



BANCO DE MÉXICO

Informe Trimestral
Enero - Marzo 2019

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Subgobernadores

IRENE ESPINOSA CANTELLANO

GERARDO ESQUIVEL HERNÁNDEZ

JAVIER EDUARDO GUZMÁN CALAFELL

JONATHAN ERNEST HEATH CONSTABLE

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

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



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

INFORME TRIMESTRAL

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

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 28 de mayo de 2019. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1.	Introducción	1
2.	Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2019	5
2.1.	Condiciones Externas	5
2.1.1.	Actividad Económica Mundial	6
2.1.2.	Precios de las Materias Primas.....	11
2.1.3.	Tendencias de la Inflación en el Exterior.....	11
2.1.4.	Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales	13
2.2.	Evolución de la Economía Mexicana	18
2.2.1.	Actividad Económica	18
2.2.2.	Mercado Laboral	32
2.2.3.	Condiciones de Financiamiento de la Economía	39
2.2.3.1.	Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía	39
2.2.3.2.	Financiamiento a la Economía	41
2.2.3.3.	Activos Financieros Internos (F).....	45
2.2.4.	Condiciones de Holgura en la Economía.....	46
2.2.5.	Estabilidad del Sistema Financiero.....	48
2.2.5.1.	Financiamiento Agregado	48
2.2.5.2.	Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple	48
2.2.5.3.	Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple.....	50
2.2.5.4.	Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple	50
2.2.5.5.	Riesgos Asociados a Intermediarios Crediticios no Bancarios, Empresas Privadas no Financieras Listadas en la BMV y otras Emisoras.....	51
3.	Evolución Reciente de la Inflación.....	53
3.1.	La Inflación en el Primer Trimestre de 2019	53
3.1.1.	La Inflación Subyacente.....	56
3.1.2.	La Inflación No Subyacente	60
3.2.	Índice Nacional de Precios Productor	62
4.	Política Monetaria y Determinantes de la Inflación.....	68
5.	Previsiones y Balance de Riesgos	75
5.1.	Previsiones para la Actividad Económica	75
5.2.	Previsiones para la Inflación.....	77
	Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Enero - Marzo 2019	80

RECUADROS

Recuadro 1. Evolución de las Negociaciones del Proceso de Salida del Reino Unido de la Unión Europea (Brexit)	9
Recuadro 2. Efecto de las Medidas Arancelarias Establecidas por Estados Unidos a China en la Participación de México en las Importaciones Estadounidenses	20
Recuadro 3. Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento Económico de México de Acuerdo con la Opinión de Analistas y Representantes de Empresas	28
Recuadro 4. Consideraciones sobre la Reforma Laboral de 2019.....	35
Recuadro 5. Inflación de Servicios y los Aumentos en Costos de Producción en el Primer Trimestre de 2019	58
Recuadro 6. Influencia de la Competencia en los Márgenes de Venta de las Gasolineras y los Precios al Consumidor	63

1. Introducción

El Banco de México ha conducido la política monetaria en un entorno complejo para la inflación, en el que desde 2017 diversos choques de magnitud considerable la han mantenido en niveles superiores a la meta de 3%. Si bien en los primeros meses de 2019 la inflación general anual disminuyó, esta reducción se atribuyó, en buena medida, al comportamiento de la inflación no subyacente, toda vez que la subyacente continuó mostrando resistencia a disminuir. Además, a partir de marzo tanto la inflación general como la subyacente han vuelto a incrementarse aun controlando por efectos estacionales, si bien se prevé que esto sea transitorio. Así, la inflación se mantiene en niveles elevados, está sujeta a una marcada incertidumbre y diversos factores de riesgo pudieran afectar su trayectoria hacia la meta del Banco Central. En efecto, después de que en diciembre de 2017 la inflación general registrara el nivel más elevado desde mayo de 2001, su trayectoria descendente y convergente hacia su meta ha sido más lenta de lo originalmente previsto, resintiendo algunos choques adicionales y una mayor persistencia en la inflación subyacente. En el cuarto trimestre de 2018 los riesgos para la inflación aumentaron como consecuencia de factores internos. En particular los mercados financieros nacionales mostraron alta volatilidad, una depreciación del tipo de cambio y aumentos de las primas de riesgo. El Banco de México ha buscado tener una postura de política monetaria que preserve el anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, y que sea conducente a la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte de pronóstico previsto. La respuesta de política monetaria oportuna y firme ha procurado reforzar la confianza en la economía nacional, alcanzar la convergencia de la inflación hacia su meta y propiciar un ajuste ordenado en los mercados financieros nacionales y, en consecuencia, en la actividad económica.

Hacia finales de 2018 y en los primeros meses de 2019 se ha presentado un rebalanceo de los retos que enfrenta la economía mexicana. Por una parte, la perspectiva de una pausa prolongada en el ritmo de normalización monetaria en las principales economías avanzadas ha propiciado condiciones más favorables para las economías emergentes en los

mercados financieros internacionales, lo cual en adición a la perspectiva de un marco macroeconómico sólido en México, contribuyó al mejor desempeño de los mercados financieros nacionales. En línea con lo anterior, se observó cierta mejoría en las fuentes de financiamiento en la economía mexicana, especialmente a través de instrumentos de renta fija, si bien dichos flujos se mantienen en niveles moderados. Recientemente se han recrudecido las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y se han presentado episodios de flujos hacia activos de menor riesgo. Así, el entorno externo se ha tornado más incierto. Por otra parte, se enfrentan diversos retos de índole interna, tales como la incertidumbre sobre las perspectivas crediticias de Pemex y los efectos de algunos cambios en las políticas públicas en ciertos ámbitos y sectores, como el laboral y el energético, sobre la inversión, la actividad económica y la inflación. En este contexto, la economía del país enfrenta un entorno complejo en el que la inflación general se redujo en el primer trimestre del año, si bien aumentó en abril, y el componente subyacente se ubicó en abril y la primera quincena de mayo en niveles superiores a los observados a finales del año anterior.

Durante el primer trimestre del año en curso, la inflación general anual promedio disminuyó respecto al último trimestre de 2018 conforme a lo anticipado, si bien la inflación subyacente se ubicó ligeramente por encima de lo previsto. En efecto, la reducción de la inflación general anual obedeció, primordialmente, a una caída en el componente no subyacente. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo en niveles superiores a 3.50%, presentó un aumento en abril y a su interior se han venido observando aumentos en las variaciones de precios de diversos servicios y en las mercancías alimenticias. En particular, entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019 la inflación general disminuyó de un promedio anual de 4.82% a uno de 4.10%, si bien aumentó en abril a 4.41% y en la primera quincena de mayo se ubicó en 4.43%. La inflación no subyacente promedio trimestral pasó de una variación anual de 8.32 a 5.84% del último trimestre de 2018 al primero de 2019. Cabe destacar que si bien la importante reducción de la inflación no subyacente estuvo asociada, principalmente, a menores variaciones de

los precios de los energéticos, este comportamiento ha comenzado a revertirse desde la segunda quincena de febrero de 2019, presionando nuevamente a la inflación no subyacente anual, la cual se ubicó en un nivel de 6.08% en abril y en 6.41% en la primera quincena de mayo. Ello inclusive a pesar de que algunos combustibles revisaron precios a un ritmo menor que sus referencias internacionales. Por su parte, la inflación subyacente registró una variación anual promedio de 3.68% en el último trimestre de 2018, de 3.56% en el primero de 2019, de 3.87% en abril y de 3.77% en la primera quincena de mayo. De esta forma, la inflación subyacente ha mostrado resistencia a disminuir, al tiempo que se siguen percibiendo riesgos asociados a su comportamiento. Ello relacionado a algunos insumos, como los precios de materias primas e incrementos salariales, que podrían llegar a generar presiones de costos.

Respecto a las decisiones de política monetaria, durante el periodo que cubre este Informe, el Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En particular, en sus reuniones de febrero, marzo y mayo de 2019, la Junta de Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 8.25%. En estas decisiones la Junta de Gobierno destacó que la actividad económica en México mostró un bajo crecimiento a finales de 2018, y señaló que en el primer trimestre de 2019 se acentuó la debilidad que la economía mexicana había exhibido desde el trimestre previo, asociada tanto a factores externos como internos, algunos de ellos de carácter transitorio. Por ello, mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y mantiene un sesgo a la baja. En cuanto a los riesgos para la inflación manifestó que si bien se habían intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista. Ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya.

Profundizando en las condiciones externas que enfrentó la economía durante el periodo que cubre este Informe, la actividad económica mundial registró una moderada recuperación, después de haber mostrado una tendencia a la desaceleración

durante la segunda mitad de 2018. La economía mundial ha estado afectada por el impacto negativo que han tenido las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la incertidumbre generada por diversos factores políticos, geopolíticos e idiosincrásicos en la confianza de los negocios, el comercio y la inversión. Adicionalmente, las expectativas de crecimiento para la economía mundial en 2019 y 2020, provenientes tanto de analistas, como de organismos internacionales, se revisaron nuevamente a la baja, reflejando un ritmo de actividad menor al esperado para las principales economías avanzadas y algunas emergentes. En este entorno, las presiones inflacionarias siguieron moderándose en la mayoría de los países avanzados y algunos emergentes. Todo ello ha fortalecido la expectativa de que la Reserva Federal y otros de los principales bancos centrales adoptarán una postura monetaria más acomodaticia. No obstante, los riesgos para el crecimiento de la economía global siguen sesgados a la baja, destacando entre ellos, los efectos del agravamiento reciente de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la posibilidad de que estas se extiendan a otras regiones, de que la debilidad de algunas de las principales economías se prolongue más de lo anticipado, de que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales, y de que se intensifiquen algunos riesgos políticos y geopolíticos.

Por su parte, la debilidad que exhibió la economía mexicana durante el periodo que cubre este Informe fue resultado de la confluencia de factores externos e internos. En particular, las exportaciones manufactureras del país siguieron mostrando una desaceleración, en un contexto de debilitamiento del comercio mundial y la persistencia de tensiones comerciales entre distintos países y bloques regionales. Por su parte, se estima que la inversión haya continuado mostrando un débil desempeño, a pesar del importante aumento registrado en enero, toda vez que este estuvo concentrado en solo algunos rubros particulares, –tales como la reparación de ductos de gasolina y obras de remodelación y ampliación de plataformas petroleras, así como un mayor gasto en edificación de vivienda privada en algunas regiones del país– y que indicadores oportunos apuntan a que la inversión habría vuelto a exhibir debilidad en el resto del

trimestre. Asimismo, desde finales de 2018 y principios de 2019 el consumo privado ha mostrado cierta pérdida de dinamismo, resultado tanto de la debilidad en el consumo de bienes, como de cierta desaceleración del consumo de servicios, la cual se amplió a principios de año por factores temporales, entre los que destacan los problemas de distribución de gasolina, los bloqueos a las vías férreas en Michoacán y los conflictos laborales en Matamoros. En cuanto a la posición cíclica de la economía, las condiciones de holgura exhibieron un relajamiento hacia finales de 2018 y principios de 2019. No obstante, esto no se ha traducido en una menor inflación subyacente, ya que otros elementos la han presionado al alza.

Los pronósticos para la inflación general anual se ajustan ligeramente al alza por mayores previsiones en relación al Informe anterior para los precios de los energéticos derivadas de la dinámica de las referencias internacionales de estos bienes y por los aumentos recientes que ha presentado la inflación subyacente. No obstante, se prevé que el aumento que ha presentado la inflación general, si bien afecta las previsiones de menor plazo, se considera transitorio, por lo cual el pronóstico muestra una convergencia a la meta del Banco de México en el tercer trimestre de 2020. Además, se continúa esperando que la inflación subyacente se ubique en 3% desde el segundo trimestre de 2020.

Cabe señalar que el entorno actual presenta riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar la evolución de la inflación. Además, en el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes. Al alza: i) la posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos; ii) que se observen mayores presiones en los precios de los energéticos o en los productos agropecuarios, especialmente en aquellos en los que los precios internacionales se han visto presionados al alza; iii) que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global; iv) que se deterioren las finanzas públicas; v) que dada la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales elevadas en diversos sectores, de hecho en algunos

de ellos estas han rebasado las ganancias en productividad, lo que podría generar presiones de costos con afectaciones en el empleo formal y contribuyendo a que la inflación subyacente se mantenga elevada, evitando así que la ampliación en las condiciones de holgura se traduzca en menores presiones sobre la inflación; y vi) la persistencia que ha mostrado la inflación subyacente podría dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos a disminuir. Como riesgos a la baja: i) que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente y; ii) que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto. De esta forma, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. Por tanto, en un entorno de marcada incertidumbre, se considera que aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico.

Para guiar sus acciones de política monetaria, la Junta de Gobierno da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a su trayectoria prevista, considerando la postura monetaria adoptada y el horizonte en el que esta opera, así como la información disponible de los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos para estos. A su vez, la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva considerablemente la incertidumbre que enfrenta la economía. Si bien la inflación general y la subyacente han aumentado, se considera que esto es transitorio y que la postura monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación a su meta en el horizonte en que opera la política monetaria. Tomando en cuenta los retos que se enfrentan para consolidar una inflación baja y estable, así como los riesgos a los que está sujeta la formación de precios, la Junta de Gobierno continuará dando seguimiento cercano a todos los factores y elementos de incertidumbre que inciden en el comportamiento de la inflación y sus perspectivas y tomará las acciones que se requieran, de tal manera que la tasa de referencia sea congruente con la convergencia de la

inflación general a la meta del Banco de México en el plazo en el que opera la política monetaria.

