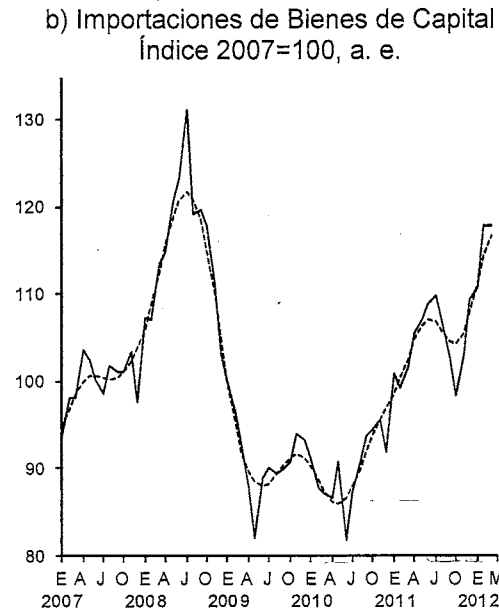
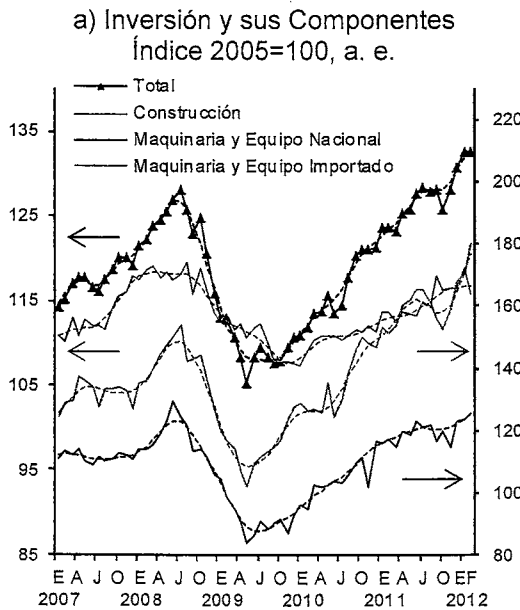
Gráfica 20
Determinantes del Consumo



1/ Los datos a partir de 2011 son de carácter preliminar y están basados en proyecciones demográficas del INEGI.
Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información de la ENOE, INEGI.

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

Gráfica 21
Indicadores de la Inversión



a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

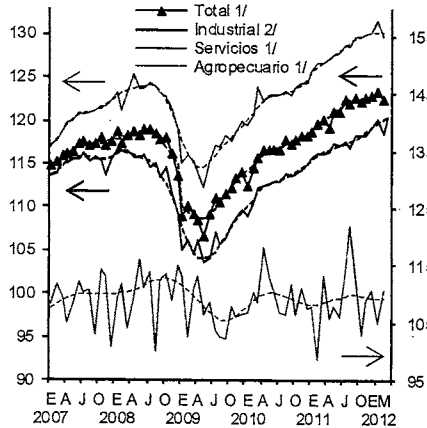
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Banco de México.

El comportamiento descrito de la demanda agregada condujo a que los niveles de producción mantuvieran una tendencia creciente (Gráfica 22a). En particular, el mayor dinamismo de las exportaciones manufactureras en el primer trimestre de 2012 indujo un moderado repunte en los niveles de actividad de dicho sector, destacando en especial lo que corresponde a la producción de

equipo de transporte (Gráfica 22b). En este contexto, sobresale el hecho de que la producción de unidades automotrices alcanzó un máximo histórico en el primer trimestre de 2012 (Gráfica 22c).

Gráfica 22
Indicadores de Actividad Económica

a) Indicadores de la Actividad Económica
Índice 2003=100, a. e.

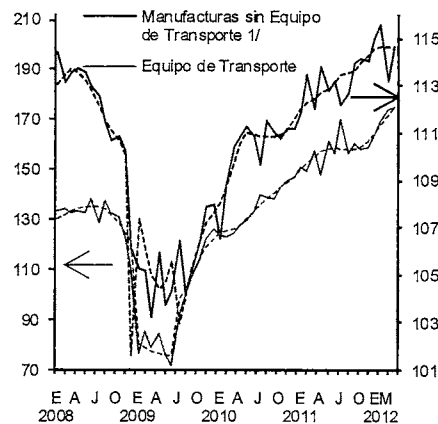


1/ Cifras a febrero de 2012.

2/ Cifras a marzo de 2012 del indicador de la Actividad Industrial.

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

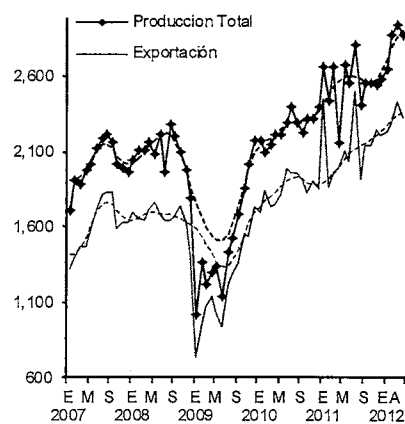
b) Producción Manufacturera
Índice 2003=100, a. e.



1/ Elaboración de Banco de México con datos del INEGI.

a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Indicadores de la Actividad Industrial, SCNM, INEGI.

c) Producción y Exportación de Vehículos Ligeros
Miles de unidades anualizadas, a. e.



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

La evolución reciente de las manufacturas se ha manifestado en una ligera aceleración de los servicios relativamente más asociados con el sector externo, como lo son el comercio y los transportes, correos y almacenamiento. En contraste, algunos servicios más relacionados a la demanda interna, como lo son los de restaurantes y hoteles, los servicios inmobiliarios y de alquiler, educativos, financieros y actividades del gobierno, empezaron a mostrar cierta desaceleración en su ritmo de expansión en el primer trimestre de 2012.

Por su parte, los efectos que había resentido el sector agropecuario derivados de la sequía registrada en 2011 fueron mitigándose en el primer trimestre de 2012, lo cual se estima habrá incidido favorablemente en los niveles de actividad de dicho sector. En efecto, en el primer trimestre de 2012 se observó un aumento en el volumen cosechado del ciclo otoño-invierno, así como de los cultivos perennes.

A pesar del favorable desempeño de la economía en el primer trimestre de 2012, algunos indicadores de índole más prospectiva, como el indicador adelantado de la economía mexicana, tienden a sugerir que el ritmo de expansión de la actividad económica continuará siendo relativamente moderado (Gráfica 23a). Asimismo, no obstante que en los últimos meses el índice de confianza del consumidor ha presentado una tendencia ascendente, tanto este indicador, como el índice de confianza del productor, aún se mantienen en niveles significativamente inferiores a los observados antes de la crisis iniciada en 2008 (Gráfica 23b y Gráfica 23c).

Gráfica 23

Indicadores Prospectivos

a) Indicador Adelantado de México
Índice 2003=100, a. e.



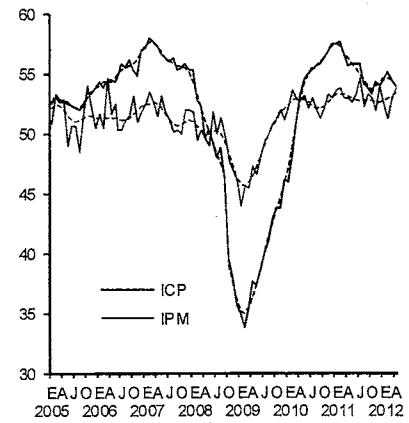
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: INEGI.

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



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

c) Índices de Confianza del Productor (ICP) y de Pedidos Manufactureros (IPM)
Indicador con referencia a 50 puntos, a. e.

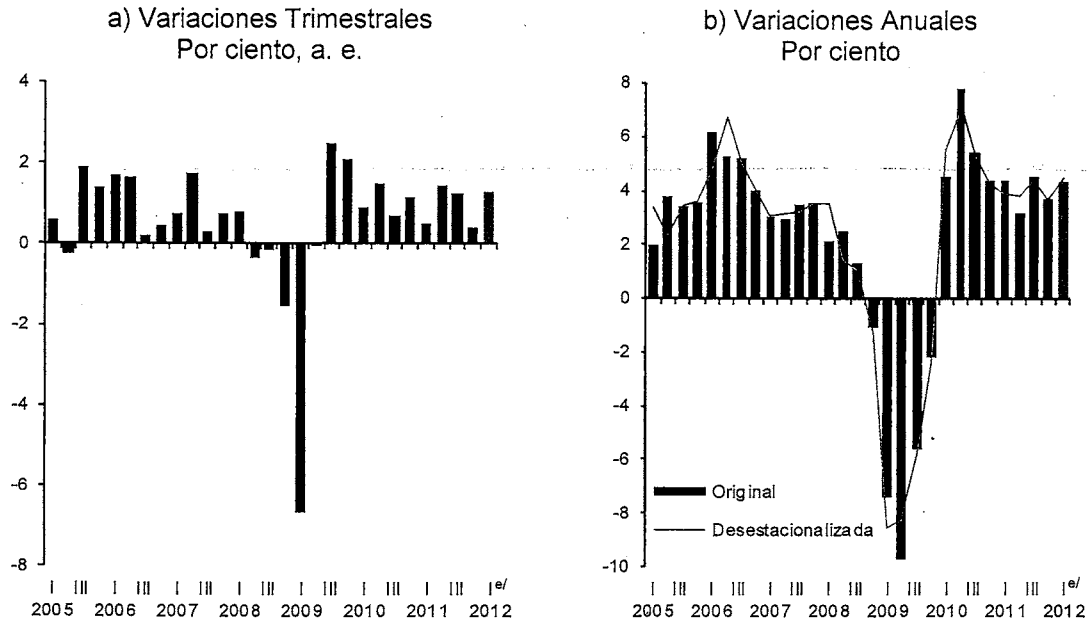


a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Mensual de Opinión Empresarial, INEGI y Banco de México.

Con base en la información descrita, para el primer trimestre de 2012 se estima que el PIB habrá registrado un crecimiento trimestral con datos ajustados por estacionalidad de alrededor de 1.2 por ciento. Si bien dicha expansión se compara favorablemente con la observada en el cuarto trimestre de 2011 de 0.4 por ciento, aún se encuentra ligeramente por debajo del crecimiento trimestral promedio registrado en el segundo y tercer trimestres de 2011, de 1.4 por ciento (Gráfica 24).

En este entorno, se estima que durante el primer trimestre de 2012 la cuenta corriente habrá registrado un déficit moderado. Cabe mencionar que, en el trimestre que se reporta, la economía captó recursos del exterior suficientes para permitir un financiamiento holgado de dicho déficit. En particular, la reserva internacional se incrementó en 7,788.7 millones de dólares durante el primer trimestre de 2012. Además, del cierre del primer trimestre al 11 de mayo, la reserva internacional aumentó en 3,665.6 millones de dólares, para alcanzar un saldo de 153,929.8 millones de dólares en esta última fecha (Gráfica 25).