Cabe señalar que el entorno actual presenta importantes riesgos de mediano y largo plazos para el funcionamiento macroeconómico de la economía que pudieran repercutir tanto en la actividad económica como en el proceso de formación de precios en la economía. En este contexto, es indispensable mantener un marco macroeconómico sólido y capaz de resistir choques a fin de contribuir a un entorno de estabilidad y propicio para el crecimiento. Por lo anterior, es particularmente

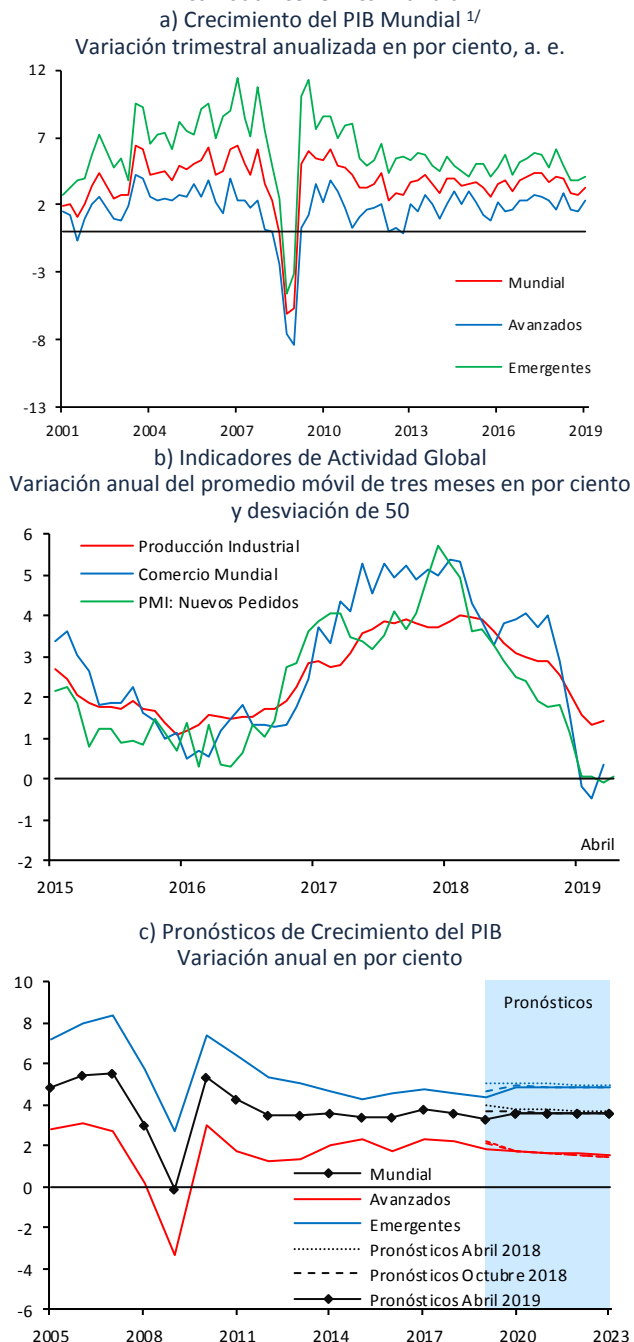
importante que, además de seguir una política monetaria prudente y firme, se impulse la adopción de medidas que propicien un ambiente de confianza y certidumbre para la inversión, una mayor productividad y que se consoliden sosteniblemente las finanzas públicas. En este contexto, es particularmente relevante que se cumplan las metas fiscales del Paquete Económico para 2019 y las anunciadas para 2020. Asimismo, es indispensable fortalecer el estado de derecho, abatir la corrupción y combatir la inseguridad.

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

2.1. Condiciones Externas

Después de haberse observado una desaceleración de la actividad económica mundial durante la segunda mitad de 2018, se registró una moderada recuperación durante el primer trimestre de 2019 en algunas de las principales economías como Estados Unidos, el Reino Unido, la zona del euro y China (Gráfica 1a). El moderado ritmo de crecimiento de la actividad económica, principalmente en las economías avanzadas, ha estado asociado sobre todo al deterioro de la inversión de negocios, la producción industrial y el comercio. Además, algunos indicadores prospectivos, tales como el componente de nuevos pedidos del sector manufacturero, apuntan a que la debilidad de este sector podría extenderse hacia el segundo trimestre de 2019 (Gráfica 1b). En este entorno, los pronósticos de crecimiento de analistas privados y de organismos internacionales para la economía mundial para 2019 y 2020 han continuado revisándose a la baja, reflejando un ritmo de actividad menor al esperado tanto para las principales economías avanzadas como para algunas emergentes (Gráfica 1c). Si bien algunos de los riesgos para el crecimiento de la economía mundial se han moderado recientemente, como resultado, entre otros factores, del fortalecimiento de la expectativa de una postura monetaria más acomodaticia por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas y del anuncio de nuevas medidas fiscales y monetarias por parte de China, estos riesgos continúan sesgados a la baja. En este contexto, destacan los efectos que pudiera tener el reciente agravamiento en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y la posibilidad de que estas se extiendan a otras regiones. También sobresalen los riesgos de que la debilidad de algunas de las principales economías se prolongue más de lo anticipado; de que tengan lugar nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales; y de que se intensifiquen algunos riesgos políticos y geopolíticos.

Gráfica 1
Actividad Económica Mundial



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

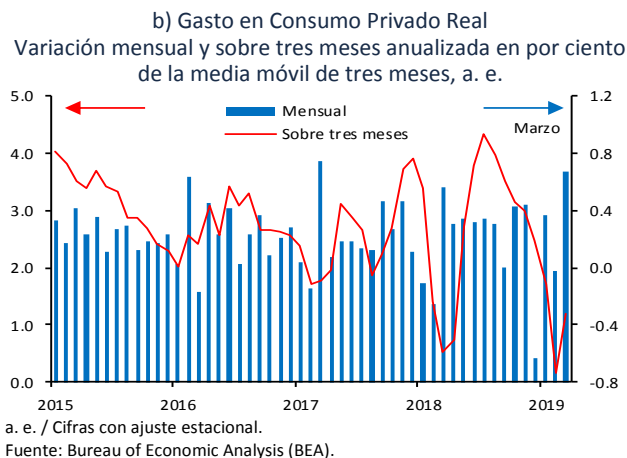
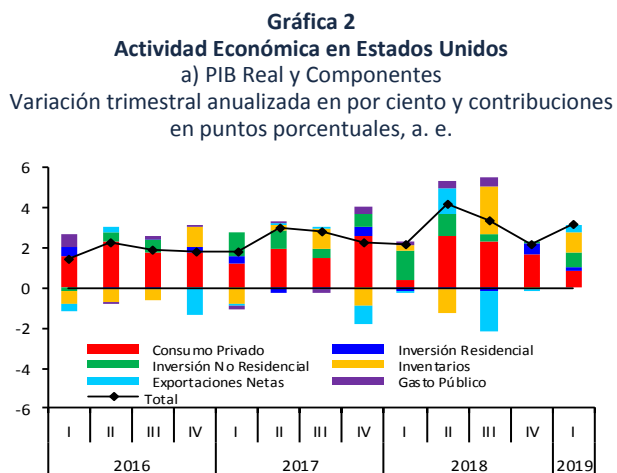
^{1/} La muestra de países utilizada para el cálculo representa el 85.5% del PIB mundial medido por el poder de paridad de compra.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Haver Analytics, JP Morgan y Fondo Monetario Internacional (FMI); CBP Netherlands y Markit y World Economic Outlook (WEO, FMI) de abril 2018, octubre 2018 y abril 2019.

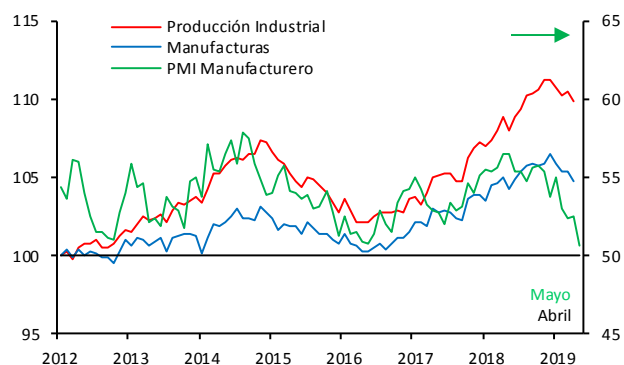
2.1.1. Actividad Económica Mundial

En Estados Unidos, la actividad económica se expandió 3.2% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad durante el primer trimestre de 2019, después de haber registrado un crecimiento de 2.2% durante el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 2a). El repunte se debió a la fuerte expansión de las exportaciones netas y de la inversión en inventarios. No obstante, el crecimiento de la demanda interna se moderó, reflejando una desaceleración del gasto en consumo privado y de la inversión fija de los negocios, aunque los indicadores más recientes apuntan a una recuperación de estos componentes en el segundo trimestre del año (Gráfica 2b). Para el mediano plazo, continúa esperándose una moderación del crecimiento de la economía a medida que se desvaneczan los efectos del estímulo fiscal implementado en diciembre de 2017.

Por su parte, la producción industrial de ese país se contrajo 1.9% durante el primer trimestre de este año a tasa anualizada y ajustada por estacionalidad, después de expandirse 3.9% en el trimestre previo. Este desempeño se debió principalmente a la debilidad generalizada de la actividad manufacturera, la cual continuó mostrando los efectos de la apreciación del dólar y de la menor demanda externa. Dicha debilidad continuó en abril, al registrarse una caída en la actividad industrial y manufacturera de 0.5% a tasa mensual. La disminución en el Índice de Gerentes de Compras (PMI, por sus siglas en inglés) apunta a que esta tendencia en las manufacturas pudiera extenderse en los próximos meses (Gráfica 3).



Gráfica 3
Actividad Industrial en Estados Unidos
Producción Industrial e Índice de Gerentes de Compras ^{1/}
Índice enero 2012=100 e índice de difusión, a. e.



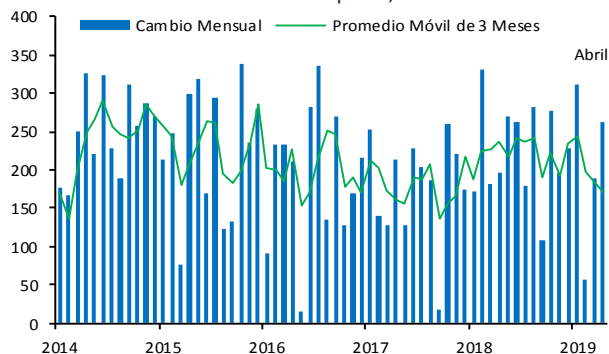
1/ Se refiere al componente de producción.
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Reserva Federal y Markit.

Por su parte, el mercado laboral de Estados Unidos continuó fortaleciéndose durante el periodo que cubre este Informe. En particular, en los primeros cuatro meses del año se generaron en promedio 205 mil nuevas plazas mensuales, cifra muy superior a la requerida para satisfacer el crecimiento de la fuerza laboral (Gráfica 4a). Así, la tasa de desempleo siguió disminuyendo, al pasar de 3.9% en diciembre a 3.6% en abril, ubicándose muy por debajo del nivel considerado como de largo plazo.¹ En este contexto, los salarios mantuvieron un crecimiento gradual, al incrementarse a una tasa anual de 3.4% en promedio en el primer trimestre del año, ritmo similar al del trimestre previo (Gráfica 4b).

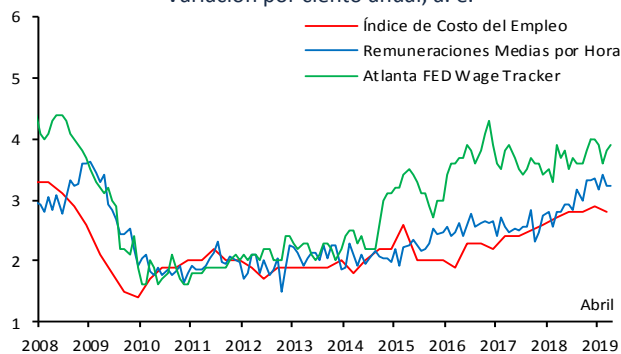
¹ De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso, la tasa natural de desempleo en ese país se ubica en 4.6%.

Gráfica 4
Mercado Laboral en Estados Unidos

a) Nómina No Agrícola
En miles de empleos, a. e.



b) Indicadores Salariales
Variación por ciento anual, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

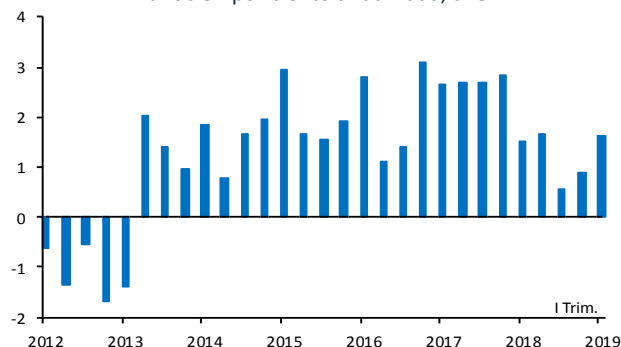
Fuente: Banco de la Reserva Federal de Atlanta y Bureau of Labor Statistics (BLS).

En la zona del euro, el crecimiento del PIB se recuperó moderadamente, al pasar de una tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad de 0.9% durante el cuarto trimestre de 2018 a 1.6% durante el primer trimestre de este año, reflejando una relativa fortaleza de la demanda interna, a su vez apoyada por la elevada confianza de los consumidores, por las condiciones monetarias acomodaticias y los mayores estímulos fiscales (Gráfica 5). Lo anterior contrarrestó la debilidad en la demanda externa y una mayor duración a la anticipada de los efectos negativos derivados de factores idiosincrásicos en algunas economías y sectores en la región. En particular, la producción manufacturera en Alemania continuó mostrando atonía, a la que contribuyó una nueva caída en la industria automotriz. Adicionalmente, los indicadores prospectivos, tales como el PMI del sector manufacturero y la confianza de los negocios, sugieren que la debilidad de algunas economías podría extenderse al segundo trimestre. A pesar de ello, el mercado laboral siguió mostrando

condiciones de apretamiento. En efecto, la tasa de desempleo disminuyó de 7.9% en diciembre a 7.7% en marzo.

Gráfica 5
Actividad Económica en la Zona del Euro
PIB Real

Variación por ciento anualizada, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

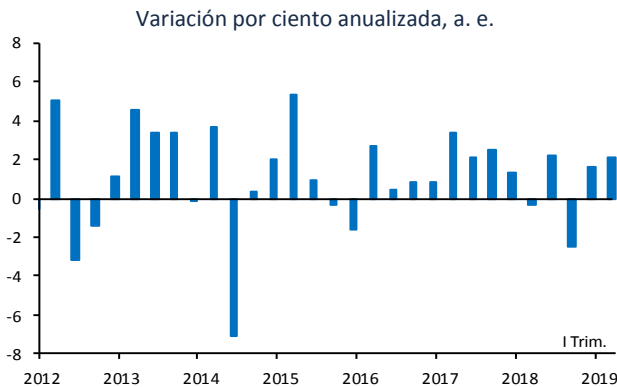
Fuente: Oficina de Estadística de la Unión Europea (Eurostat).

En Japón, el crecimiento del PIB pasó de una cifra de 1.6% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el cuarto trimestre de 2018 a 2.1% durante el primer trimestre de 2019 (Gráfica 6). El mayor crecimiento fue resultado del impulso de las exportaciones netas, reflejando la fuerte caída de las importaciones, de un repunte en la inversión pública y del cambio en la acumulación de inventarios. No obstante, el consumo privado y la inversión de negocios registraron una contracción. Por su parte, algunos indicadores prospectivos sugieren que la actividad seguirá siendo relativamente débil en el segundo trimestre. En este contexto, el mercado laboral continuó apretado, aunque la tasa de desempleo mostró un ligero aumento y los salarios moderaron marginalmente su ritmo de expansión.

En el Reino Unido, la actividad económica creció 2.0% a tasa trimestral anualizada y ajustada por estacionalidad en el primer trimestre de 2019, después de expandirse 0.9% en el último de 2018. Este repunte reflejó la fortaleza del consumo de los hogares, el cual fue impulsado por la elevada confianza sobre su situación financiera y el mayor crecimiento de sus salarios, el continuo dinamismo del gasto público, el aumento en la inversión residencial y una acumulación de inventarios mayor a la esperada por parte de las empresas ante el riesgo de que se diera una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea (ver Recuadro 1). Lo anterior contrarrestó la elevada contribución

negativa de las exportaciones netas, derivada del estancamiento de las exportaciones y del repunte de las importaciones, mientras que la inversión de los negocios se mantuvo débil, esto último debido a la mayor incertidumbre sobre el futuro de las relaciones comerciales con la Unión Europea. En este entorno, la tasa de desempleo disminuyó de 4.0% en diciembre a 3.8% en marzo, mientras que algunos indicadores provenientes de encuestas continuaron reflejando dificultades por parte de las empresas para contratar personal.

Gráfica 6
Actividad Económica en Japón
PIB Real



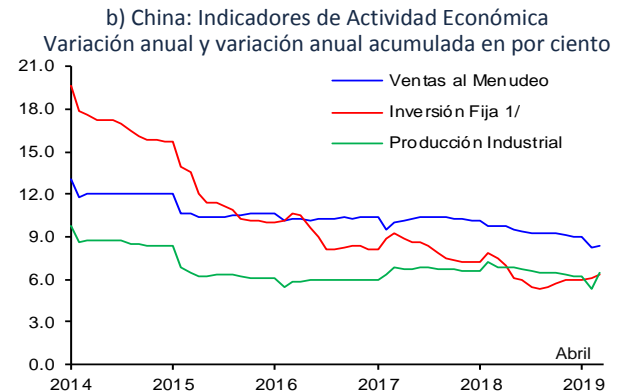
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: Oficina del Gabinete de Japón.

En las economías emergentes, la actividad económica mostró un desempeño heterogéneo durante el primer trimestre de 2019. Por una parte, el crecimiento de la economía de China se estabilizó, reflejando los efectos de las medidas de estímulo económico adoptadas desde finales de 2018, entre las que destacan los recortes a impuestos y el mayor gasto en infraestructura (Gráfica 7a y 7b). Por otra parte, algunas economías emergentes, tales como Rusia, Hungría, Rumania, India, Taiwán y Sudáfrica, continuaron moderando su ritmo de crecimiento e incluso algunas de ellas se contrajeron.

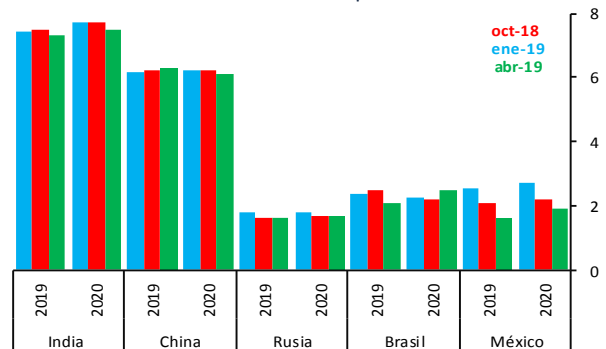
Para los próximos años, se prevé un ligero repunte del crecimiento de las economías emergentes, en respuesta al continuo proceso de recuperación de economías como Brasil e India y el desvanecimiento de los efectos de la recesión económica que Argentina y Turquía han enfrentado desde 2018. No obstante, aún persisten dudas sobre una eventual recuperación en estos últimos dos países, agravadas por incertidumbre política, lo que se ha traducido en nuevos episodios de volatilidad en sus mercados

financieros. En el caso de China, si bien se prevé que continúe desacelerándose gradualmente, las expectativas de crecimiento de esa economía para lo que resta del año han mejorado moderadamente respecto a lo que se anticipaba hace unos meses, como resultado de las medidas de estímulo implementadas por su gobierno. No obstante, el reciente incremento en las tensiones comerciales con Estados Unidos pudiera afectar el desempeño de esa economía (Gráfica 7c).

Gráfica 7
Actividad Económica en las Economías Emergentes



c) Pronósticos de Crecimiento del PIB para 2019 y 2020
Variación anual en por ciento



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
1/ Corresponde a la variación anual acumulada en por ciento.
Fuente: Bloomberg y Haver Analytics; FMI, WEO de octubre 2018, enero 2019 y abril 2019.

Recuadro 1. Evolución de las Negociaciones del Proceso de Salida del Reino Unido de la Unión Europea (*Brexit*)

1. Antecedentes

El 23 de junio de 2016 en el Reino Unido se llevó a cabo un referendo en el que la mayoría de los votantes de ese país decidió abandonar la Unión Europea. Así, el 29 de marzo de 2017 se activó el Artículo 50 del Tratado de Lisboa (Art. 50) y a partir de esa fecha comenzó un plazo de dos años para formalizar el proceso de salida.¹ Desde el 19 de junio de 2017, la Primera Ministra Theresa May inició negociaciones con la Unión Europea, logrando firmar, el 25 de noviembre de 2018, una propuesta de Acuerdo de Salida y la Declaración Política sobre las Relaciones Futuras entre ambas partes, en los que se definían los puntos relevantes de dicho proceso.²

2. Propuesta sobre el Acuerdo de Salida

Los temas más importantes de dichos documentos fueron los siguientes:

- Se estableció un periodo de transición de 21 meses para la salida del Reino Unido de la Unión Europea, el cual se podía extender hasta dos años bajo la aceptación de ambas partes, y durante el cual el Reino Unido estaría sujeto a la legislación de la Unión Europea.
- Se señaló que los ciudadanos británicos que actualmente viven en la Unión Europea y los ciudadanos europeos que viven en el Reino Unido mantendrían su residencia, su seguridad social, la posibilidad de obtener la ciudadanía luego de 5 años, entre otros derechos.
- Se precisó la manera de calcular las obligaciones financieras que el Reino Unido había adquirido con la Unión Europea.
- Se adoptó una salvaguarda para garantizar los compromisos previamente acordados en cuanto al tránsito de bienes y personas entre Irlanda del Norte y la República de Irlanda.³ Dicha salvaguarda establece que, en caso de no lograrse un acuerdo para finales de 2020, y de no extenderse el periodo de transición, se establecería una unión aduanera con la Unión Europea. Además, se señalaba que la modificación de la misma requeriría la aprobación de la Unión Europea, lo que generó desacuerdos al interior del Parlamento Británico.
- Adicionalmente, se detallaron provisiones en aspectos relacionados con la protección de derechos de propiedad,

intercambio de información, y cooperación de justicia, entre otros.

3. Acontecimientos Recientes

El Acuerdo de Salida firmado entre la Primera Ministra Theresa May y la Unión Europea fue rechazado el 15 de enero de 2019 por el Parlamento Británico, el cual pidió al Gobierno presentar un plan alternativo. No obstante, las propuestas presentadas por Theresa May fueron rechazadas nuevamente el 12 de marzo y el 29 de marzo. Posteriormente, el 1 de abril el Parlamento Británico discutió diferentes opciones, si bien ninguna obtuvo la mayoría necesaria para su aprobación. Entre estas destacaron la creación de una unión aduanera, la revocación del Art. 50, la salida de la Unión Europea sin un acuerdo, el llamado a un segundo referendo, el establecimiento de un mercado único con la Unión Europea y una relación económica similar a la establecida entre Noruega y la Unión Europea.⁴ Ante la falta de un acuerdo, el gobierno británico se vio forzado a solicitar una extensión del proceso de salida. Así, el Consejo Europeo aprobó una extensión inicial hasta el 12 de abril, que posteriormente se extendió al 31 de octubre de 2019.⁵

El 21 de mayo, la Primera Ministra anunció su intención de llevar a cabo una cuarta votación del acuerdo de salida a principios de junio en la que se podrían votar nuevas alternativas, destacando la posibilidad de que el Parlamento tenga la posibilidad de llevar a cabo un segundo referendo sobre el Brexit, la posibilidad de concretar dos diferentes opciones de unión aduanera y una alternativa de salvaguarda para el caso de Irlanda del Norte. Además, se ofreció mantener los estándares laborales y regulaciones ambientales de la Unión Europea. No obstante, estas nuevas alternativas enfrentaron una fuerte oposición por parte de las diferentes fuerzas políticas, tanto en el Parlamento como en su gabinete, lo que finalmente derivó en la decisión de la Primer Ministra de anunciar, el 24 de mayo, su dimisión a partir del 7 de junio ante la incapacidad para llegar a un acuerdo de salida con la Unión Europea. De esta manera corresponderá a un nuevo primer ministro tratar de llegar a un acuerdo en los próximos meses.

4. Escenarios Posibles para los Próximos Meses

En este contexto, en los próximos meses se podrían presentar los siguientes escenarios:

¹ El Tratado de Lisboa se firmó en diciembre de 2009 y permite a los miembros de la Unión Europea abandonar ese bloque siguiendo un protocolo establecido en el mismo.

² Disponibles en: <https://www.gov.uk/government/publications>.

³ Luego del fuerte enfrentamiento entre ambos países, que duró de 1968 hasta la firma de un acuerdo de paz en 1998 conocido como Tratado del Viernes Santo, se establecieron compromisos en favor de Irlanda del Norte en términos de menores barreras comerciales y libre tránsito de personas.

⁴ Noruega y la Unión Europea forman parte de un mercado único, lo que permite un libre tránsito de bienes, capital, servicios y personas dentro de los países que integran el acuerdo del Área Económica Europea (EEA, por sus

siglas en inglés), la cual además comprende a Liechtenstein e Islandia. Adicionalmente, la Unión Europea y Noruega forman parte de la Asociación Europea de Libre Comercio, la cual a su vez comprende a Suiza y cuenta con tratamientos comerciales distintos a los de la Unión Europea, por lo que puede negociar tratados comerciales con otros países. Además del comercial, Noruega cuenta con otros acuerdos bilaterales con la Unión Europea.

⁵ En caso de que el Acuerdo de Salida sea aprobado antes de esta fecha, el Reino Unido dejaría de ser parte de la Unión Europea el primer día del siguiente mes.