Gráfica 24
Producto Interno Bruto

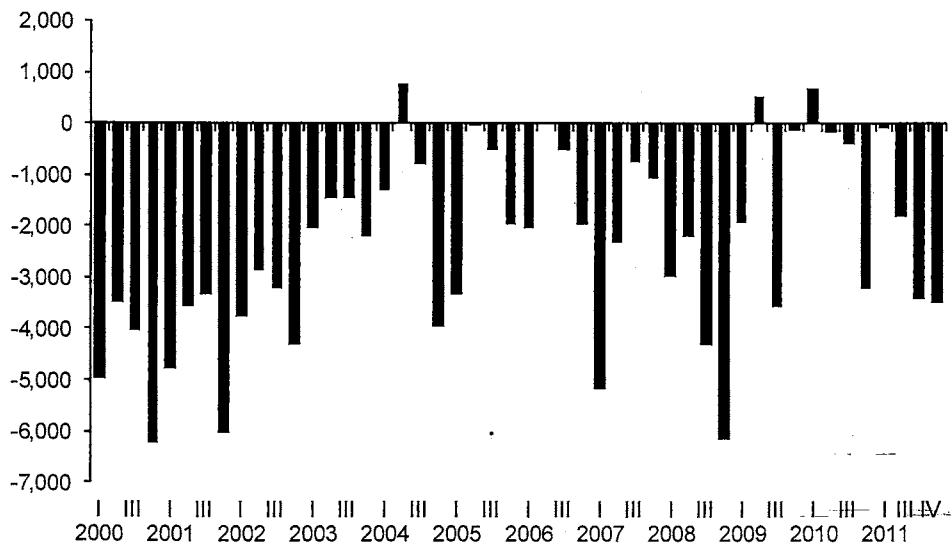


e/ Estimación de Banco de México.

a. e. / Cifras con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. Desestacionalización al primer trimestre de 2012 efectuada por el Banco de México.

Gráfica 25
Cuenta Corriente
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

A pesar de los problemas en el exterior, el sistema financiero del país ha mostrado solidez y ha presentado un comportamiento ordenado, lo cual se ha reflejado en una expansión sostenida del financiamiento a la economía. Como se señaló, esto ha contribuido a que la evolución de la economía mexicana esté siendo favorable a pesar del deterioro en el entorno externo.

En este contexto, las fuentes de recursos financieros continuaron aumentando durante el cuarto trimestre de 2011.¹¹ Así, por sexto trimestre consecutivo el flujo anual de las fuentes de recursos de la economía fue superior a 9 por ciento del PIB (Cuadro 2). Este comportamiento estuvo sustentado en aumentos tanto de las fuentes internas, como de las externas. En el margen, se observó un aumento en el flujo de las fuentes internas y una disminución en el flujo de las fuentes externas como reflejo de la menor entrada neta de recursos provenientes del exterior ante el incremento en la incertidumbre en el entorno financiero global a finales del año anterior.

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

	Flujos Anuales							Saldo 2011 IV	
	2008 IV	2009 IV	2010 IV	2011 I	2011 II	2011 III	2011 IV	% PIB	Est. %
Total Fuentes	6.0	4.1	9.8	9.5	9.9	9.6	9.8	84.1	100.0
Fuentes Internas ^{1/}	5.5	3.4	4.2	4.1	4.1	4.5	5.7	56.4	67.0
Fuentes Externas ^{2/}	0.5	0.6	5.6	5.5	5.9	5.1	4.1	27.7	33.0
Total Usos	6.0	4.1	9.8	9.5	9.9	9.6	9.8	84.1	100.0
Sector Público	1.8	3.4	3.9	3.6	3.4	3.2	3.0	40.7	48.4
Sector Público (RFSP) ^{3/}	1.6	2.6	3.5	3.3	3.3	3.1	2.7	38.1	45.4
Estados y Municipios	0.2	0.8	0.4	0.3	0.1	0.2	0.3	2.5	3.0
Reserva Internacional ^{4/}	0.7	0.5	2.2	2.5	2.5	2.6	2.5	13.8	16.5
Sector Privado	2.0	0.0	2.9	3.1	3.4	3.4	3.2	32.7	38.9
Hogares	0.7	0.0	0.9	1.1	1.3	1.5	1.5	13.8	16.4
Consumo	0.0	-0.5	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7	4.1	4.9
Vivienda ^{5/}	0.7	0.5	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	9.7	11.5
Empresas	1.3	0.0	2.0	2.0	2.1	1.9	1.7	18.9	22.5
Interno ^{6/}	1.3	0.4	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3	11.2	13.4
Externo	0.0	-0.5	0.9	0.8	0.8	0.7	0.4	7.7	9.1
Activos Externos de la Banca Comercial ^{7/}	0.4	-0.5	0.5	0.3	0.4	-0.1	-0.3	1.6	2.0
Otros Conceptos ^{8/}	1.0	0.7	0.3	-0.1	0.2	0.5	1.4	-4.8	-5.8

Fuente: Banco de México.

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

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

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de No Residentes, el endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos, los pasivos externos de la banca comercial y el financiamiento al sector privado no financiero.

3/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y su saldo histórico (SHRFSP), reportados por la SHCP. Las cifras de los flujos revalorizados excluyen el impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE sobre los RFSP. La información del SHRFSP sí incluye el efecto de esta reforma sobre la deuda pública.

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

5/ Cartera total de los intermediarios financieros, del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit) y del Fondo de la Vivienda del ISSSTE (Fovissste). Incluye programas de reestructura.

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

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

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

La información disponible al primer trimestre de 2012 indica que las fuentes de recursos financieros continuaron expandiéndose. En el periodo enero-marzo de 2012, el saldo real del ahorro financiero de la economía, definido como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público, presentó tasas de crecimiento similares a las observadas en meses previos y estuvo impulsado tanto por el sector de no residentes como por el de residentes (Gráfica 26a). El ahorro financiero de no residentes continuó creciendo debido a la mejoría en la percepción sobre el riesgo de México que posicionó al país como un destino relativamente más atractivo para capitales internacionales

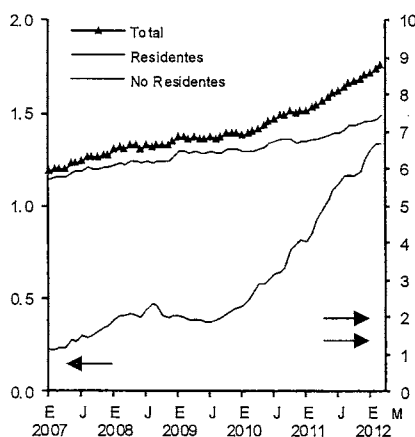
¹¹ La información de flujos anuales de fuentes y usos de recursos financieros se encuentra disponible al cuarto trimestre de 2011.

(Gráfica 26a y Gráfica 26b). Esta mejoría obedece a la fortaleza del marco macroeconómico del país con relación al de otras economías. Ello ocasionó que en un contexto de importantes flujos de capitales hacia las economías emergentes en el primer trimestre (véase Sección 3.1.2), México atrajera una importante cantidad de estos recursos. Cabe destacar que, a diferencia de otros países, México no ha evidenciado señales de presiones anormales sobre los precios de los activos derivadas del flujo de recursos del exterior.

Por su parte, el ahorro financiero de residentes continuó con su tendencia de crecimiento, reflejando la evolución favorable de la actividad económica (Gráfica 26c). Por un lado, la expansión en el ahorro obligatorio se vio favorecida por el crecimiento en el empleo formal. Por el otro, el crecimiento de la actividad económica ha permitido que el ahorro financiero voluntario de los agentes económicos continúe con una tendencia ascendente.

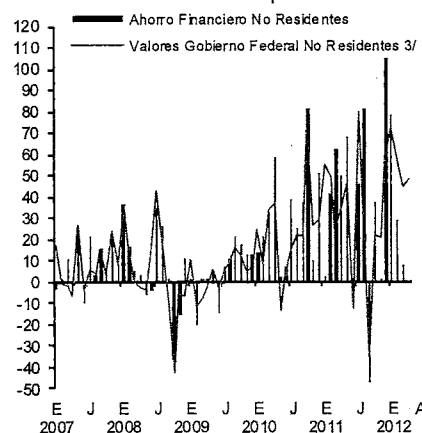
Gráfica 26
Ahorro Financiero

a) Ahorro Financiero Total^{1/2/}
Saldo Real, a. e.
Billones de pesos de marzo de 2012

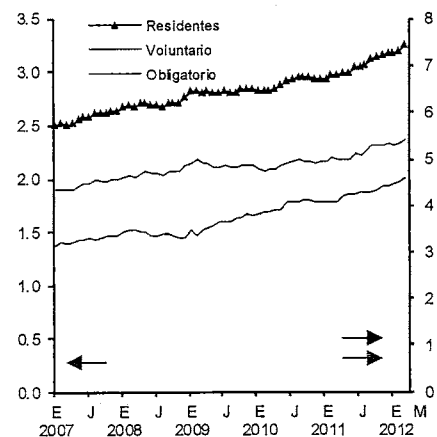


b) Ahorro Financiero y Tenencia de
Valores Gubernamentales de No
Residentes

Variación mensual en miles de
millones de pesos



c) Ahorro Financiero Residentes^{1/2/}
Saldo Real, a. e.
Billones de pesos de marzo de 2012



Fuente: Banco de México.

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

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

3/ La tenencia de valores gubernamentales está expresada a valor nominal. Datos al 30 de abril de 2012.

Por el lado de la utilización de recursos financieros, en el cuarto trimestre de 2011 el flujo anual de la acumulación de reservas internacionales fue similar al observado en el periodo previo. Por su parte, por segundo trimestre consecutivo, el flujo anual de financiamiento al sector privado superó tanto los recursos destinados a financiar la acumulación de reservas internacionales, como los recursos canalizados para financiar al sector público (Cuadro 2).¹²

La información más oportuna señala que el financiamiento al sector privado no financiero continuó expandiéndose en el primer trimestre de 2012, lo que contribuyó al buen desempeño de la actividad económica. Los recursos canalizados tanto a empresas como a hogares registraron tasas de crecimiento similares a las observadas en trimestres previos.

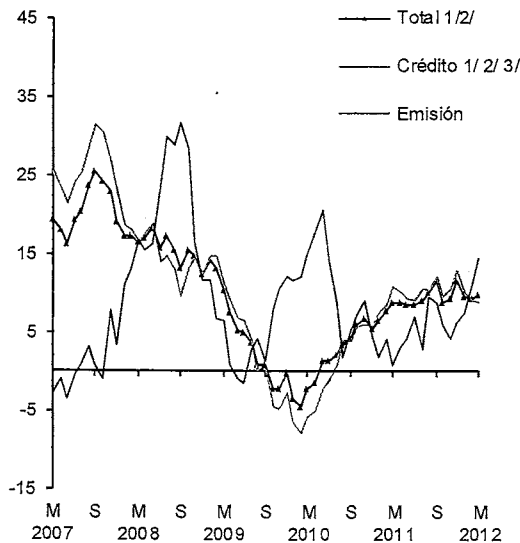
¹² La información de flujos anuales de fuentes y usos de recursos financieros se encuentra disponible al cuarto trimestre de 2011.

En relación con el financiamiento interno a las empresas privadas no financieras, éste continuó expandiéndose a un ritmo similar al observado en trimestres anteriores (Gráfica 27a). El crédito vigente de la banca comercial a las empresas continuó creciendo en términos reales a tasas ligeramente por debajo de 10 por ciento, si bien en el margen se observaron tasas de crecimiento ligeramente menores que en los meses anteriores (Gráfica 27b). Por su parte, las tasas de interés de los nuevos créditos de la banca comercial a las empresas se mantuvieron prácticamente sin cambios, mientras que el índice de morosidad se mantuvo estable en niveles bajos (Gráfica 28a y Gráfica 28b). De este modo, la evolución del crédito a las empresas continuó apoyando la actividad económica y no sugiere problemas de sobrecalentamiento del sector.

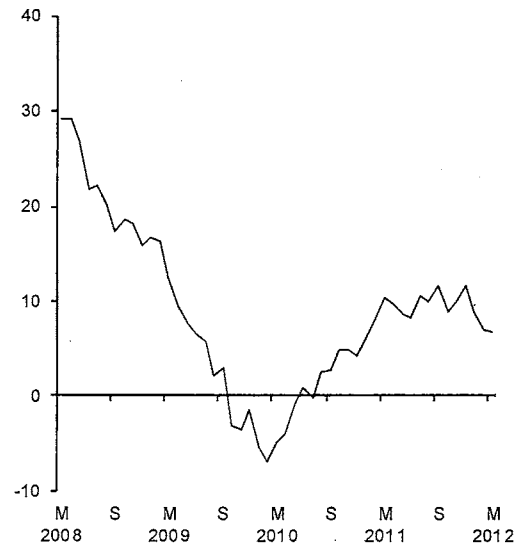
Gráfica 27

Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras

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



b) Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras^{2/4/}
Variación real anual en por ciento

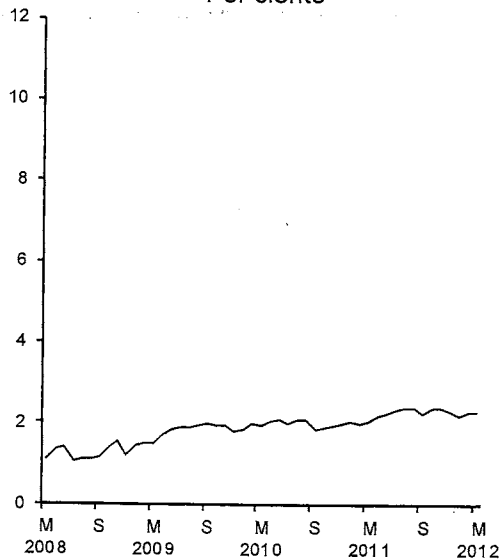


Fuente: Banco de México.

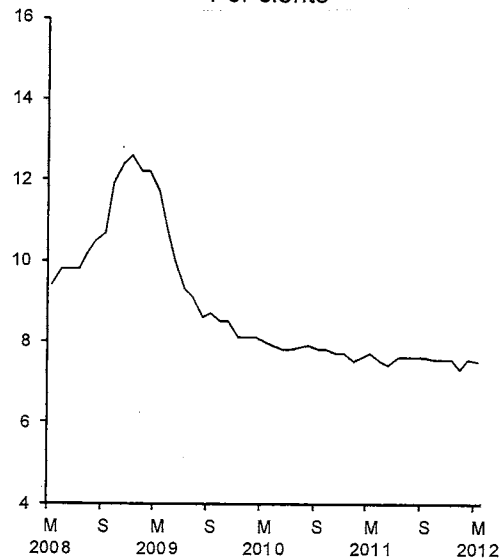
- 1/ Estas cifras se ven afectadas por la desaparición de algunos intermediarios financieros no bancarios y su conversión a Sofom No Reguladas.
- 2/ A partir de febrero 2009, los datos se ven afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.
- 3/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, así como de otros intermediarios financieros no bancarios.
- 4/ Entre enero y diciembre de 2007, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de los créditos puente para la construcción de vivienda al sector empresas.

Gráfica 28
Índice de Morosidad y Tasa de Interés del Crédito
de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras

a) Índice de Morosidad del Crédito de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras^{1/}
 Por ciento



b) Tasa de Interés de los Nuevos Créditos de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras^{2/3/}
 Por ciento



Fuente: Banco de México.

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

2/ Se refiere a la tasa de interés de nuevos créditos de la banca comercial a las empresas privadas no financieras, ponderada por el saldo asociado de crédito vigente y para todos los plazos solicitados.

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

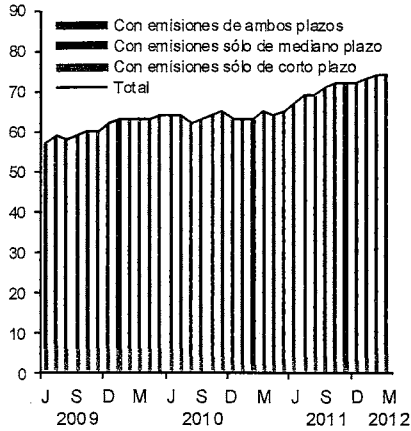
El mercado de valores nacional operó con normalidad en un entorno de incertidumbre en los mercados financieros internacionales. El número de empresas con emisiones vigentes en este mercado continuó aumentando al igual que su saldo, tanto a corto, como a mediano y largo plazos (Gráfica 29a). En el primer trimestre de 2012, la colocación neta de valores de mediano plazo de las empresas no financieras ascendió a 13.2 miles de millones de pesos, mientras que las colocaciones netas a corto plazo fueron de 3.8 miles de millones de pesos. Ambos montos fueron superiores a los observados en el mismo periodo del año anterior (Gráfica 29b). Cabe resaltar que las colocaciones fueron superiores a las amortizaciones, lo que evita que se presenten presiones en otros mercados de crédito.¹³ A su vez, el plazo promedio de colocación de las emisiones de mediano plazo continuó siendo elevado, manteniéndose en alrededor de ocho años. Por su parte, las tasas de interés de las emisiones tanto de corto, como las de mediano plazo, han permanecido estables (Gráfica 29c). Lo anterior permite inferir que el mercado de valores ha mantenido un funcionamiento adecuado pese al entorno internacional adverso.

En lo que concierne al crédito a los hogares, éste siguió incrementándose con un dinamismo similar al observado durante 2011. La evolución del crédito a los hogares en marzo de 2012 se sustentó tanto en la expansión del crédito al consumo de 16.0 por ciento, como en el crecimiento de la cartera de vivienda de 5.7 por ciento en términos reales anuales (Gráfica 30).

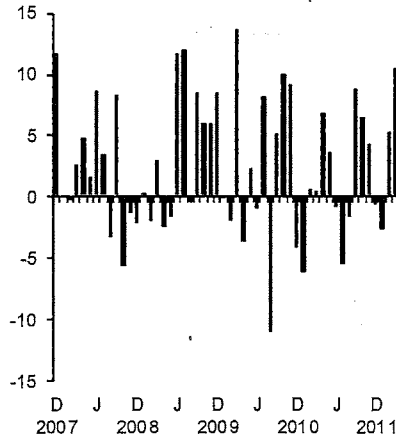
¹³ En el primer trimestre de 2012, la colocación bruta de valores privados fue de 19 mil millones de pesos, por parte de siete empresas, mientras que las amortizaciones ascendieron a 5.8 mil millones de pesos.

Gráfica 29
Valores de Empresas Privadas No Financieras

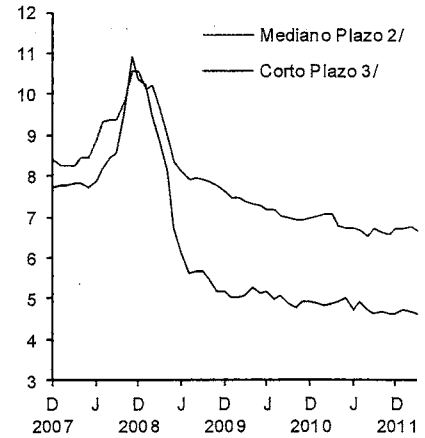
a) Empresas Privadas no Financieras con Saldo Vigente de Deuda en el Mercado Interno
Número de empresas



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



c) Tasas de Valores Privados de Empresas Privadas No Financieras Por ciento anual



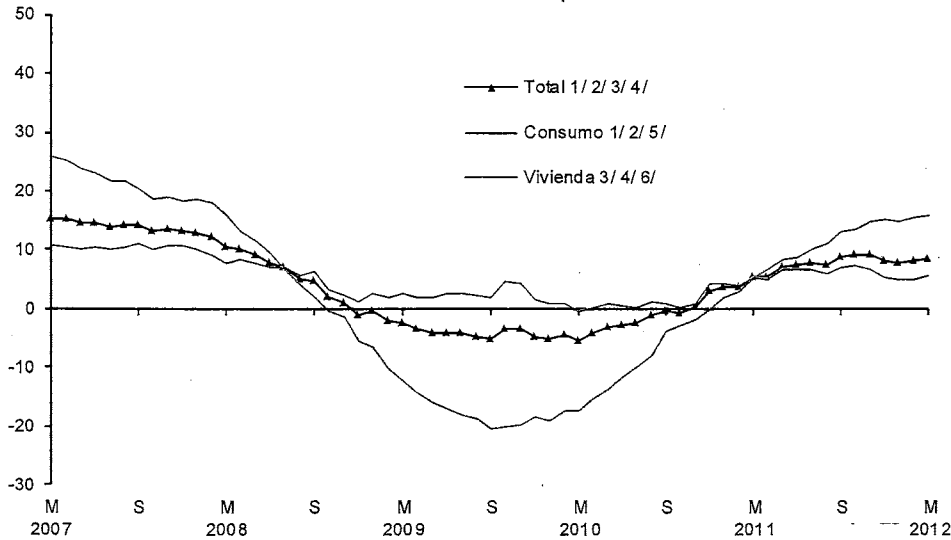
Fuente: Banco de México, con información de Valmer e Indeval.

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

2/ Colocaciones con un plazo mayor a un año.

3/ Colocaciones con un plazo de hasta un año.

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



Fuente: Banco de México.

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

2/ Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes reguladas subsidiarias de la banca comercial.

3/ Entre enero y diciembre de 2007, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de los créditos puente para la construcción de vivienda al sector empresas.

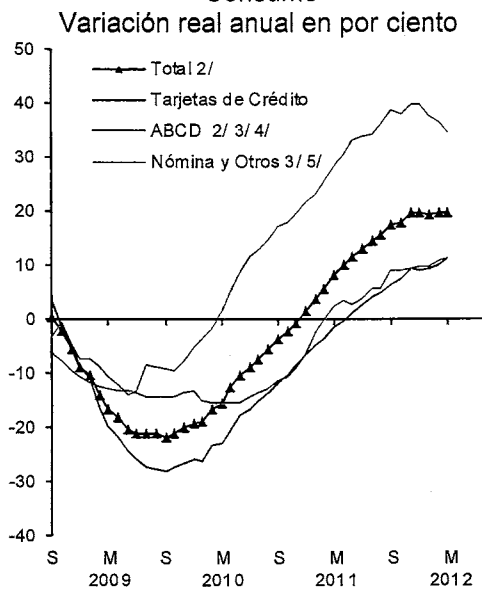
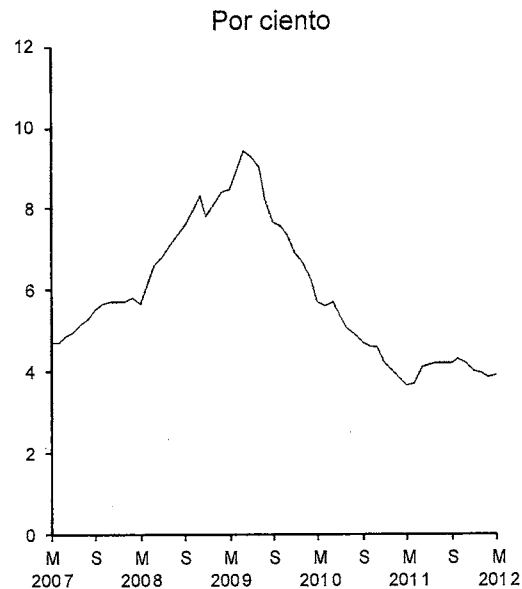
4/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la incorporación a la estadística del Fovissste en diciembre 2007.