- *Salida sin un acuerdo.* De no lograrse un acuerdo antes del 31 de octubre, la relación económica futura entre el Reino Unido y la Unión Europea no estaría regulada por ningún tratado. Ante esto, el comercio entre ambas regiones estaría regido por los principios que determina la Organización Mundial del Comercio (OMC), lo que implicaría que las exportaciones del Reino Unido a la Unión Europea estarían sujetas a mayores aranceles derivados de la aplicación del principio de la Nación Más Favorecida (MFN, por sus siglas en inglés). Adicionalmente, surgirían costos relacionados a barreras no arancelarias, como controles aduaneros y migratorios más estrictos y cambios en regulaciones. Asimismo, se perdería la autorización para proveer servicios financieros sin necesidad de contar con una subsidiaria en el Reino Unido. La salida sin un acuerdo también implicaría que se perderían las ventajas que actualmente obtiene el Reino Unido de los tratados comerciales de la Unión Europea con otras regiones y países.
- *Salida mediante un acuerdo.* En caso de que ambas partes alcancen un acuerdo antes del 31 de octubre se evitaría un escenario de salida desordenada. Si bien aún es posible que se ratifique el Acuerdo de Salida tal y como se encuentra, la probabilidad de que se modifiquen algunos de los puntos más controversiales de este y de la Declaración sobre las Relaciones Futuras ha aumentado. En particular, existe la posibilidad de que se modifique la cláusula referente a la salvaguarda irlandesa a la que se oponen los miembros más conservadores del Parlamento. Adicionalmente, podría alcanzarse algún otro tipo de acuerdo tales como los planes alternativos antes mencionados.
- *Extensión de la fecha establecida en el Art. 50.* Como se mencionó, la fecha límite de salida del 31 de octubre aún podría extenderse por 1 o 2 años. Las posibilidades de que esto suceda son altas, sobre todo si se opta por un nuevo referendo o una elección general, ya que ello requeriría de un periodo más largo para alcanzar un acuerdo.

5. Consideraciones Finales

La salida del Reino Unido de la Unión Europea y el futuro de sus relaciones comerciales en el corto y mediano plazo siguen siendo un factor de incertidumbre, sobre todo ante la posibilidad latente de una salida sin un acuerdo. La materialización de ese riesgo tendría efectos negativos

significativos en la actividad económica y en la inversión de los negocios del Reino Unido y de los países de la Unión Europea con los que tiene una mayor relación comercial y financiera, destacando los casos de Alemania, Bélgica, Francia, Irlanda, y los Países Bajos. En efecto, en el informe sobre el Panorama Económico Mundial de abril de este año del Fondo Monetario Internacional (FMI) se estima que un escenario sin acuerdo reduciría el nivel del producto del Reino Unido en el largo plazo en casi 3.0%, el de la Unión Europea en 0.3% y el de la economía mundial en 0.1%.⁶ Esto con respecto al escenario central del FMI, que supone que el Reino Unido alcanza un acuerdo de libre comercio con la Unión Europea, que contempla un aumento gradual en las barreras no arancelarias relacionadas al establecimiento de nuevas regulaciones y controles migratorios y aduaneros más estrictos, y que mantiene las ventajas de los acuerdos comerciales de la Unión Europea con otros países. Otros estudios de organismos internacionales, autoridades nacionales y analistas privados, tales como la *Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico* (OCDE), el Gobierno del Reino Unido, el *National Institute of Economic and Social Research* (NIESR), el *Centre for Economic Performance de la London School of Economics and Political Science* (LSE), *Oxford Economics* y *PricewaterhouseCoopers* (PwC), que comparan los efectos de la salida del Reino Unido con respecto a un escenario en el que este país permanece dentro de la Unión Europea, estiman un impacto negativo de largo plazo sobre el nivel del producto del Reino Unido de entre 3% y 10%.

Finalmente, un escenario de salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea podría tener repercusiones para México al reducirse el crecimiento en Europa, conduciendo a una menor demanda externa y a una menor expansión del comercio mundial. Asimismo, podría generarse mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales, afectando el apetito por riesgo de los inversionistas, y aumentaría la incertidumbre ante los posibles ajustes en el sistema financiero internacional derivados de una salida sin acuerdo.

⁶ Este escenario alternativo asume la reducción unilateral por parte del Reino Unido de los aranceles de la mayoría de sus importaciones a niveles de la Cláusula de Nación Más Favorecida de la OMC, un aumento moderado en las barreras arancelarias y mayores aumentos en las no arancelarias que enfrenta ese país, mayores restricciones a la migración, la cancelación de los

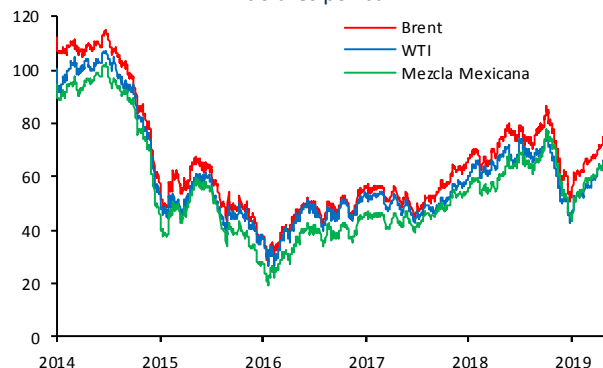
acuerdos comerciales vigentes y la firma de nuevos acuerdos en el 2021. Además, el escenario considera retrasos en los procesos aduaneros a pesar de las medidas de contingencia y un apretamiento en las condiciones financieras que se extiende hasta la segunda mitad de 2020.

2.1.2. Precios de las Materias Primas

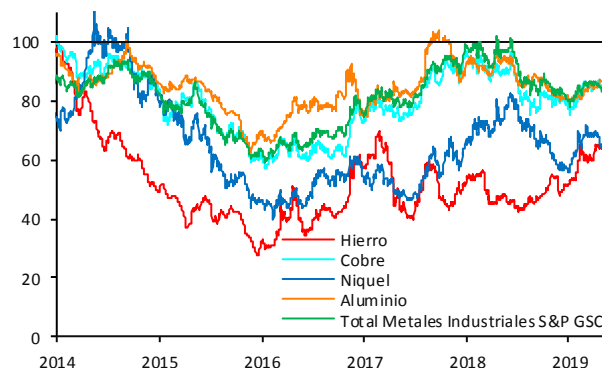
Los precios internacionales de las materias primas registraron, en general, una tendencia al alza durante el periodo que cubre este Informe. En particular, los precios del crudo repuntaron significativamente durante los primeros meses del año, revirtiendo parcialmente la disminución observada durante la segunda mitad de 2018 (Gráfica 8a). Esto debido fundamentalmente a la caída en la oferta de petróleo, la cual respondió al mejor cumplimiento de los recortes acordados en las cuotas de producción entre los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), la caída en la producción de Irán, Libia y Venezuela por el agravamiento de los conflictos internos y externos de esos países y el anuncio de Estados Unidos de la eliminación de las exenciones a las sanciones a las compras de crudo producido por Irán a partir de mayo. No obstante, recientemente el escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China contribuyó a un fuerte ajuste a la baja de los precios del crudo. En este contexto, a pesar de que ante el menor crecimiento pudiese esperarse una demanda más moderada, persiste una elevada incertidumbre sobre la trayectoria futura de los precios del petróleo. Las políticas de producción que adopten los países miembros de la OPEP, en particular Arabia Saudita, los riesgos geopolíticos en diversas regiones productoras y la evolución de la producción de crudo proveniente de lutas en Estados Unidos, junto con el comportamiento de la demanda mundial de petróleo, pudieran tener un impacto significativo en el balance entre la oferta y la demanda de petróleo en los próximos meses. Hasta ahora, estos riesgos se han reflejado en una caída en los futuros del precio del petróleo (tal como el denominado WTI, por sus siglas en inglés), los cuales pasaron de cerca de 61 dólares por barril al cierre de 2019 a alrededor de 54 dólares al cierre de 2022. Por su parte, los precios de los metales industriales aumentaron a principios del año, debido al anuncio de nuevas medidas de estímulo fiscal y monetario en China para evitar una marcada desaceleración en ese país, así como a los avances que se habían alcanzado en las negociaciones comerciales entre China y Estados Unidos (Gráfica 8b). Por último, los precios de los granos disminuyeron, durante el trimestre, debido al aumento en su oferta mundial por las

condiciones climatológicas favorables para su cultivo (Gráfica 8c).

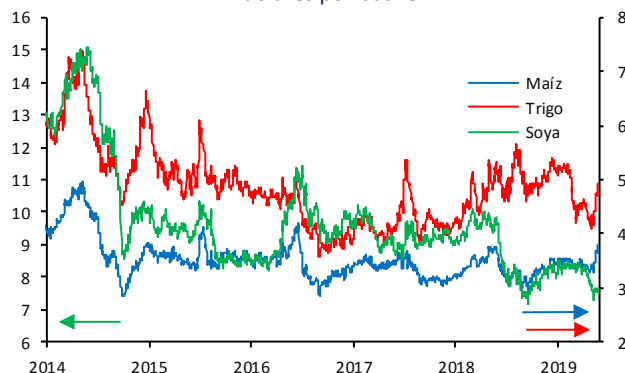
Gráfica 8
Precios Internacionales de las Materias Primas
a) Petróleo Crudo
En dólares por barril



b) Precios de Metales Seleccionados ^{1/}
Índice 01/01/2010=100



c) Precios de Granos Seleccionados
En dólares por bushel



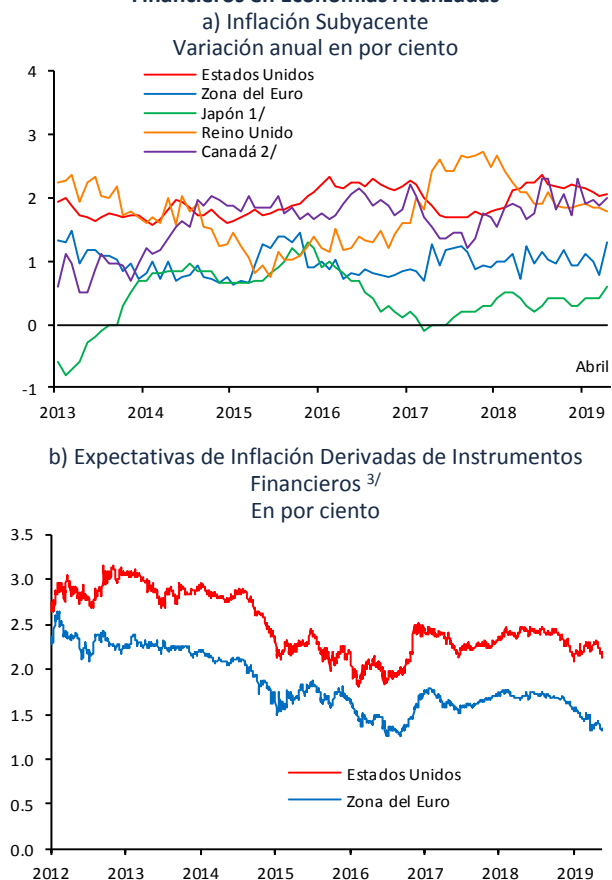
1/ En el caso del hierro se consideró como base el 22 de diciembre de 2011. El índice GSCI es un indicador de 24 materias primas elaborado por Goldman Sachs. En particular, el componente de metales industriales sigue los precios del aluminio, cobre, níquel, zinc y plomo.

Fuente: Bloomberg.

2.1.3. Tendencias de la Inflación en el Exterior

La inflación general en las principales economías avanzadas registró una ligera alza durante el periodo que cubre este Informe debido al aumento en los precios de la energía, aunque en la mayoría de los casos esta siguió ubicándose por debajo de la meta de sus bancos centrales. Además, en la mayoría de las economías avanzadas tanto la inflación subyacente, como las expectativas de inflación derivadas de instrumentos de mercado, se mantuvieron bajas, e incluso en varios casos disminuyeron, lo que sugiere que las presiones inflacionarias siguen estando contenidas (Gráfica 9a y 9b).

Gráfica 9
Inflación Subyacente y Expectativas Derivadas de Instrumentos Financieros en Economías Avanzadas



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

1/ Excluye alimentos frescos y energía, así como el efecto directo del incremento del impuesto al consumo.

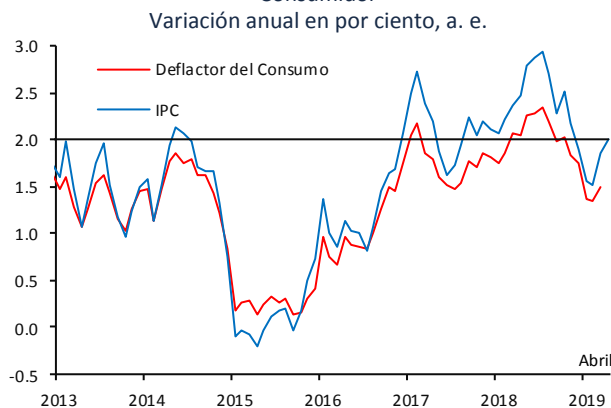
2/ Excluye alimentos, energía y el efecto de los cambios en impuestos indirectos (CPI-XFET).

3/ Inflación que se espera dentro de 5 años para los siguientes 5 años. Expectativas obtenidas de contratos de swaps en los que una contraparte se compromete a pagar una tasa fija a cambio de recibir un pago referenciado a la tasa de inflación durante un plazo determinado.

Fuente: BEA, Eurostat, Oficina de Estadísticas de Japón, Oficina Nacional de Estadísticas del Reino Unido, Banco de Canadá y J.P. Morgan.

En Estados Unidos, la inflación general, medida por el Índice de Precios al Consumidor, se ubicó cerca de 2% en abril debido al repunte en los precios de la gasolina, al tiempo que el componente subyacente se moderó, al pasar de 2.2% anual en diciembre a 2.1% en abril. Por su parte, el deflactor del gasto en consumo personal y su componente subyacente disminuyeron entre diciembre y marzo, al pasar de una variación anual de 1.8 a 1.5% y de 2 a 1.6%, respectivamente, ubicándose por debajo de la meta de la Reserva Federal (Gráfica 10). Dicha disminución estuvo asociada, en parte, a factores transitorios y cambios metodológicos que afectaron rubros importantes, tales como vestimenta y ciertos servicios financieros. En este contexto, las expectativas de inflación derivadas de instrumentos financieros se mantienen relativamente bajas.