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

6/ Se refiere a la cartera vigente y vencida. Incluye el crédito de la banca comercial y de desarrollo, Infonavit, Fovissste, y otros intermediarios financieros no bancarios.

De manera particular, el crédito al consumo continuó creciendo a tasas elevadas, si bien se observó una ligera moderación en su ritmo de expansión. Ello fue resultado de un menor dinamismo del crédito al consumo otorgado por la banca comercial que, a su vez, obedeció a un menor ritmo de crecimiento del rubro de la cartera de nómina y otros. No obstante, este último continuó expandiéndose a tasas significativamente más elevadas que otros componentes de la cartera de consumo (Gráfica 31a). Ello se explica, por el lado de la demanda, por los costos más bajos que enfrentan los consumidores respecto de otras alternativas, incluyendo los créditos personales y las tarjetas de crédito. Por el lado de la oferta, la banca ha promovido este tipo de crédito debido a que, dadas sus características, típicamente tiene asociada una probabilidad de incumplimiento de pago menor que otras opciones de financiamiento a los consumidores. En términos de la calidad de la cartera de créditos al consumo, ésta continúa siendo adecuada, como lo sugiere el correspondiente índice de morosidad que, a marzo de 2012, permanece en niveles bajos y estables (Gráfica 31b).

Gráfica 31
Crédito de la Banca Comercial al Consumo

 a) Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo^{1/}

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


Fuente: Banco de México.

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

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

3/ A partir de julio 2011, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de ABCD a otros créditos al consumo por parte de una institución bancaria.

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

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

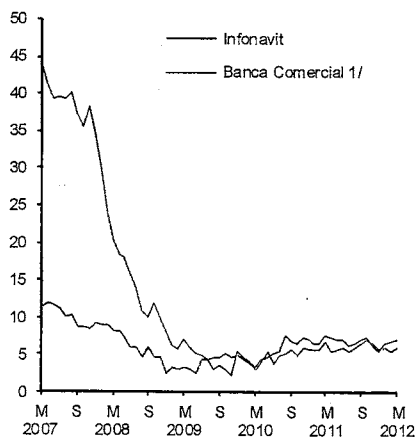
6/ El índice de morosidad (IMOR) se define como la cartera vencida entre la cartera total.

El mercado de crédito para la adquisición de vivienda siguió expandiéndose de forma sostenida, reflejando las tasas de crecimiento estables de las carteras de los dos principales oferentes de crédito en este sector. Por un lado, el Infonavit, que constituye el principal componente de esta cartera con 56.3 por ciento del total, presentó un crecimiento real anual promedio de 5.7 por ciento en el crédito vigente en el primer trimestre de 2012. Por su parte, la banca

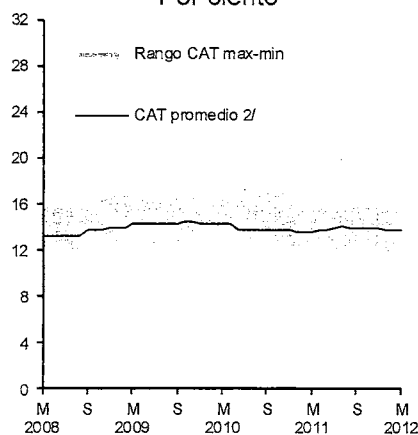
comercial, que representa la segunda fuente de crédito para la vivienda con el 29.8 por ciento del total de préstamos otorgados, creció en términos anuales a una tasa real promedio de 6.6 por ciento en el mismo periodo. Con ello, continuó el periodo de expansión que se ha observado desde mediados de 2010 (Gráfica 32a). En este contexto de crecimiento sostenido, la estabilidad tanto de los costos del crédito a la vivienda, como de los índices de morosidad respectivos, no parecen sugerir un sobrecalentamiento del sector (Gráfica 32b y Gráfica 32c).

**Gráfica 32
Crédito a la Vivienda**

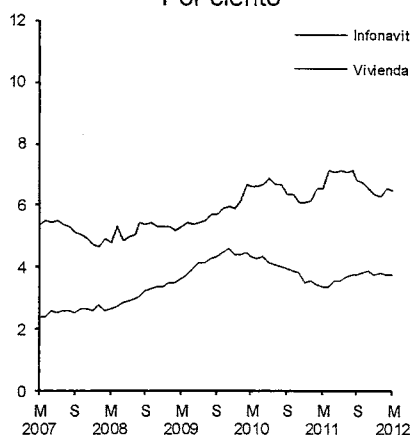
a) Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento



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



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



Fuente: Banco de México.

1/ Entre enero y diciembre de 2007, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la reclasificación de los créditos puente para la construcción de vivienda al sector empresas. Asimismo, se ajustan para no verse distorsionadas por el efecto del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

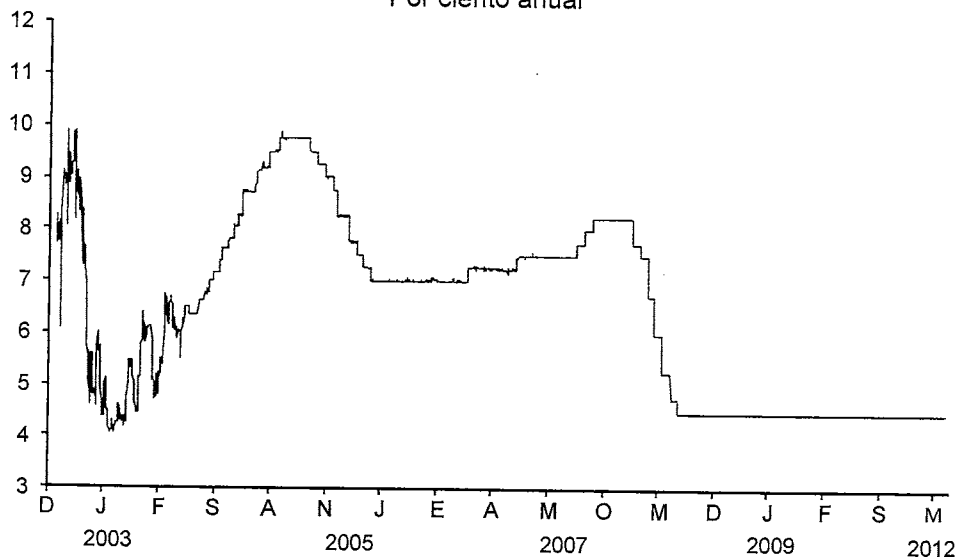
2/ Promedio simple del indicador que resume el costo anual total del crédito (CAT) para un producto hipotecario estándar. La información del CAT se obtiene del simulador del Banco de México.

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

4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Durante los primeros meses de 2012, la postura de política monetaria se ha mantenido congruente con el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento considerando el intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de dicho objetivo. En este contexto, la Junta de Gobierno del Banco de México mantuvo su objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 4.5 por ciento (Gráfica 33).

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



^{1/} A partir del 21 de enero de 2008 se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
 Fuente: Banco de México.

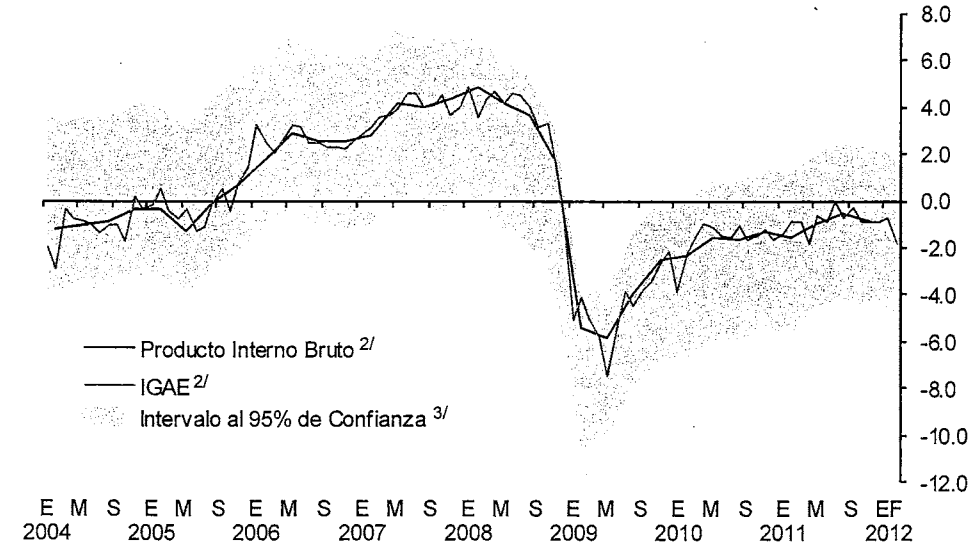
Entre los elementos que han sido considerados en la conducción de la política monetaria se encuentran:

- i. Que si bien la actividad productiva en México se ha mostrado resistente ante el deterioro que el entorno externo registró en la segunda mitad de 2011, algunos indicadores han presentado una ligera desaceleración. De hecho, la moderación que registró la actividad económica en su ritmo de crecimiento durante el último trimestre de 2011, condujo a que la brecha del producto se cerrara a una velocidad menor a la prevista y que incluso se ensanchara ligeramente en dicho periodo.
- ii. Que como se tenía previsto, se ha observado un aumento en el precio relativo de las mercancías respecto de los servicios, en congruencia con el ajuste cambiario que tuvo lugar en la segunda parte de 2011. El efecto en la inflación de dicho ajuste ha sido moderado y se anticipa que sea temporal.
- iii. Que se prevé que este ajuste de precios relativos continúe sin propiciar efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios en la economía. En este sentido, destaca que las expectativas de inflación de los analistas económicos del sector privado se encuentran ancladas,

dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta de 3 por ciento.

La información más reciente sugiere que en el trimestre que se reporta no se generaron presiones sobre la inflación derivadas del comportamiento de la demanda agregada. En efecto, la brecha del producto se ha venido cerrando de manera más lenta que lo anticipado y permanece en terreno negativo, si bien su nivel no es significativamente distinto de cero (Gráfica 34).

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



E M S E M S E M S E M S E M S E M S E M S E M S E F
2004 2005 2006 2007 2008 2009 2010 2011 2012

1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril-Junio 2009", pág. 74.
2/ Cifras del PIB al cuarto trimestre de 2011, cifras del IGAE a febrero de 2012.
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.
a. e. / Elaborada con cifras ajustadas por estacionalidad.
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del INEGI.

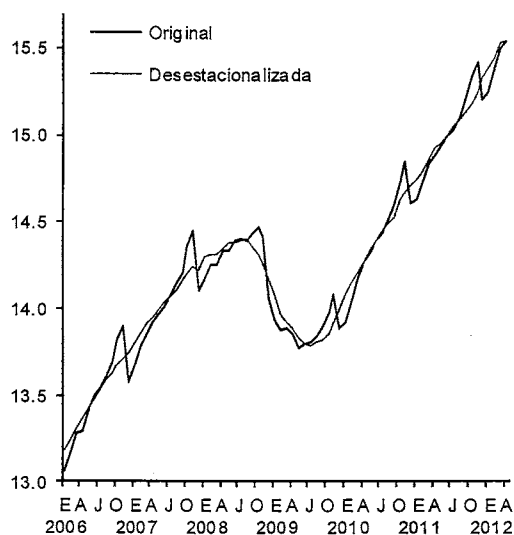
De manera congruente con lo anterior, diversos indicadores relativos a la utilización de los recursos productivos sugieren que persisten condiciones de holgura en sus respectivos mercados. En particular:

- a) Si bien el número de trabajadores asegurados en el IMSS continúa aumentando (Gráfica 35a), diversos indicadores del mercado laboral apuntan a que sigue existiendo la situd en él. En particular, las tasas de desocupación, de ocupación en el sector informal y de subocupación se mantienen en niveles superiores a los registrados antes de la crisis iniciada en 2008 (Gráfica 35b). Asimismo, los indicadores asociados a la destrucción de empleos, así como de duración del desempleo, permanecen en niveles elevados aun cuando han mostrado una ligera recuperación (Gráfica 35c y Gráfica 35d).
- b) Las condiciones del mercado laboral han contribuido a que los aumentos salariales hayan sido moderados durante el trimestre que se reporta. Esto, aunado a una creciente productividad media del trabajo, ha conducido a que los costos unitarios de la mano de obra continúen presentando una tendencia decreciente (Gráfica 36). Así, dichos costos

no se han constituido en un factor generador de presiones sobre el nivel general de precios.

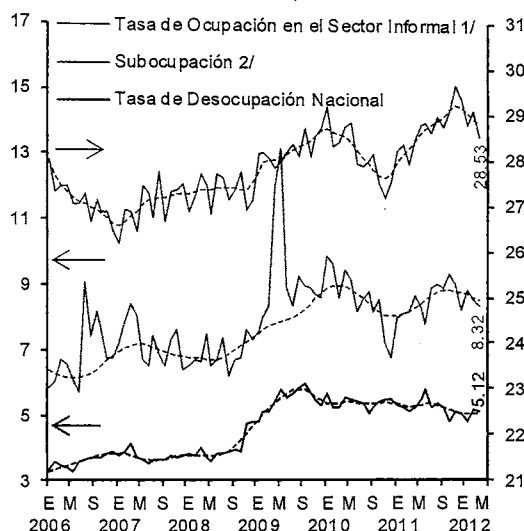
Gráfica 35
Indicadores del Mercado Laboral

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



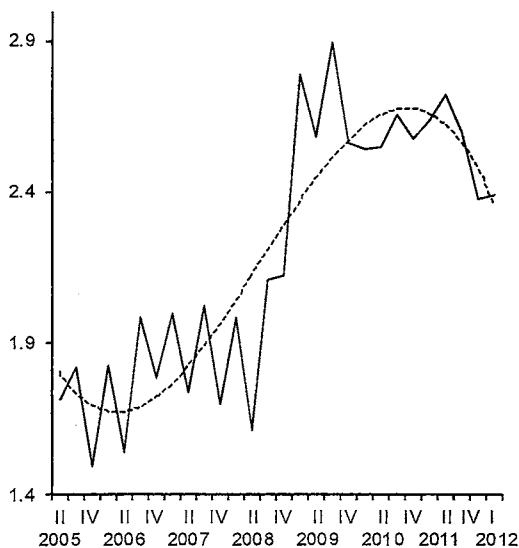
1/ Permanentes totales y eventuales urbanos.
Fuente: IMSS. Desestacionalización efectuada por Banco de México.

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



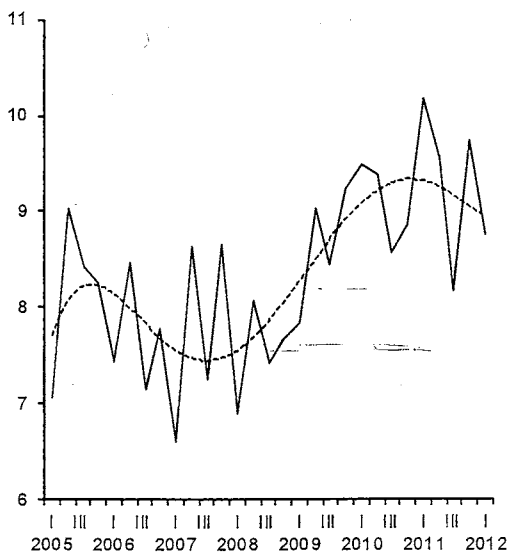
1/ Datos desestacionalizados por Banco de México.
2/ De acuerdo con la información disponible, la tasa de subocupación no presenta un patrón estacional definido, por lo que no se realizaron ajustes por estacionalidad a esta variable.
a. e. / Cifras con ajuste estacional y de tendencia.
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

c) Porcentaje de Ocupados que Pasaron a Estar Desocupados al Siguiete Trimestre^{1/}
Por ciento

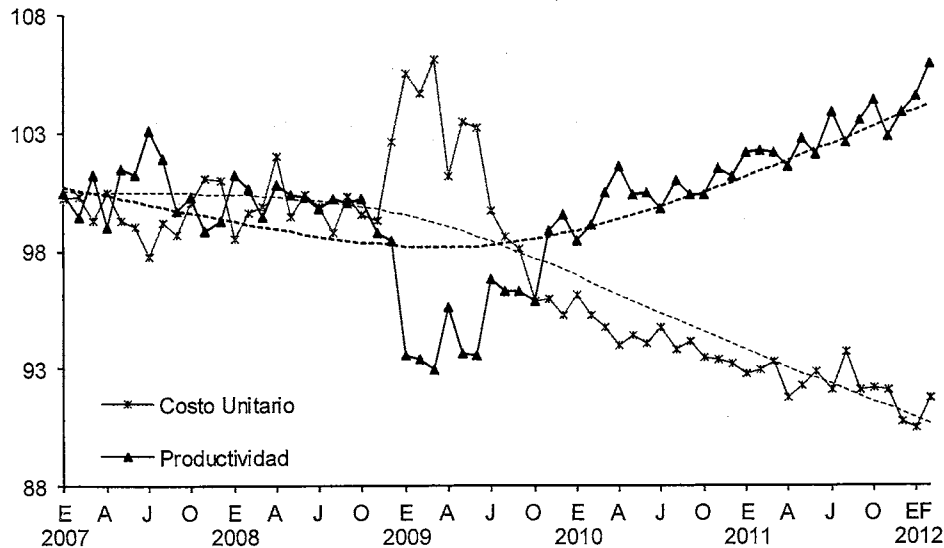


1/ Sólo se consideran ocupados con entrevista válida al siguiete trimestre.
Fuente: Cálculos elaborados por Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

d) Duración del Desempleo
Semanas Promedio en Búsqueda de Trabajo



Gráfica 36
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra en el Sector Manufacturero
 Índice 2008=100, a. e.



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

Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera, INEGI.

- c) Con respecto al mercado de fondos prestables, el ritmo de expansión que se ha observado en el financiamiento al sector privado no financiero sugiere que no parecería haber presiones en dicho mercado, toda vez que las tasas de interés han permanecido estables y los índices de morosidad se encuentran en niveles reducidos y evolucionando favorablemente.
- d) En congruencia con lo anterior, y como se mencionó previamente, se estima que el déficit de la cuenta corriente se habrá mantenido en niveles moderados y plenamente financiables, de manera que continúan sin observarse presiones de demanda sobre las cuentas externas del país.

Por su parte, las expectativas de inflación han permanecido ancladas, dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor del objetivo permanente de 3 por ciento. A pesar de lo anterior, las expectativas de inflación correspondientes a horizontes de corto plazo mostraron a finales de 2011 y principios de 2012 un ligero incremento como resultado del ajuste en precios relativos. Conviene destacar que dicho repunte se vio reflejado únicamente en aumentos en las expectativas de inflación general mensual para los primeros meses del año (Gráfica 37a). De acuerdo a la encuesta realizada por el Banco de México, el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2012 se ubicó en 3.68 por ciento en la encuesta de abril de 2012, por lo que ha regresado a niveles similares a los observados en diciembre de 2011 cuando se encontraba en 3.69 por ciento, después de haber mostrado un ligero incremento los primeros meses del año (Gráfica 37b).¹⁴ En lo que se refiere a las expectativas para el cierre de 2013, con base a la misma encuesta, el promedio

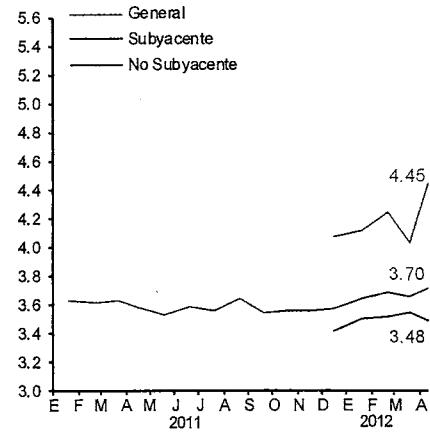
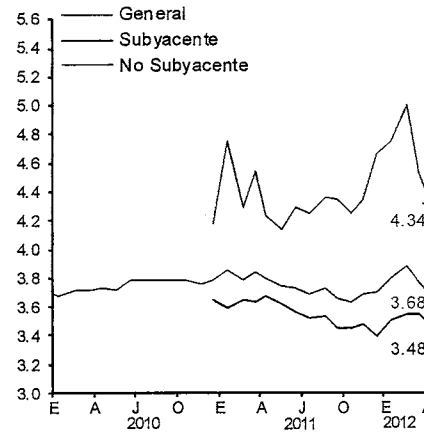
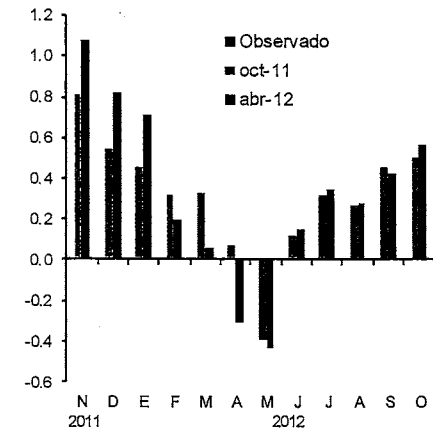
¹⁴ De acuerdo a la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex del 16 de diciembre de 2011, el promedio de las expectativas para el cierre de 2012 se ubicó en 3.63 por ciento, mientras que en la encuesta del 7 de mayo de 2012, la media se ubicó en 3.68 por ciento.

de las expectativas de inflación general pasó de 3.57 por ciento en la encuesta de diciembre de 2011 a 3.70 por ciento en la encuesta de abril de 2012 (Gráfica 37c).¹⁵ Sin embargo, a la luz de los datos de inflación de febrero, marzo y abril de 2012, que resultaron menores a los esperados por los analistas del sector privado, es previsible que las expectativas de corto plazo se corrijan a la baja en el futuro cercano.