Gráfica 10
Inflación al Consumidor en Estados Unidos
EUA: Deflactor del Gasto en Consumo Personal y Precios al Consumidor



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

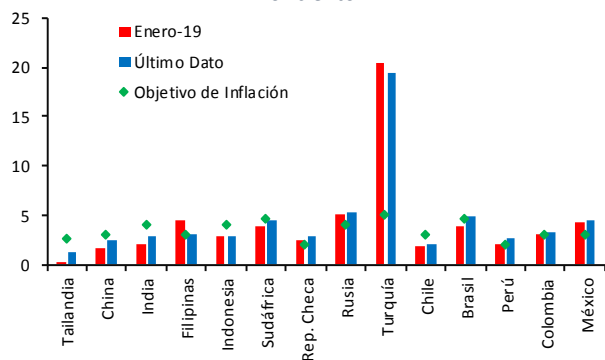
Fuente: BEA, BLS y Banco de la Reserva Federal de Cleveland.

En la zona del euro y Japón, la inflación subyacente y sus expectativas continuaron situándose muy por debajo de las metas de sus bancos centrales. Si bien en la zona del euro la inflación subyacente aumentó de una tasa anual de 0.9% en diciembre a 1.3% en abril, esto se debió, en gran parte, al efecto del cambio de mes de la Semana Santa entre 2018 y 2019 en los precios de paquetes turísticos en Alemania. A su vez, las expectativas de inflación provenientes de instrumentos financieros continuaron ubicándose significativamente por debajo del objetivo del banco central. Por su parte, en Japón, el indicador preferido por su banco central para la inflación subyacente al consumidor, que excluye alimentos frescos y energía, aumentó de 0.3 a 0.6% anual entre diciembre y abril,

como resultado de una mayor inflación en ciertos rubros particulares, destacando los seguros de autos de lujo, los servicios de alojamiento y los aparatos electrodomésticos. Otras medidas de inflación, al igual que las expectativas derivadas de instrumentos financieros, continuaron muy por debajo de la meta de ese banco central.

En las economías emergentes, si bien la inflación general mostró un ligero repunte hacia el final del periodo que cubre este Informe como resultado de los mayores precios de los alimentos y los energéticos, esta siguió ubicándose en muchos casos por debajo de la meta de sus respectivos bancos centrales (Gráfica 11).

Gráfica 11
Inflación en las Economías Emergentes
Inflación General Anual
Por ciento



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

Fuente: Haver Analytics.

2.1.4. Política Monetaria y Mercados Financieros Internacionales

En este entorno de creciente incertidumbre, de menores perspectivas de crecimiento y de aún moderadas presiones inflacionarias, los bancos centrales de las principales economías determinaron establecer una pausa en el proceso de normalización de su postura de política monetaria, al tiempo que se han fortalecido las expectativas de condiciones monetarias más laxas hacia adelante. Este cambio en la postura de la política monetaria ha intensificado el debate sobre la capacidad de los bancos centrales para implementar políticas monetarias más acomodaticias, en un contexto de bajas tasas de interés y elevados niveles de activos en sus hojas de balance.

En sus últimas reuniones, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales, destacando que ante los riesgos aún presentes en el entorno internacional, aunados a las perspectivas de continuo crecimiento de la economía, al sólido mercado laboral y a la debilidad de la inflación, se sigue requiriendo una postura cautelosa en su política monetaria. Ante la evidencia de que la economía se estaba desacelerando con respecto al sólido crecimiento observado en 2018 y que la inflación se mantenía, hasta ese momento, cerca de su meta de mediano plazo, en su reunión de marzo la Reserva Federal ajustó a la baja sus perspectivas de crecimiento e inflación y reiteró su mensaje de que será paciente para realizar cambios en el rango de su tasa objetivo. Mientras tanto, la trayectoria para la tasa de fondos federales implícita en la mediana de los pronósticos de los miembros del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) pasó de dos incrementos a ninguno para 2019, al tiempo que se mantuvo la expectativa de un alza de 25 puntos base para 2020. En la reunión de mayo, la Reserva Federal señaló que si bien el crecimiento del PIB del primer trimestre fue mayor a lo anticipado, el gasto en consumo privado y la inversión fija bruta se desaceleraron. En las minutas de esa reunión, se reafirmó que la Reserva Federal se mantendrá paciente aun cuando las condiciones económicas y financieras continúen mejorando, particularmente en un entorno de crecimiento económico moderado y bajas presiones de inflación. Por otra parte, aunque recientemente muchos de sus miembros han externado su preocupación por la baja inflación, el Presidente de esa Institución caracterizó la reciente disminución de este indicador como aparentemente transitoria, por lo que consideró que la postura de política monetaria actual continúa siendo apropiada. Aunado a lo anterior, durante el periodo que se reporta, la Reserva Federal anunció una disminución en el ritmo de reducción de su tenencia de bonos a partir de mayo y la conclusión de dicho proceso en septiembre de 2019.

Durante el periodo que cubre este Informe, el Banco Central Europeo (BCE), mantuvo sin cambio sus tasas de referencia en 0% y la tasa de depósitos y préstamos en -0.4 y 0.25%, respectivamente. No obstante, modificó su guía futura, indicando que las tasas de referencia se mantendrán en los niveles

actuales por lo menos hasta finales de 2019. Además, en su reunión de marzo anunció un nuevo programa de operaciones de financiamiento a largo plazo con la finalidad de garantizar condiciones de crédito favorables y una mejor transmisión de su política monetaria. Adicionalmente, esa Institución confirmó sus planes de reinvertir los vencimientos de los activos de su balance por un largo periodo y hasta después de que haya iniciado el proceso de alza en sus tasas de referencia.

Cabe destacar que esta pausa en el proceso de normalización de la política monetaria del BCE está teniendo lugar en una etapa temprana de dicho proceso. Lo anterior ha generado incertidumbre sobre el margen de maniobra para implementar estímulos monetarios adicionales en un entorno de mayor debilidad económica y una inflación que se ha mantenido persistentemente por debajo de su objetivo. A esta dificultad en la conducción de la política monetaria en la zona del euro se suman las preocupaciones sobre los efectos de un periodo prolongado de tasas de interés bajas o incluso negativas en la estabilidad financiera y la rentabilidad bancaria. En este entorno, el BCE ha reiterado que cuenta con suficientes instrumentos para alcanzar sus objetivos, al tiempo que ha señalado que se analizará la necesidad de medidas para mitigar los efectos adversos que las tasas de interés negativas pudieran tener en la intermediación bancaria.

Por su parte, en sus últimas reuniones, el Banco de Japón mantuvo sin cambio su tasa de referencia de corto plazo en -0.1% y la de largo plazo, ligada al bono de 10 años, en 0%, y reafirmó que mantendrá una política altamente acomodaticia. En su reunión de abril, ese Banco Central modificó su guía futura de tasa de interés, señalando que no alcanzará su meta de inflación de 2.0% al menos hasta marzo de 2022 y que mantendrá las tasas de interés de corto y largo plazo en niveles extremadamente bajos al menos hasta la primavera de 2020.

El Banco de Canadá mantuvo la tasa de referencia sin cambio en 1.75% en sus últimas reuniones. En su reunión de abril, esa Institución destacó que la actividad económica se ha debilitado más de lo que había anticipado en enero. Esto como consecuencia del impacto de la caída en los precios del petróleo observada en 2018, del efecto de la incertidumbre en

torno a la política comercial en sus exportaciones y en la inversión, del debilitamiento del sector inmobiliario y de los ajustes fiscales en ciertas provincias. El Banco de Canadá modificó su lenguaje respecto de la trayectoria esperada de la tasa de referencia, al señalar que las condiciones actuales apuntan a que la tasa objetivo se mantendrá por debajo de su nivel neutral, cuya estimación revisó a la baja en 25 puntos base respecto a sus proyecciones previas. Finalmente, destacó que se mantendrá vigilante de la evolución del gasto de los hogares, el mercado petrolero y las políticas comerciales a nivel global.

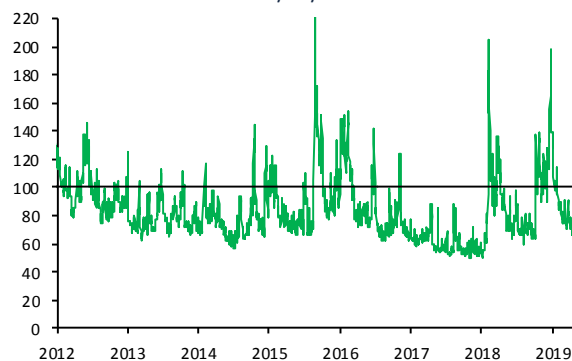
El Banco de Inglaterra mantuvo su tasa de interés de referencia en 0.75% en sus últimas reuniones. El Comité de Política Monetaria indicó que el desempeño de la actividad económica en el primer trimestre ha sido mejor al que esa Institución había anticipado. Esto ha sido resultado de la fortaleza del consumo y la mayor acumulación de inventarios, lo que parece haber contrarrestado la debilidad de la inversión fija derivada de la mayor incertidumbre sobre el proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea. En su último reporte de inflación, esa Institución elevó sus proyecciones de crecimiento para 2019, de 1.2 a 1.5%; para 2020, de 1.5 a 1.6%; y para 2021, de 1.9 a 2.0%, debido, en gran parte, a la expectativa de condiciones financieras menos restrictivas. Respecto a su política monetaria, dicho Instituto Central reiteró que, aunque la postura más apropiada sigue siendo la de un alza gradual y limitada en la tasa de interés de referencia, esta se ajustará en la dirección que se requiera. En particular, destacó que ello dependerá de las condiciones de salida del Reino Unido de la Unión Europea y de su impacto en la oferta y demanda agregada, así como en el tipo de cambio. En este sentido, estimó que la tasa de interés avanzaría gradualmente hacia un nivel de 1% en el segundo trimestre de 2022, reflejando un ritmo de apretamiento más lento que lo proyectado en febrero, en congruencia con su estimación de una mayor holgura en la utilización de recursos y de un menor crecimiento global.

En un escenario en el que la inflación en la mayoría de las economías emergentes siguió ubicándose cerca o por debajo del objetivo de sus bancos centrales, la mayoría de estos se abstuvieron de modificar su postura de política monetaria, aunque

con ciertas excepciones. En el caso de China, su Banco Central adoptó medidas para relajar las condiciones financieras, reduciendo los requerimientos de reservas a las instituciones bancarias e inyectando liquidez a través de operaciones de mercado abierto. Por otro lado, los bancos centrales de India y Malasia relajaron su política monetaria, mientras que los de República Checa y Chile adoptaron una postura más restrictiva.

Ante este contexto, las condiciones financieras globales mejoraron y la demanda por activos aumentó durante la mayor parte del periodo que se reporta. Lo anterior fue influido por el fortalecimiento de la expectativa de una política monetaria en las principales economías avanzadas más acomodaticia, por el optimismo que prevalecía sobre un posible acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, y por la moderación de algunos otros factores de riesgo que habían estado generando volatilidad en los mercados financieros. En particular, las medidas fiscales y monetarias anunciadas por parte de las autoridades de China y sus efectos sobre la producción industrial, las ventas al menudeo y la inversión fija de dicha economía, disminuyeron las preocupaciones respecto de una desaceleración pronunciada de esa economía. Además, la postergación de la fecha de salida del Reino Unido de la Unión Europea redujo el temor sobre un deterioro económico de ambas regiones en el corto plazo, si bien persisten riesgos. Así, algunas medidas sobre el nivel de incertidumbre entre los inversionistas, tales como el índice VIX, regresaron a su promedio de largo plazo luego de haber repuntado significativamente al inicio del año (Gráfica 12).

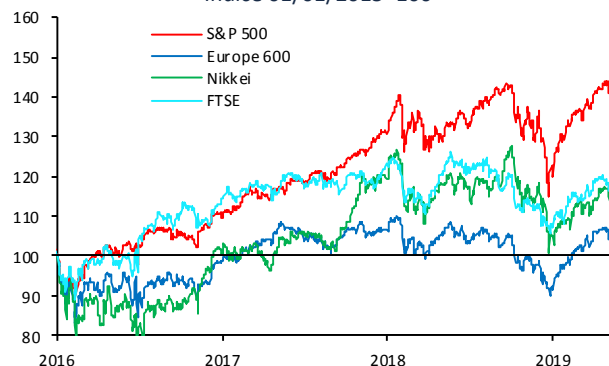
Gráfica 12
Mercados Financieros Internacionales
Índice VIX ^{1/}
Índice 01/01/2007=100



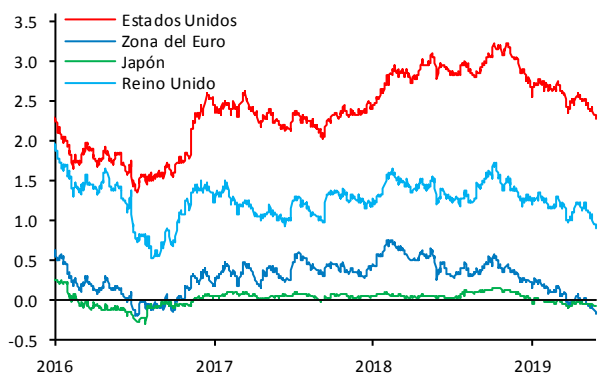
1/ El índice VIX es un indicador ponderado que mide la volatilidad implícita en el mercado de opciones para el S&P 500.
Fuente: Bloomberg.