Gráfica 37
Expectativas de Inflación General
b) Cierre 2012
Por ciento

c) Cierre 2013
Por ciento

a) Expectativas de Inflación
General Mensual 2011 y 2012
Por ciento



Fuente: Encuesta de Banco de México.

Fuente: Encuesta de Banco de México.

Fuente: Encuesta de Banco de México.

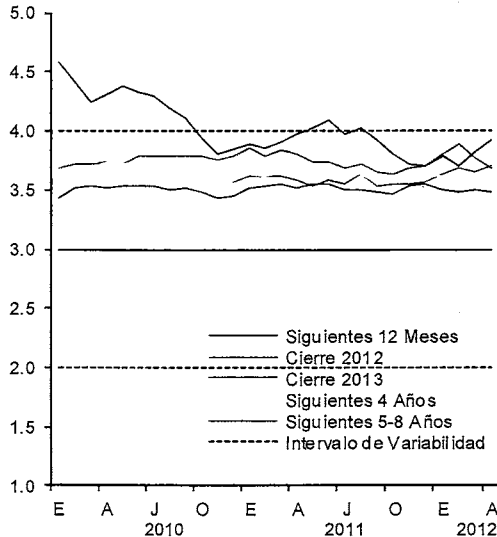
En lo referente a las expectativas de inflación a horizontes de mediano y largo plazo, éstas han permanecido prácticamente sin cambios en los últimos meses. Así, de acuerdo con la encuesta realizada por el Banco de México, el promedio de las expectativas para los siguientes 4 años permaneció alrededor de 3.6 por ciento, y el promedio correspondiente al periodo de 5 a 8 años se mantuvo cerca de 3.5 por ciento (Gráfica 38a). Lo anterior indica que las expectativas de inflación para los horizontes de mayor plazo permanecen ancladas dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta permanente de 3 por ciento.

Como complemento a la información que proviene de las encuestas, de la evolución de los instrumentos financieros se aprecia que la compensación por inflación y riesgo inflacionario (diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados a la inflación del mismo plazo) ha continuado con su tendencia a la baja, si bien con cierta volatilidad, para ubicarse en las últimas semanas en niveles cercanos al 3.75 por ciento, siendo que a finales de diciembre se ubicó cerca de 3.9 por ciento. De ahí se desprende que las expectativas de inflación implícitas en las tasas de interés de largo plazo son inferiores al 3.75 por ciento, considerando que la prima por riesgo inflacionario tiene un valor positivo (Gráfica 38b).

¹⁵ De acuerdo a la Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex del 7 mayo de 2012, el promedio de las expectativas para la inflación general del año 2013 se ubicó en 3.66 por ciento.

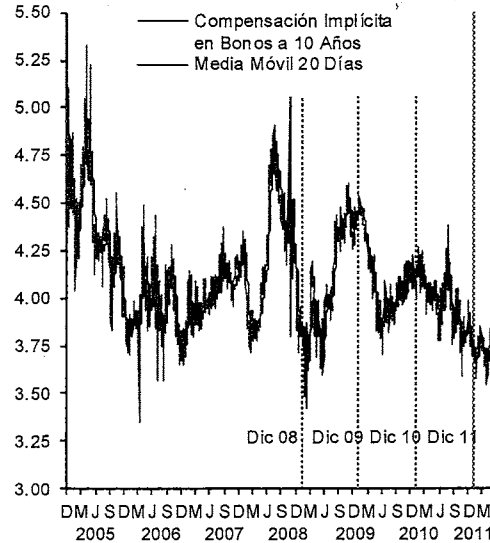
Gráfica 38
Expectativas de Inflación General Anual
y Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario
en Bonos de Largo Plazo

a) Expectativas de Inflación General Anual^{1/}
 Por ciento



1/ Último dato disponible: abril 2012.
 Fuente: Encuesta de Banco de México.

b) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario^{2/}
 Por ciento



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

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

Durante el primer trimestre del año los mercados financieros internacionales se estabilizaron, e incluso, se redujo la probabilidad de que ocurriera un evento financiero catastrófico en Europa. No obstante, como se ha mencionado, en las últimas semanas se ha intensificado el riesgo asociado a la deuda soberana de algunas economías de la zona del euro y a la salud del sistema bancario de ciertos países de la región, lo cual ha propiciado nuevamente un entorno de renovada incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Los mercados financieros nacionales por su parte, han reflejado los acontecimientos que se han suscitado en Europa manteniendo, sin embargo, un alto grado de liquidez y orden.

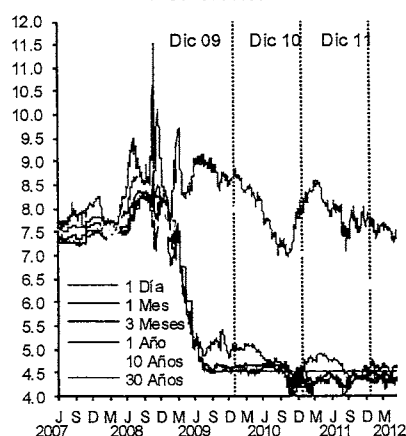
En México las tasas de interés de valores gubernamentales correspondientes a los plazos más cortos permanecieron por debajo de 4.5 por ciento (Gráfica 39a). Por su parte, las de mayor plazo registraron una ligera disminución de finales de diciembre del año pasado a la fecha, si bien con cierta volatilidad. De esta manera, el rendimiento del bono gubernamental de 10 años pasó de 6.4 por ciento a finales de diciembre de 2011 a cerca de 6 por ciento en promedio en la primera quincena de mayo (Gráfica 39b). Por lo anterior, la curva de rendimientos se ha aplanado, de tal manera que la pendiente de ésta (diferencia entre la tasa de interés de 10 años y 3 meses) presentó un ajuste a la baja, pasando de 200 a 170 puntos base aproximadamente en el periodo referido. Este comportamiento de la curva de rendimientos ha sido congruente con la mejoría en la percepción relativa de riesgo de la economía mexicana en los primeros meses del año. Cabe señalar que a pesar del aumento en la incertidumbre en los mercados internacionales durante abril y la primera quincena

de mayo, las tasas de interés de mayor plazo en México no han registrado aumentos importantes.

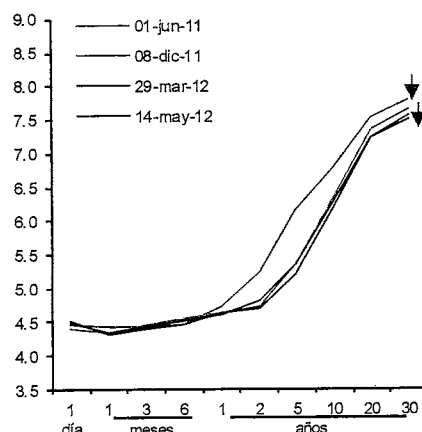
A pesar de la disminución en las tasas de interés de mayor plazo en México, la reducción que ha tenido lugar en las tasas de interés en Estados Unidos ha propiciado que los diferenciales de tasas de interés entre los instrumentos de México y de dicho país se mantengan en niveles superiores a los registrados durante la primera mitad de 2011 y a los observados antes de la crisis de 2008 (Gráfica 39c). Cabe señalar que los diferenciales de tasas de interés de menor plazo entre México y Estados Unidos también se han mantenido en niveles elevados y mayores que aquellos registrados antes de la crisis.

Gráfica 39
Tasas de Interés en México
b) Curva de Rendimientos
Por ciento

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

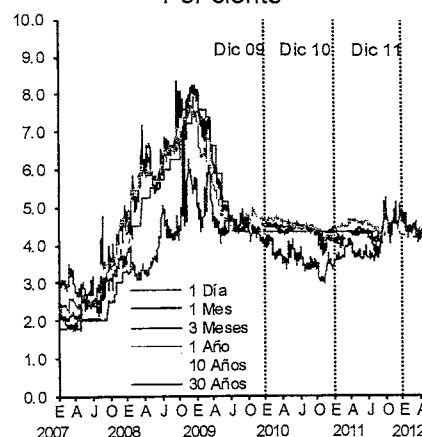


1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP).

c) Diferencial de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{2/}
Por ciento

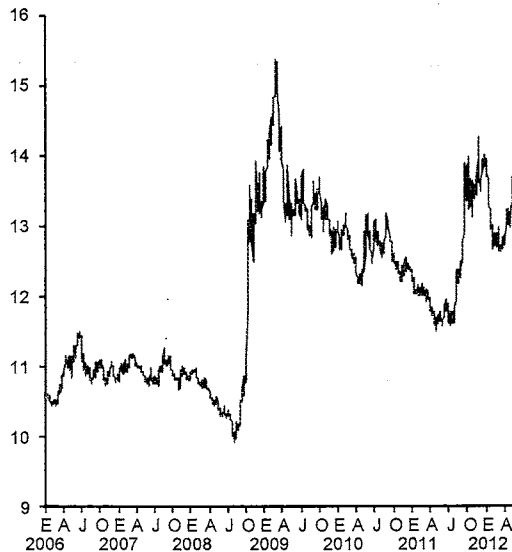


2/ Para la tasa objetivo de los Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PIP) y Departamento del Tesoro Norteamericano.

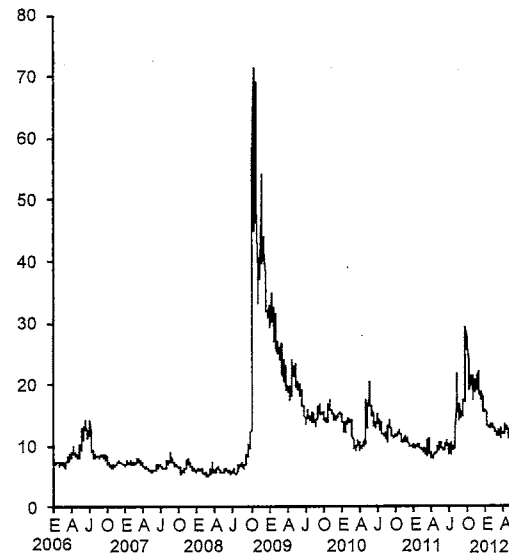
En cuanto al tipo de cambio, conviene mencionar que en congruencia con los sólidos fundamentos macroeconómicos de la economía mexicana y toda vez que en los primeros meses del año mejoraron las condiciones en los mercados internacionales, éste presentó una reducción en su volatilidad. Asimismo, la moneda nacional registró una apreciación que revirtió parte del ajuste que había presentado en la segunda mitad de 2011. Sin embargo, a raíz del aumento en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales en abril y la primera quincena de mayo, la cotización de la moneda nacional, al igual que la de otras divisas, nuevamente ha registrado una mayor volatilidad y cierto debilitamiento. No obstante, a pesar del recrudecimiento de los problemas en algunas de las economías de la zona del euro, la solidez de la economía mexicana ha permitido que el mercado cambiario haya continuado mostrando un funcionamiento ordenado (Gráfica 40).

Gráfica 40
Tipo de Cambio y Volatilidad Implícita en Opciones sobre Tipo de Cambio

 a) Tipo de Cambio
Pesos por dólar

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


Fuente: Banco de México.


^{1/} Se refiere a opciones a un mes.
Fuente: Bloomberg.

A pesar del referido entorno de mayor volatilidad en abril y la primera quincena de mayo del presente año, las expectativas de analistas del sector privado respecto al tipo de cambio para el cierre de 2012 y 2013 muestran niveles más apreciados que los esperados a principios del año. De acuerdo a las expectativas de los analistas del sector privado, el promedio del tipo de cambio esperado para el cierre de 2012 pasó de 12.92 pesos por dólar en la encuesta de enero de 2012, a 12.64 pesos por dólar en la encuesta de mayo de 2012, mientras que para 2013 pasó de 12.81 a 12.56 pesos por dólar en el mismo periodo (Gráfica 41).¹⁶

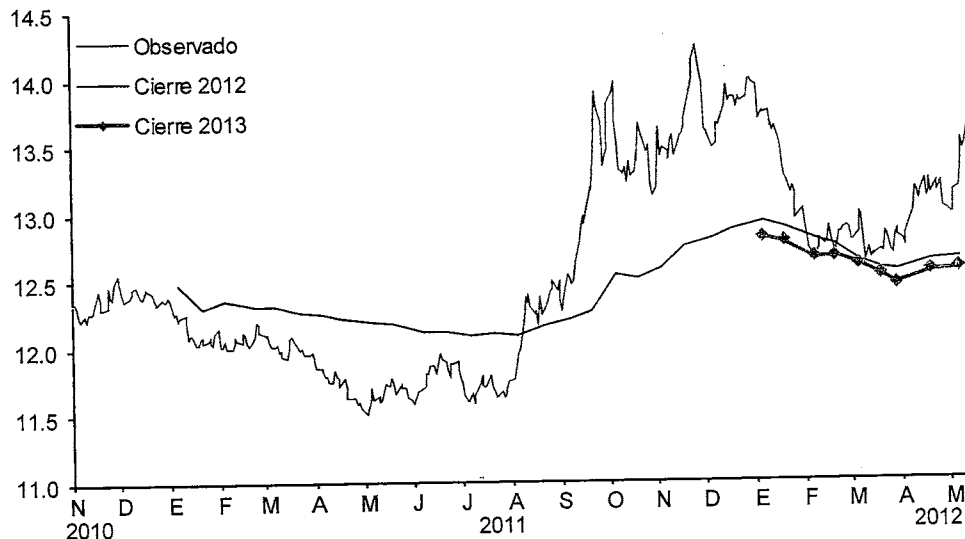
Del análisis de los determinantes de la inflación conviene destacar que no se observan presiones generalizadas sobre los precios. Esto se deriva de la holgura que persiste en la economía, como lo muestran diversos indicadores del mercado laboral y crediticio, así como del sector externo. Por otra parte y como se había anticipado, el cambio en el precio relativo de las mercancías respecto de los servicios no ha afectado los precios de bienes y servicios que no están directamente relacionados con este proceso, es decir, no se han presentado efectos de segundo orden.

En el contexto descrito, el efecto de la depreciación del tipo de cambio que se dio en la segunda parte de 2011 sobre la inflación general ha sido moderado y temporal por lo que se prevé que continúe sin generar efectos de segundo orden sobre la inflación. Así, es de esperarse que el ajuste cambiario observado en las últimas semanas tampoco contamine el proceso de formación de precios en la economía debido, principalmente, a los siguientes factores:

¹⁶ Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex del 5 de enero de 2012 y del 7 de mayo de 2012.

- i. La evidencia empírica de un bajo traspaso de variaciones cambiarias a la inflación que se ha confirmado con los datos recientes.
- ii. La fase del ciclo por la que atraviesa la economía, caracterizada por un entorno en el que prevalecen condiciones de holgura, que podría limitar aún más dicho traspaso. Así, es de esperarse que las empresas vean disminuido su margen de maniobra para trasladar el aumento en los costos de los insumos importados a los precios finales de los bienes que producen.

Gráfica 41
Tipo de Cambio y Expectativas de Tipo de Cambio al Cierre de 2012 y 2013^{1/}
 Pesos por dólar



^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. El último dato del tipo de cambio observado corresponde al 14 de mayo de 2012. Para el caso de las expectativas, el último dato corresponde al 7 de mayo de 2012.

Fuente: Banco de México y Encuesta de Expectativas de Analistas de Mercados Financieros de Banamex.

En congruencia con lo anterior, tanto las expectativas de inflación de los analistas económicos del sector privado, así como aquellas implícitas en instrumentos financieros, se encuentran ancladas, dentro del intervalo de variabilidad de más o menos un punto porcentual alrededor de la meta de 3 por ciento.

Finalmente, es importante enfatizar que los episodios recientes de volatilidad en los mercados financieros internacionales, así como la debilidad de la actividad productiva en las economías avanzadas, han representado choques negativos para la economía de México. Sin embargo, ante este deterioro en el entorno externo, el funcionamiento adecuado del sistema nominal de la economía ha sido clave para facilitar el ajuste del sector real a las nuevas circunstancias. En particular, la respuesta del tipo de cambio ante los choques previamente referidos y el funcionamiento adecuado del sistema financiero han contribuido a que la actividad económica en México haya resistido los efectos de los choques provenientes del exterior.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

Las expectativas sobre el crecimiento de Estados Unidos para 2012 han mejorado respecto a lo previsto en el Informe anterior, particularmente en términos de su producción industrial. No obstante, incluso con dicha mejoría, las perspectivas en general sugieren un crecimiento moderado en 2012 y 2013. En este contexto, el escenario macroeconómico para México que se presenta a continuación se sustenta, en parte, en las siguientes previsiones:¹⁷

- a) Se prevé que en 2012 el PIB de Estados Unidos crezca a una tasa de 2.3 por ciento, ligeramente por encima del 2.2 por ciento reportado en el Informe anterior. Para 2013, se espera una tasa de crecimiento para el PIB estadounidense de 2.5 por ciento, ligeramente por debajo del 2.6 por ciento en el Informe anterior. Este crecimiento esperado se compara con el observado de 3.0 y 1.7 por ciento en 2010 y 2011, respectivamente.
- b) Asimismo, para 2012, la variación prevista para la producción industrial de Estados Unidos se revisa al alza de 3.4 por ciento en el Informe anterior, a 4.2 por ciento en el presente Informe. Para 2013 se prevé una tasa de crecimiento para la producción industrial estadounidense de 3.3 por ciento, ligeramente superior a la de 3.2 por ciento reportada en el Informe anterior, pero inferior a la esperada para 2012. Estas últimas cifras se comparan con las variaciones de 5.4 y 4.1 por ciento observadas en 2010 y 2011, respectivamente.

Crecimiento de la Economía Nacional: Dada la dinámica observada en los indicadores más recientes, así como el cambio en la expectativa sobre el crecimiento de Estados Unidos antes descrito, se ajusta al alza la previsión sobre la tasa de crecimiento del PIB de México reportada en el Informe anterior para 2012, mientras que se mantiene la estimada para 2013. En particular, se anticipa que la variación anual del PIB de México para 2012 se encuentre entre 3.25 y 4.25 por ciento, intervalo que se compara con el de 3.0 a 4.0 por ciento en el Informe previo. Por su parte, para 2013 se prevé un crecimiento de la economía mexicana de entre 3.0 y 4.0 por ciento (Gráfica 42a). Este comportamiento es congruente con una demanda externa relativamente menos dinámica que en los años anteriores, así como con la moderación en el crecimiento de algunos indicadores del gasto interno que se describe en este Informe.

Empleo: Para 2012, se espera que el número de trabajadores asegurados en el IMSS muestre un incremento anual de entre 540 y 640 mil personas, de manera congruente con el crecimiento de la actividad económica que se anticipa, así como con el comportamiento reciente que ha presentado este indicador de empleo. Esta previsión se compara con el intervalo de entre 500 y 600 mil personas publicado en el Informe anterior. Por su parte, para 2013 se mantiene la expectativa del Informe previo, que señala un aumento de ese indicador de entre 500 y 600 mil trabajadores asegurados en el IMSS.

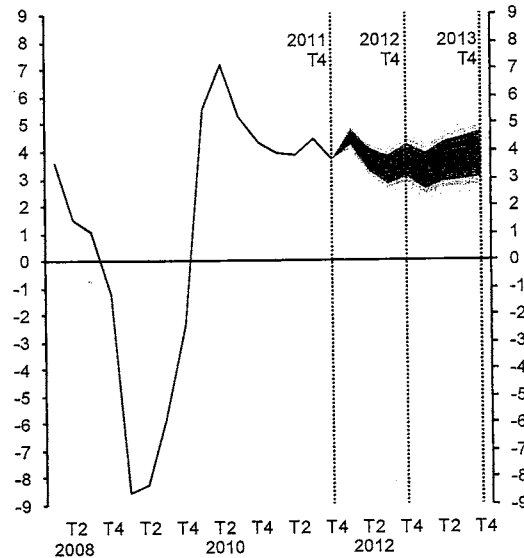
Cuenta Corriente: En lo que corresponde a las cuentas externas del país, para 2012 se estiman déficit de 3.2 miles de millones de dólares para la

¹⁷ Las expectativas para la economía de Estados Unidos se basan en el consenso de los analistas encuestados por Blue Chip en mayo de 2012.

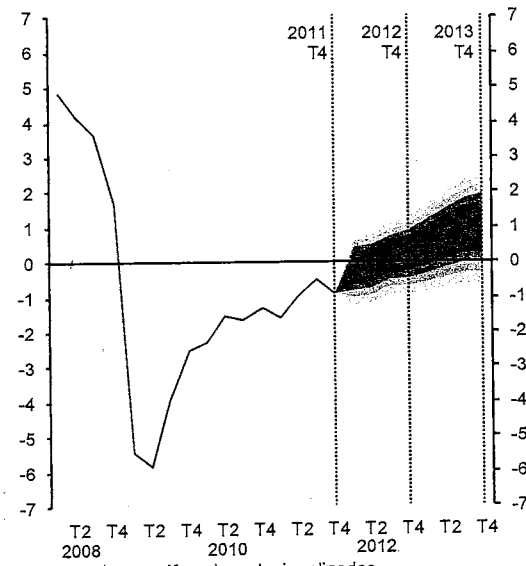
balanza comercial (0.3 por ciento del PIB) y de 12.0 miles de millones de dólares para la cuenta corriente (1.0 por ciento del PIB). El moderado déficit de la cuenta corriente esperado para 2012, junto con las acciones que ha tomado el Gobierno Federal para financiar sus obligaciones de deuda externa para este año, sugiere que no existirán problemas para financiarlo y que no habrá por esta fuente presiones sobre el tipo de cambio durante el período de referencia. Para 2013 se esperan déficit en balanza comercial y cuenta corriente de 6.0 y 17.1 miles de millones de dólares, respectivamente (0.5 y 1.3 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Derivado de estas previsiones, no se anticipan presiones sobre la inflación como consecuencia del comportamiento de la demanda agregada en el horizonte de pronóstico. En efecto, se anticipa que la brecha del producto se mantenga en niveles cercanos a cero, si bien con una tendencia positiva (Gráfica 42b).