En este contexto, la mayoría de los índices accionarios aumentaron durante la mayor parte del periodo que cubre este Informe, revirtiendo buena parte de las pérdidas experimentadas durante el cuarto trimestre del año pasado (Gráfica 13a). En particular, algunos índices de Estados Unidos registraron niveles históricamente elevados. No obstante, el agravamiento en las tensiones comerciales observado en mayo contribuyó a una reducción en los referidos mercados accionarios. Por su parte, el dólar registró una apreciación moderada, las tasas de interés de los bonos gubernamentales disminuyeron, los diferenciales de los bonos corporativos se estrecharon y las medidas de volatilidad disminuyeron (Gráfica 13b).

Gráfica 13
Mercados Financieros en Economías Avanzadas
a) Mercados Accionarios
Índice 01/01/2015=100



b) Rendimiento de los Bonos a 10 años
Por ciento

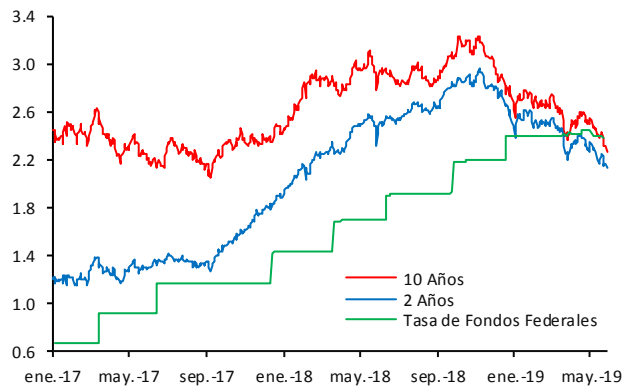


Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, entre enero y marzo las tasas de interés disminuyeron y la curva de rendimientos se invirtió ante la postura acomodaticia de la Reserva Federal y el temor de un debilitamiento de la economía mayor al anticipado (Gráfica 14). Si bien dicho fenómeno se revirtió en abril ante la publicación de datos económicos relativamente más favorables, esta volvió a invertirse en mayo a medida que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se vieron reflejadas nuevamente en un deterioro en las perspectivas económicas. En el pasado, la inversión de la curva de rendimiento ha sido utilizada como un indicador de posibles periodos recesivos en ese país en la medida en que reflejaba la expectativa de una reducción importante de las tasas de interés de corto plazo en el futuro. Es decir, si bien la curva de rendimientos proporciona información sobre la actividad económica futura, la señal asociada con una reducción de las tasas de interés de mayor plazo que, a su vez, conduzca a una inversión de dicha curva, es influida por el nivel de la prima por plazo y por las expectativas para la tasa de interés de corto plazo.² Así, mientras más elevada sea la prima referida, se requerirían de mayores reducciones en las expectativas de la tasa de interés de corto plazo para que la pendiente de la curva de rendimientos se torne negativa, lo que en efecto sugeriría el riesgo de una recesión. Sin embargo, en un contexto como el actual en Estados Unidos, en el que la prima por plazo se ubica en niveles históricamente bajos, la curva de rendimientos puede invertirse con un ajuste menor

en las tasas de interés de corto plazo esperadas, por lo que una pendiente negativa podría sugerir una desaceleración económica y no necesariamente una recesión.³

Gráfica 14
Tasas de Interés en Estados Unidos
Por ciento



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

En este escenario, en el que se habían mitigado algunos de los riesgos para la economía global, durante el primer trimestre de 2019 los inversionistas mostraron un mayor apetito por riesgo respecto al trimestre previo (Gráfica 15). Ello se tradujo en un aumento en los flujos de capital hacia las economías emergentes, así como en un repunte casi generalizado en el precio de sus activos financieros entre enero y abril, tendencia que se revirtió parcialmente en mayo (Gráficas 16 y 17). Los activos financieros de países como Argentina y Turquía registraron, nuevamente, fuertes caídas debido al incremento en la incertidumbre económica y política.

Los mercados financieros internacionales volvieron a registrar volatilidad y un menor apetito por riesgo en mayo, al intensificarse nuevamente las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. En particular, el gobierno de Estados Unidos anunció que incrementaría a partir del 10 de mayo los aranceles de 10 a 25% sobre 200 mil millones de dólares de importaciones provenientes de China y que impondría en el corto plazo un arancel de 25% al resto de las importaciones de ese país. En respuesta, China anunció que a partir de junio elevará los

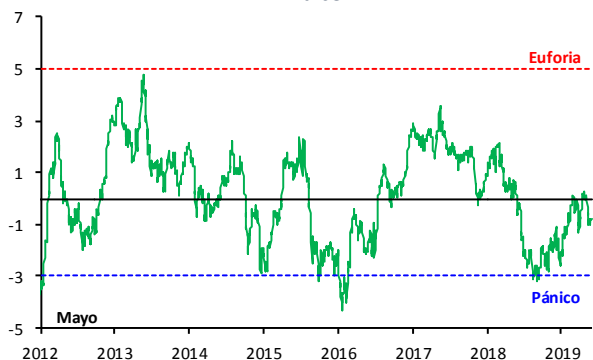
² Las tasas de interés de largo plazo pueden descomponerse en la expectativa para la tasa de interés de corto plazo y en una prima por plazo.

³ Varios miembros de la Reserva Federal han señalado que la baja prima por plazo incorporada en las tasas de interés de largo plazo, en parte

atribuible a las compras de activos por parte de dicho Instituto Central, ha generado que la inversión de la curva de rendimientos sea menos confiable como indicador de actividad económica futura.

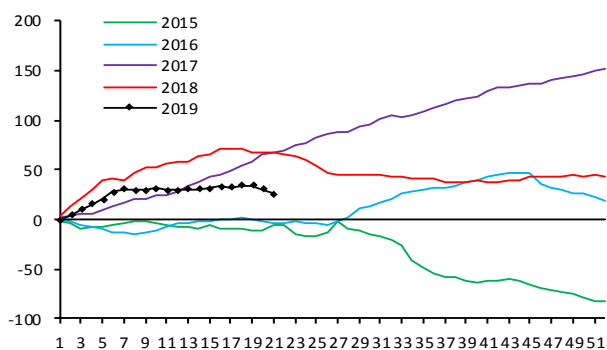
aranceles de un rango de entre 5 y 10% a uno de entre 5 y 25% sobre 60 mil millones de dólares de importaciones provenientes de Estados Unidos. Lo anterior se reflejó en caídas en la mayoría de los índices accionarios, en un fortalecimiento del dólar frente a la mayoría de las divisas avanzadas y emergentes y en un repunte en la prima por riesgo de las economías emergentes.

Gráfica 15
Índice de Apetito por Riesgo
Índice



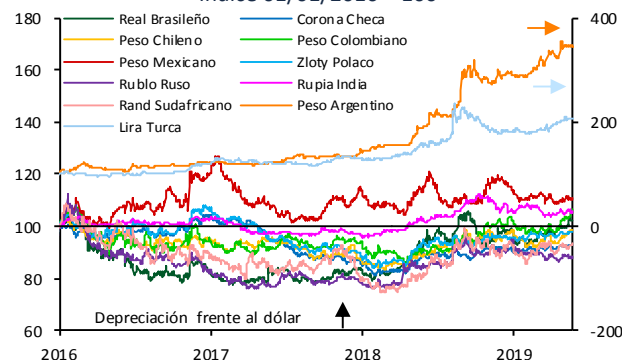
Nota: El índice de apetito por riesgo compara diversos activos financieros, tomando en consideración que en periodos de elevado apetito por activos de mayor riesgo, tales como acciones de economías avanzadas y emergentes, estos tienden a registrar elevados rendimientos, mientras que activos seguros,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

Gráfica 16
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Economías Emergentes por Semanas del Año
En miles de millones de dólares



Nota: La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera, así como variaciones en el tipo de cambio.
Fuente: Emerging Portfolio Fund Research (EPFR).

Gráfica 17
Tipo de Cambio
Índice 01/01/2016 = 100



Fuente: Bloomberg.

En virtud de lo anterior, si bien algunos de los riesgos para el panorama mundial han disminuido durante el periodo que cubre este Informe, estos continúan sesgados a la baja, destacando:

- i. Un escenario en el que se agraven las disputas comerciales entre Estados Unidos y China o que estas se extiendan a otras regiones. En particular, que la reciente imposición de medidas arancelarias adicionales por parte de Estados Unidos y China provoque un mayor deterioro en la confianza de los negocios, así como una caída más marcada de la inversión y del comercio mundial.
- ii. Un menor crecimiento de algunas de las principales economías con respecto a lo esperado, como podría ser el caso de Estados Unidos, la zona del euro y China, al expirar algunos de los estímulos fiscales o prolongarse algunos de los factores transitorios que han afectado a algunos de estos países.
- iii. Un deterioro adicional en los balances macroeconómicos de algunas economías, en particular en aquellas con altos niveles de endeudamiento público y privado, lo que pudiera acentuarse ante el entorno de menor crecimiento global. Lo anterior, además de plantear retos para la estabilidad del sistema financiero global, representa un riesgo para el crecimiento de diversas economías al reducir su espacio fiscal para implementar medidas contracíclicas.
- iv. La implementación de políticas que pongan en riesgo la estabilidad macroeconómica y el

crecimiento a largo plazo de diversos países, por ejemplo, mediante el impulso de medidas fiscales insostenibles o un relajamiento excesivo en las condiciones de financiamiento.

- v. Un escalamiento de factores de riesgo geopolíticos e idiosincrásicos que pudiera generar nuevos episodios de volatilidad financiera. En particular, persiste la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, un deterioro en las relaciones de Estados Unidos con países como Irán, y un recrudecimiento de los conflictos geopolíticos en el Medio Oriente, Asia del Este y algunos países de América Latina.

Ante la intensificación de algunos de estos factores de riesgo, un mayor deterioro en la confianza de los inversionistas podría generar nuevos episodios de apretamiento de las condiciones financieras globales, agravando aún más los elevados niveles de endeudamiento público y privado de economías avanzadas y emergentes.

2.2. Evolución de la Economía Mexicana

2.2.1. Actividad Económica

En el primer trimestre de 2019, la actividad económica en México mostró una contracción respecto del trimestre previo, acentuándose así la debilidad observada a finales de 2018. Dicho comportamiento se puede atribuir tanto a la moderación del crecimiento de la economía global, como a una mayor debilidad de la demanda interna, amplificada esta última por algunos factores de carácter transitorio que se presentaron en diversos momentos del periodo que se reporta, tales como los problemas de distribución de gasolinas, los bloqueos a las vías férreas en Michoacán y los conflictos laborales en Matamoros. En particular, las exportaciones manufactureras siguieron registrando una desaceleración en el primer trimestre del año en curso, al tiempo que, no obstante el repunte que la inversión presentó en enero de 2019 como resultado únicamente del desempeño de algunos componentes, se espera que en general en el resto del trimestre esta haya continuado exhibiendo atonía. Asimismo, desde finales de 2018 e inicios de 2019 el consumo privado ha mostrado un menor ritmo de crecimiento, reflejando tanto la

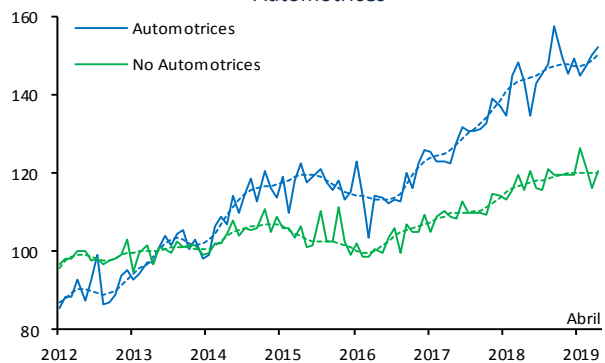
desaceleración del consumo de servicios, como la debilidad del consumo de bienes.

Profundizando en el desempeño de la demanda externa, en un entorno de pérdida de dinamismo del comercio mundial y de persistencia de tensiones comerciales, en el periodo enero - marzo de 2019 las exportaciones manufactureras del país continuaron exhibiendo una desaceleración. En particular, este comportamiento se debió a un nuevo retroceso trimestral en los envíos automotrices, así como al estancamiento que siguieron presentando el resto de las exportaciones manufactureras (Gráfica 18a). Por destino de las exportaciones, tanto las dirigidas a Estados Unidos, como las canalizadas al resto del mundo, siguieron registrando atonía (Gráfica 18b). En este contexto, en el Recuadro 2 se muestra que, si bien las disputas comerciales entre China y Estados Unidos parecen haber influido en una mayor participación de México en las importaciones de Estados Unidos, el avance reciente no solo se explica por los mayores aranceles que China enfrenta en el mercado de Estados Unidos, sino que también es atribuible a una tendencia previa al alza en esta participación, posiblemente asociada a la depreciación del tipo de cambio real que se ha observado, independientemente de los mayores aranceles que enfrentó ese país a partir del año pasado.

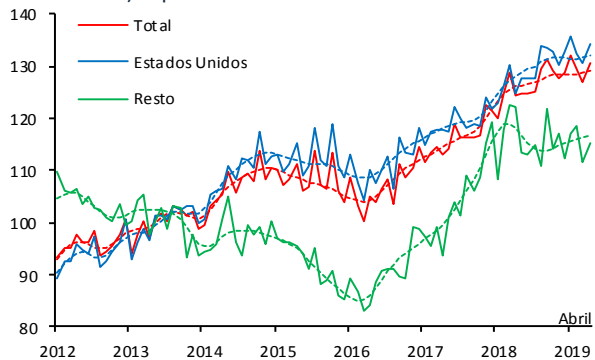
Por su parte, en el primer trimestre del año en curso las exportaciones petroleras mostraron un avance respecto del trimestre previo. Ello reflejó una recuperación en la plataforma de crudo de exportación, toda vez que el precio promedio de la mezcla mexicana se redujo con relación al trimestre anterior (Gráfica 18c).