Gráfica 42
Gráficas de Abanico: Crecimiento del PIB y Brecha del Producto

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


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

 b) Brecha del Producto ^{1/}
 Por ciento


^{1/} Elaborado con cifras desestacionalizadas.
 Fuente: Banco de México.

La ligera mejoría en las perspectivas de crecimiento para Estados Unidos ha conducido a que tanto el escenario central, como el balance de riesgos para el crecimiento económico de México, hayan mejorado respecto al informe previo. No obstante, aún persisten riesgos a la baja respecto al escenario de crecimiento para México arriba descrito. En particular, prevalecen algunos factores que podrían dar origen a un entorno menos favorable:

- i. La posibilidad de que la economía de Estados Unidos crezca a menores tasas que las esperadas, afectando negativamente el comportamiento del sector externo mexicano y, posiblemente, traduciéndose también en un menor gasto interno. Esto podría derivarse de circunstancias como un esfuerzo de consolidación fiscal en Estados Unidos mayor al anticipado. En este sentido, el ambiente electoral estadounidense podría aumentar la incertidumbre respecto a la velocidad a la que esta consolidación tenga lugar. Asimismo, mayores precios del petróleo

podrían mermar la confianza y el nivel de gasto real de los consumidores en Estados Unidos.

- ii. La falta de acuerdos políticos para implementar las medidas de ajuste fiscal necesarias ha dificultado recientemente la ya complicada situación que prevalece en Europa, incrementando el riesgo de un deterioro adicional en los mercados financieros internacionales y en el crecimiento global, lo cual pudiera reflejarse a su vez en un menor crecimiento de la economía mexicana. Un canal de transmisión de este riesgo podría ser a través del efecto que la situación en Europa podría tener sobre el sistema financiero estadounidense. En el mismo sentido, un incremento adicional en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales podría afectar negativamente la captación de recursos de las economías emergentes, entre ellas México.
- iii. Asimismo, cabe recordar que, en opinión de los especialistas en economía encuestados por el Banco de México, además de los problemas en la economía mundial y la inestabilidad financiera internacional, la inseguridad pública y la ausencia de cambios estructurales continúan siendo factores que podrían afectar negativamente el crecimiento de la economía.

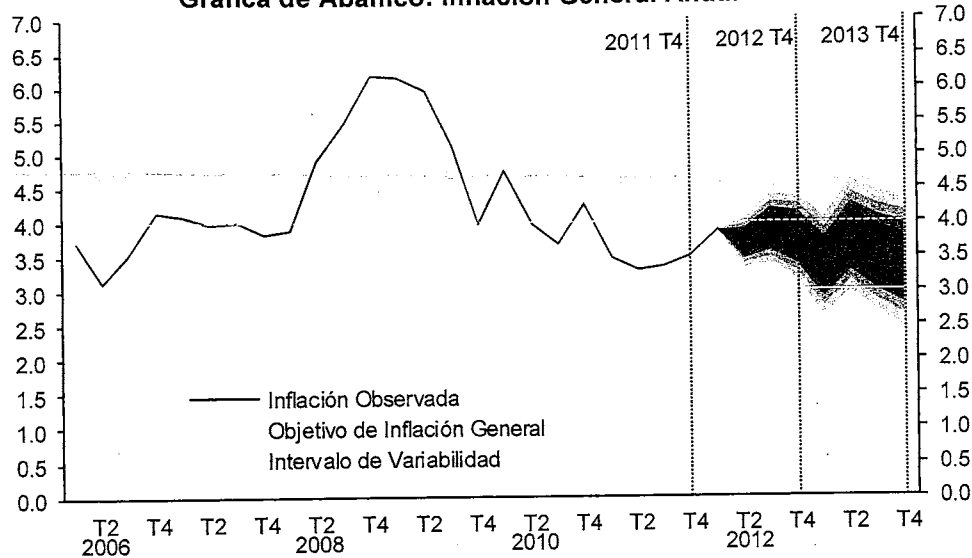
Inflación: El pronóstico para la inflación general anual para 2012 y 2013 es congruente con el proceso de convergencia hacia el objetivo permanente de 3 por ciento, como resultado, en lo fundamental, de una política monetaria orientada a la consecución de dicho objetivo. Además, el entorno de inflación baja que se tiene previsto también será influido de manera destacada por cuatro elementos principales:

1. Un crecimiento de la economía mundial relativamente débil.
2. Ausencia de presiones de demanda en la economía doméstica.
3. Mayor intensidad en la competencia de algunos sectores como el de la industria de las telecomunicaciones.
4. Perspectivas de menores presiones sobre los precios internacionales de las mercancías básicas.

Así, se considera que la trayectoria más probable de la inflación general anual para lo que resta de 2012 y 2013 se ubique en un intervalo comprendido entre 3 y 4 por ciento (Gráfica 43). La proyección muestra que en 2013 la inflación general anual se acercará a la parte inferior del intervalo mencionado, esto una vez que los efectos de los ajustes en precios relativos se vayan disipando.

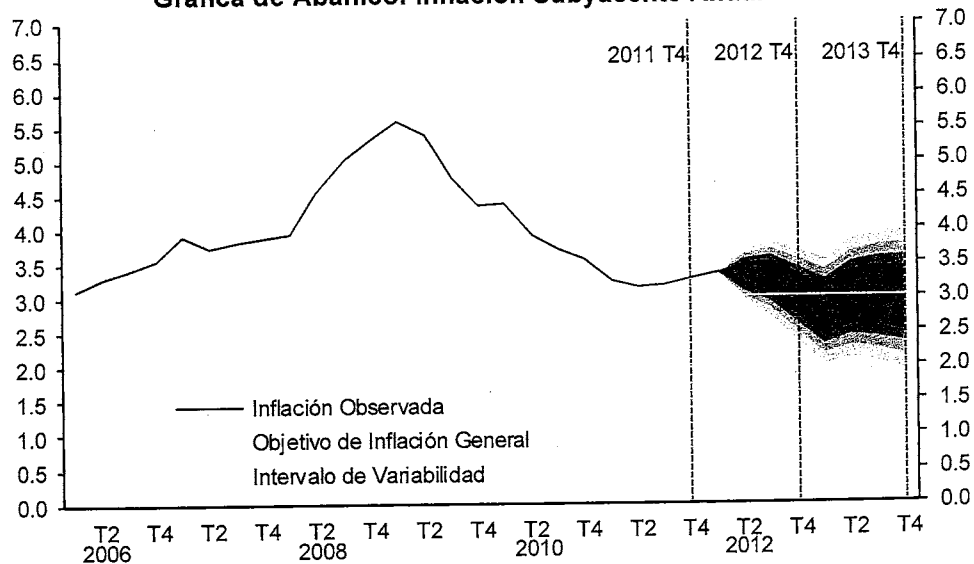
En el caso de la inflación subyacente anual se prevé que durante 2012 ésta sea cercana a 3 por ciento y que en 2013 fluctúe alrededor de dicho nivel. Cabe señalar que se proyecta que esta variable presente un nivel promedio menor en 2013 respecto al que se anticipa para el año actual, esto en virtud de que se espera el siguiente año se desvanezcan los efectos asociados a las alzas que se han presentado en los precios de algunos alimentos, entre los que destaca la tortilla de maíz (Gráfica 44).

Gráfica 43
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual



Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 44
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual



Fuente: INEGI y Banco de México.

En lo que toca a los riesgos asociados al pronóstico sobre la inflación, el balance de éstos ha mejorado respecto a lo reportado en el Informe anterior. Por una parte, en cuanto a los riesgos al alza:

- A. En los últimos meses se ha reducido el grupo de productos agropecuarios que resiente afectaciones asociadas a la sequía, aunque prevalece la posibilidad de mayor turbulencia en los mercados financieros internacionales.

Por otra parte, entre los principales riesgos a la baja se advierte que:

- A. Se ha intensificado el que corresponde a la percepción de un menor riesgo relativo de la economía mexicana.
- B. Prevalece el correspondiente al debilitamiento de las demandas externa e interna.

Acorde con lo expuesto en este Informe y considerando las previsiones para la inflación y el balance de riesgos, la Junta de Gobierno del Banco de México juzga que la postura actual de la política monetaria es congruente con el proceso de convergencia de la inflación hacia el objetivo permanente de 3 por ciento. No obstante, la Junta continuará atenta a la evolución de los mercados financieros internacionales, ya que una evolución más favorable de estos y considerando las perspectivas para el crecimiento de la economía mexicana y de la inflación, en un contexto de gran laxitud monetaria en los principales países avanzados y emergentes, podría hacer recomendable un relajamiento de la política monetaria. Asimismo, la Junta continuará vigilando cuidadosamente el comportamiento de todos los determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones generalizadas sobre los precios para ajustar oportunamente la postura monetaria, procurando en todo momento la convergencia de la inflación a su objetivo permanente de 3 por ciento.

Como lo ha señalado en reiteradas ocasiones el Banco de México, es conveniente enfatizar que, como se analizó a lo largo de este Informe, las condiciones externas que enfrentará la economía mexicana en los próximos años sugieren un crecimiento mundial relativamente moderado y, por ende, las condiciones internacionales no necesariamente serán propicias para lograr el ritmo de crecimiento que México requiere para alcanzar niveles de desarrollo significativamente más elevados. En ese contexto, es imperativo continuar con el avance del cambio estructural de la economía, con el objeto de fortalecer sus fuentes internas de crecimiento. Para ello, es fundamental incrementar la tasa de crecimiento del PIB potencial del país y, en particular, asegurar la presencia de una estructura de incentivos conducente a elevar los niveles de productividad en la economía. Así, es especialmente relevante fomentar la competencia económica en los mercados y promover la flexibilidad en la asignación de los recursos productivos del país, en particular la del mercado laboral.

En efecto, la adopción de reformas estructurales que promuevan la competencia y la flexibilidad en los mercados de insumos tendría efectos positivos sobre la asignación de recursos, el ingreso de la población y el bienestar. En particular, éstas inducirían a los productores a adoptar tecnologías más avanzadas e implementar prácticas de trabajo más eficientes, lo cual aumentaría la productividad del país. A su vez, se lograría un mejor aprovechamiento de las ventajas comparativas como consecuencia de una mayor movilidad de los recursos hacia sus usos más productivos.

Finalmente, es importante señalar que el avance en las reformas señaladas también influiría favorablemente en el desempeño del sistema nominal de la economía y, por ende, fortalecería la presencia de un ambiente de inflación baja y estable. Una mayor productividad permitiría satisfacer una demanda agregada más dinámica sin generar presiones sobre la inflación. Además, una mayor competencia beneficiaría directamente a los consumidores a través de menores precios, con el consecuente efecto favorable que ello tendría en el bienestar de la población.