Gráfica 18
Exportaciones de México
Índice 2013=100, a. e.

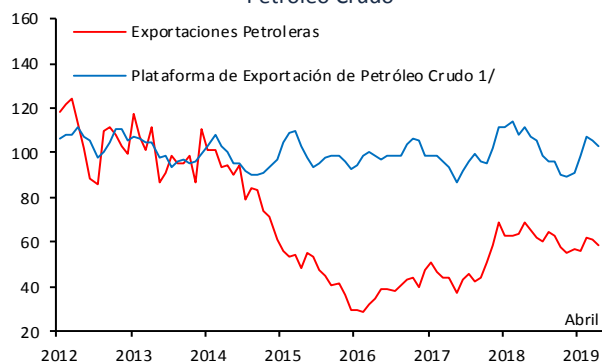
a) Exportaciones Manufactureras Automotrices y No Automotrices



b) Exportaciones Manufactureras Totales



c) Exportaciones Petroleras y Plataforma de Exportación de Petróleo Crudo



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

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

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

Recuadro 2. Efecto de las Medidas Arancelarias Establecidas por Estados Unidos a China en la Participación de México en las Importaciones Estadounidenses

1. Introducción

En un entorno caracterizado por un menor dinamismo de la actividad económica mundial, el escalamiento de las tensiones comerciales bilaterales entre Estados Unidos y diversos países ha tenido repercusiones sobre los patrones de comercio internacional. La disputa comercial entre EE. UU. y China ha sido la más activa y la de mayor potencial para afectar los patrones comerciales actuales.¹ Al respecto, dado que México y China compiten de manera importante en el mercado estadounidense en una amplia gama de bienes, podría cuestionarse si, como resultado de la desviación del comercio ocasionada por los mayores aranceles a China, México pudiera llegar a ser uno de los países que aumentasen su participación en las importaciones de EE. UU.

Este Recuadro analiza la evolución reciente de la participación de México en las importaciones de EE. UU. y muestra, por una parte, que su mayor participación en meses recientes hasta ahora se puede explicar, en cierto grado, a partir de tendencias que preceden la imposición de aranceles por parte de EE. UU. a China. En particular, la menor disponibilidad de recursos financieros externos y el deterioro de la balanza comercial petrolera en México requirió una considerable depreciación del tipo de cambio real, la cual indujo un ajuste en las cuentas externas del país e impulsó las exportaciones manufactureras mexicanas, induciendo un aumento en su participación en los mercados de exportación. En este contexto, es posible que no toda la ganancia de participación que ha tenido México en el mercado de EE. UU. debiese ser atribuida a las tensiones comerciales e imposición de mayores aranceles a China. En efecto, en este Recuadro se presentan diversos ejercicios que sugieren que la ganancia en participación de México está asociada en parte con mayores participaciones en productos en los que, independientemente de los aranceles adicionales, China no tiene presencia en el mercado estadounidense. Así, si bien la imposición de aranceles más elevados a China por parte de EE. UU. explica, en parte, la mayor participación de México, la ganancia total no es completamente atribuible a dicha medida comercial. Cabe señalar que, hacia delante, la persistencia de las medidas arancelarias o la imposición de nuevas medidas podrían dar lugar a que se presente un efecto más notorio sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU.

¹ Además de los aranceles impuestos a China, durante 2018 Estados Unidos estableció aranceles adicionales de entre 10 y 50 puntos porcentuales a diversos productos importados de diferentes países, entre los que se incluyen lavadoras, paneles solares, aluminio y acero, que, considerando los aranceles adicionales a China, afectaron aproximadamente 303 mil millones de dólares de las importaciones de Estados Unidos, de acuerdo con cifras calculadas por Fajgelbaum et al. (2019). Si bien México también enfrentó aranceles adicionales por parte de EE. UU. para ciertos productos, y adoptó medidas compensatorias equivalentes, la dimensión de esta disputa en términos del valor comercializado y del número de productos afectados es reducida en comparación con el caso de la disputa entre EE.UU. y China (Ver P. D. Fajgelbaum, P.K. Goldberg, P.J. Kennedy & A.K.

2. Efecto de las Medidas Arancelarias sobre las Participaciones de Distintos Países en las Importaciones de Estados Unidos

Entre julio y septiembre de 2018, EE. UU. estableció aranceles adicionales a la importación de bienes provenientes de China como parte de las acciones que emprendió tras alegar, mediante una investigación realizada por la Oficina del Representante de Comercio de los Estados Unidos (USTR, por sus siglas en inglés), que las políticas del gobierno de China relacionadas con la transferencia de tecnología, propiedad intelectual e innovación constituían prácticas comerciales desleales que restringían el comercio de EE. UU. Los aranceles adicionales para productos chinos se implementaron en tres listas, con un aumento de 25 puntos porcentuales (p.p.) superiores a los que prevalecían en 2017 para los bienes de las dos primeras listas y de 10 p.p. para los de la tercera lista (Cuadro 1).^{2,3}

Cuadro 1
Medidas Arancelarias Adicionales de EE. UU. a China

Número de lista	Inicio de las medidas arancelarias	Número de Fracciones	Δ de las tarifas en p.p.	Miles de millones de dólares ^{1/}
Lista 1	6 de julio de 2018	818	25	34
Lista 2	23 de agosto de 2018	279	25	16
Lista 3	24 de septiembre de 2018	5,745	10	200

^{1/} Se refiere a un valor anual comercial calculado por la Oficina del Representante de Comercio de EE. UU. para 2018 (USTR).

Fuente: Banco de México con información del USTR.

El Cuadro 2 y las Gráficas 1 y 2 proporcionan información sobre el cambio en las participaciones dentro de las importaciones de EE. UU. a nivel agregado para China, México y el resto del mundo a partir de la imposición de mayores aranceles a China. Si bien México se encuentra entre los países que individualmente más han incrementado su participación en el agregado después de la entrada en vigor de dichas medidas, hay que señalar que desde hace varios años la participación de México ha ido en ascenso y que, además, la ganancia que México ha tenido en los últimos meses (respecto del mismo periodo del año anterior) ha sido sustancialmente menor a la pérdida observada en la participación de China.⁴ En efecto, la participación de China ha disminuido en más de tres p.p., en tanto que el aumento de la de México ha sido menor a 0.7 p.p.

Khandelwal (2019). "The Return to Protectionism", NBER Working Papers 25638, National Bureau of Economic Research).

² Cabe notar que China respondió en represalia imponiendo aranceles a diversos productos estadounidenses, incluidos la soya y los automóviles.

³ El 10 de mayo de 2019 entró en vigor un aumento adicional de 15 p.p. para los bienes de la tercera lista, al cual China respondió con incrementos arancelarios que entrarían en efecto a partir de junio de 2019 de entre 5 y 25 p.p. a importaciones de Estados Unidos que comprenden alrededor de 60 mil millones de dólares.

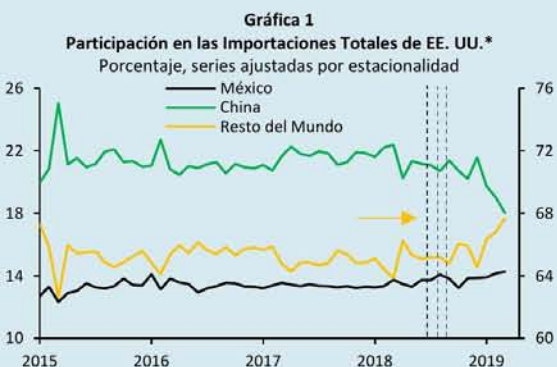
⁴ Con cifras originales, las cuales están sujetas a un alto grado de estacionalidad, en marzo de 2019 la participación de México en las importaciones de EE. UU. superó

y el del resto del mundo, distribuida entre diversos países, ha sido cercana a 2.5 p.p.

Cuadro 2
Participación de México y China en las Importaciones Totales de EE. UU.
Porcentaje, series ajustadas por estacionalidad

	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Mar	
						2018	2019
México	12.55	13.18	13.44	13.36	13.63	13.46	14.11
China	19.87	21.54	21.09	21.60	21.22	22.08	18.93
Resto del Mundo	67.58	65.28	65.47	65.04	65.15	64.47	66.96

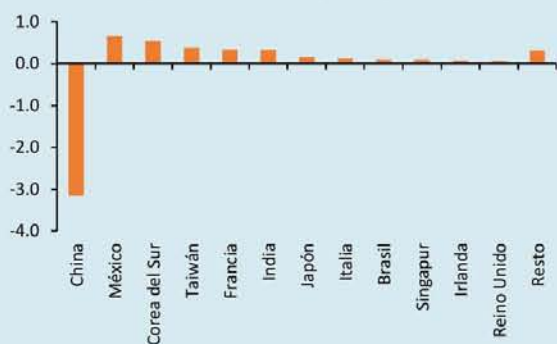
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.



*Las líneas punteadas indican los meses en los que comenzaron las medidas arancelarias por parte de EE. UU. hacia China: julio, agosto y septiembre de 2018 para las Listas 1, 2 y 3, respectivamente.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 2
Cambio en la Participación dentro de las Importaciones Totales de EE. UU.
Enero – Marzo 2019 vs. Enero – Marzo 2018
Puntos porcentuales, series ajustadas por estacionalidad



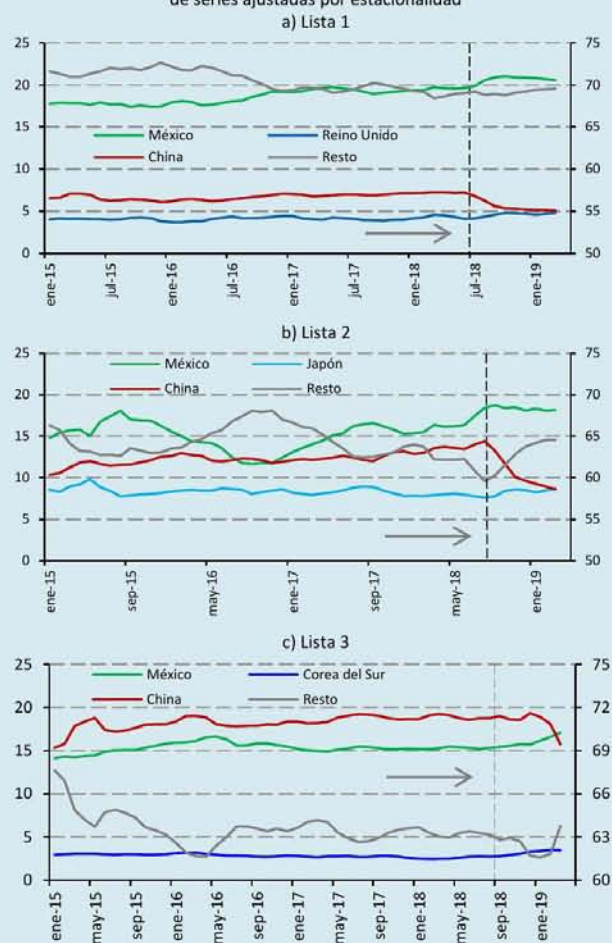
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

En el caso de los bienes en los que China está sujeta a mayores aranceles, se podría esperar una recomposición de la participación de los diferentes países que ofrecen esos bienes. En efecto, en los bienes de las tres listas se han registrado descensos en la participación de China (Gráfica 3). En el caso de los bienes incluidos en la lista 1, México ha mostrado únicamente un incremento marginal en su participación, además de que ya venía mostrando una tendencia al alza desde tiempo atrás. De forma similar, la participación de México en

a la de China. Sin embargo, las cifras ajustadas por estacionalidad que se reportan en este Recuadro indican que la participación de México continúa siendo inferior a la de China.

los bienes de la lista 2 venía en aumento cuando menos desde finales de 2017 y, por el contrario, si bien ha mantenido un nivel relativamente elevado, no ha mostrado mayor participación desde la entrada en vigor de los mayores aranceles a China. En contraste, la participación de México en los bienes de la lista 3 se ha incrementado a partir de la imposición de aranceles adicionales a China en estos bienes, aunque su crecimiento ha sido menor que la pérdida de participación mostrada por China.

Gráfica 3
Importaciones de EE. UU. de Productos Sujetos a Mayores Aranceles a China*
Participaciones (%); promedio móvil de 3 meses de series ajustadas por estacionalidad



*Las líneas punteadas indican el mes en el que comenzaron las medidas arancelarias adicionales para cada una de las listas.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Profundizando en el comportamiento de la participación de China en las importaciones de EE. UU., la Gráfica 4 muestra el cambio acumulado de participación de ese país distinguiendo entre los bienes sujetos a un mayor arancel y el resto, respecto

de un periodo inicial de referencia.⁵ Se aprecia que el efecto acumulado a marzo de 2019 ha sido negativo y explicado casi en su totalidad por una menor participación en aquellos bienes sujetos a mayores aranceles. La Gráfica 5 presenta el mismo ejercicio para el caso de México. En este caso, se observa un efecto neto positivo a marzo de 2019, resultado de una mayor participación en aquellos bienes en los que China enfrenta mayores aranceles, si bien de magnitud menor a la pérdida reportada para China, y de una menor participación en el resto de productos.

Gráfica 4
Cambio Acumulado de la Participación de China en las Importaciones Totales de EE. UU.

Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018



Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 5
Cambio Acumulado de la Participación de México en las Importaciones Totales de EE. UU.

Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018



Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

El análisis de los posibles efectos de los mayores aranceles a China sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU. debe considerar que en las listas de productos se incluyeron bienes en los cuales China tenía una participación previa nula o, como en el caso del petróleo crudo, prácticamente de cero.⁶ Algunos de estos son productos en los que, a su vez, México podría haber tenido una participación cada vez más importante independientemente de los mayores aranceles impuestos a China. Con el fin de controlar por este

⁵ Para evitar efectos estacionales, para esta comparación se utiliza la participación promedio en el periodo julio 2017–junio 2018, es decir, los doce meses previos a la implementación de la primera lista con aranceles adicionales.

⁶ La participación de China en las importaciones de petróleo crudo fue de 0.00002% en 2017.

posible efecto, la Gráfica 6 muestra el cambio de participación de México en los bienes en los que China está sujeta a mayor arancel respecto del mismo periodo inicial de referencia de los ejercicios anteriores, pero excluyendo el petróleo crudo y aquellos productos en los que ese país tuvo una participación nula en las importaciones de EE. UU. en 2017.⁷ En esta canasta, la pérdida de participación de China en los bienes en los que enfrenta mayores aranceles es de 0.8 p.p. (Gráfica 6), en tanto que la ganancia en participación de México en esos mismos bienes es de 0.27 p.p. (Gráfica 7).⁸ Así, la ganancia de participación que México ha tenido en el total se explica en buena medida por una mayor participación en bienes en los que China no tiene presencia en el mercado estadounidense, por lo que no refleja desviación de comercio en favor de México a raíz de los mayores aranceles a China.

Gráfica 6
Cambio Acumulado de la Participación de China en Importaciones de EE. UU. Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*

Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018

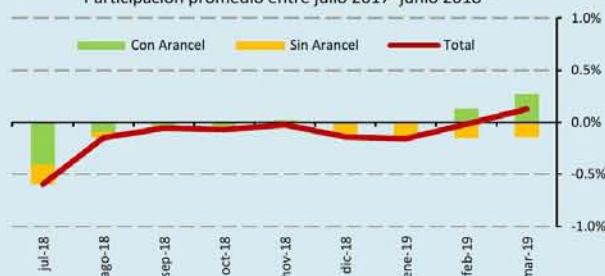


* Se excluyen las subpartidas donde China tuvo una participación nula en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo. La participación de China en las importaciones de Petróleo Crudo de Estados Unidos en 2017 fue de 0.00002%.

Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 7
Cambio Acumulado de la Participación de México en Importaciones de EE. UU. Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*

Participación promedio al periodo indicado vs. Participación promedio entre julio 2017–junio 2018*



* Se excluyen las subpartidas donde China tuvo una participación nula en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo. La participación de China en las importaciones de Petróleo Crudo de Estados Unidos en 2017 fue de 0.00002%.

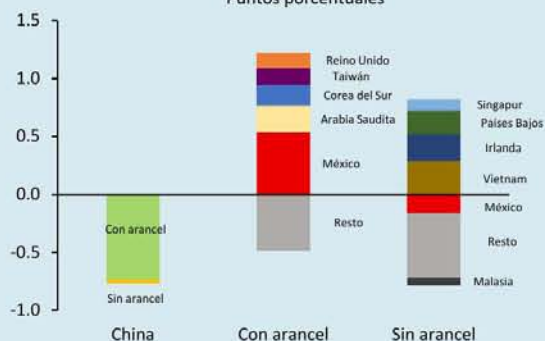
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

⁷ Es decir, se excluyen los productos en los que China no tuvo participación en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo.

⁸ Cabe señalar que bajo un criterio que además excluye aquellos bienes en los que China tuvo una participación menor a 0.05% en 2017, el incremento acumulado de la participación de México en los bienes sujetos a mayor arancel disminuye a 0.1 p.p., toda vez que quedan excluidas las varias subpartidas de vehículos ligeros.

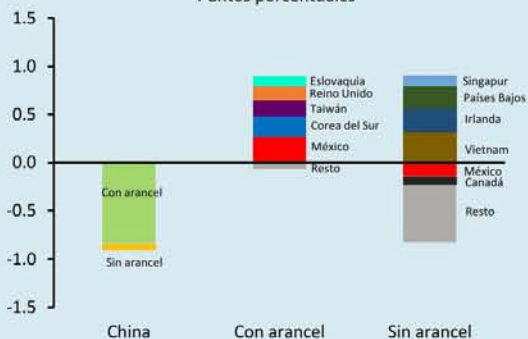
Ello, a su vez, tiene implicaciones sobre la comparación relativa de los cambios de participación de diversos países. La Gráfica 8 muestra los cambios en participación para diversos países para el total de las importaciones de EE. UU., en tanto que la Gráfica 9 presenta los cambios en participación bajo el ajuste descrito. Al considerar la totalidad de las importaciones de EE. UU., México aparece como el país con mayor incremento en su participación para el periodo analizado, por delante de las ganancias de países como Arabia Saudita y Corea del Sur. Una vez que se excluyen el petróleo crudo y los bienes en los que China no tuvo participación en 2017, si bien México se mantiene como el país con mayor aumento de participación, esta es, como ya se mencionó, más reducida, y similar a la obtenida por Corea del Sur.

Gráfica 8
Cambio en la Participación dentro de las Importaciones Totales de EE. UU.
Julio 2018 – Marzo 2019 vs. Julio 2017 – Junio 2018
Puntos porcentuales



Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Gráfica 9
Cambio en la Participación dentro de las Importaciones de EE. UU.
Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*
Julio 2018 – Marzo 2019 vs. Julio 2017 – Junio 2018*
Puntos porcentuales



* Se excluyen las subpartidas donde China tuvo una participación nula en 2017, así como las importaciones de petróleo crudo. La participación de China en las importaciones de Petróleo Crudo de Estados Unidos en 2017 fue de 0.00002%.
Fuente: Banco de México con información del Departamento de Comercio de EE. UU.

Así, distinguir entre aquellos bienes en los que China tiene presencia en EE. UU. y en aquellos en los que no la tiene es importante para poner en un contexto más pertinente el análisis del posible efecto que los mayores aranceles a China han tenido sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU.

Un ejercicio alternativo que revisa a mayor detalle el comportamiento de las exportaciones de México para cada una de las 6,842 fracciones en las que China está sujeta a un mayor arancel, sin ninguna exclusión, arroja resultados similares. En particular, solo en un 38% de las fracciones se observó tanto una pérdida de participación de China, como una mayor participación de México. En la mitad de ellas México mostró una ganancia superior a la pérdida de China y en la otra mitad el aumento de México fue menor a la pérdida de China. Suponiendo 1) que en el primer caso la ganancia máxima por el efecto de arancel es igual a la pérdida de China y 2) que en el segundo caso toda la ganancia de México se debió al efecto del arancel, se estima que la imposición de mayores aranceles a China explicarían 0.18 p.p. de la mayor participación de México en las importaciones totales de Estados Unidos (0.13 p.p. del primer efecto y 0.05 p.p. del segundo).

3. Análisis del Comportamiento de las Importaciones Estadounidenses Provenientes de México

Para complementar los resultados anteriores, se presenta una estimación de la descomposición de los cambios en la participación de México en un efecto “competitividad”, un efecto “preferencias” y su interacción.⁹ En particular, el cambio en la participación de un país *c* dentro de las importaciones de un país *j* entre dos periodos se puede descomponer de la siguiente manera:¹⁰

$$\Delta MS_t^c = \underbrace{\sum_{k=1}^K sh_{t-1}^k + \Delta MS_t^{c,k}}_{\text{Efecto Competitividad}} + \underbrace{\sum_{k=1}^K \Delta sh_t^k + MS_{t-1}^{c,k}}_{\text{Efecto Preferencias}} + \underbrace{\sum_{k=1}^K \Delta sh_t^k + \Delta MS_t^{c,k}}_{\text{Efecto Interacción}}$$

Donde:

- sh_t^k : Participación del bien *k* en las importaciones totales del país *j*.
- $MS_t^{c,k}$: Participación de un país *c* en el total de las importaciones del país *j* del bien *k*.

El efecto “competitividad” captura los cambios en la participación de mercado de un país *c* en las importaciones de un bien *k* por parte del país *j*, manteniendo la demanda por el bien *k* constante. Cabe aclarar que un efecto positivo no necesariamente indica una mayor competitividad derivada, por ejemplo, de una mayor productividad, sino que también puede reflejar los efectos de las distorsiones ocasionadas por la imposición de aranceles a un país competidor. Por su parte,

⁹ Para este ejercicio se excluyeron el petróleo crudo y aquellos productos en los que China tuvo una participación nula en 2017.

¹⁰ Ver Barnett y Charbonneau (2015), “Decomposing Movements in U.S. Non-Energy Import Market Shares,” Bank of Canada Staff Discussion Paper No. 2015-5 o Labelle

Nicholas (2018), “Decomposing Canada’s Market Shares: An Update”, Staff Analytical Notes 2018-26, Bank of Canada.

el efecto “preferencia” captura los cambios en la composición de la demanda de importaciones del país j , manteniendo constante la participación de los distintos países c al interior de cada bien k .¹¹

Para el caso de México, esta descomposición sugiere que el incremento acumulado que se ha observado en los productos sujetos a aranceles, excluyendo petróleo crudo y aquellos en los que China tuvo una participación nula en 2017, se originó, fundamentalmente, de una ganancia por “competitividad” en los productos con mayor arancel a China (aumento de 0.2 p.p.) y, en menor medida, por un efecto positivo de “preferencias” en productos con arancel (0.1 p.p.), los cuales fueron parcialmente contrarrestados por una pérdida de “competitividad” en los productos sin arancel (-0.2 p.p.; Gráfica 10). Así, la ganancia de México que pudiera estar más asociada con los mayores aranceles a China por parte de EE. UU. indica que esta ha sido relativamente reducida hasta ahora. Como se mencionó, hacia adelante, la persistencia de las medidas arancelarias o la imposición de nuevas medidas podrían ocasionar un efecto más evidente sobre la participación de México en las importaciones de EE. UU.

Gráfica 10

Cambio Acumulado de la Participación de México en las Importaciones de EE. UU. Excluyendo Petróleo Crudo y Productos sin Participación de China en 2017*

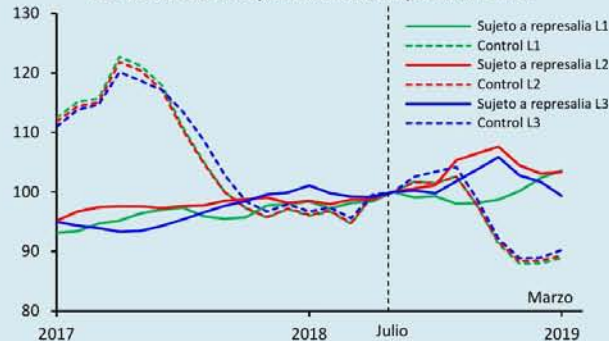


4. Comportamiento de los Valores Unitarios de las Exportaciones de México a EE. UU.

Los precios de las exportaciones mexicanas de los bienes en los que China está sujeta a mayores aranceles –aproximados mediante los valores unitarios de estas exportaciones– para cada una de las tres listas han sido ligeramente superiores a los registrados antes de la implementación de los mayores aranceles (Gráfica 11). En contraste, los valores unitarios de bienes similares no sujetos a mayores aranceles han presentado un descenso. De este modo, es posible que los aranceles adicionales impuestos por EE. UU. a China hayan dado como resultado una protección implícita en el mercado de EE. UU. para las exportaciones mexicanas, toda vez que los

precios de las importaciones en EE. UU. son mayores a los que prevalecerían en ausencia de las medidas arancelarias. Si bien ello permitiría a los exportadores mexicanos vender sus productos a precios más altos en el mercado de EE. UU., es posible que ello, a su vez, pudiera inducir a dichos productores a imponer mayores precios también para los consumidores en México, generando posibles presiones inflacionarias o impidiendo una desinflación más evidente.

Gráfica 11 Índice de Valor Unitario de las Exportaciones de México a EE. UU. de Productos con Mayores Aranceles Impuestos a China*



5. Consideraciones Finales

Los resultados presentados en este Recuadro sugieren que la ganancia de participación de México en las importaciones de EE. UU. se puede asociar a diversos factores. Por un parte, la imposición de mayores aranceles de ese país a ciertos productos chinos ha impulsado las exportaciones de ciertos productos mexicanos, si bien ello no explica la ganancia en participación en su totalidad. A ello también han contribuido las tendencias previas de mayor participación en diversos productos que se venían observando tras la depreciación del tipo de cambio real. Ello es más evidente por el hecho de que parte de la ganancia se explica por mayor participación en bienes en los que China no es un proveedor para EE. UU. Si bien la disputa comercial entre EE. UU. y China pudiera impulsar a algunos sectores productivos en México, particularmente si ante la ratificación del T-MEC se mantiene o profundiza una mayor integración regional, también es necesario considerar que las tensiones comerciales ocasionan volatilidad en los mercados financieros internacionales –posiblemente reduciendo las fuentes de financiamiento externo para la economía mexicana–, generan incertidumbre –afectando la inversión–, y ponen en duda la permanencia de las cadenas globales de valor vigentes que, de desmantelarse, podrían tener un efecto negativo neto sobre la productividad y competitividad del sector exportador mexicano.

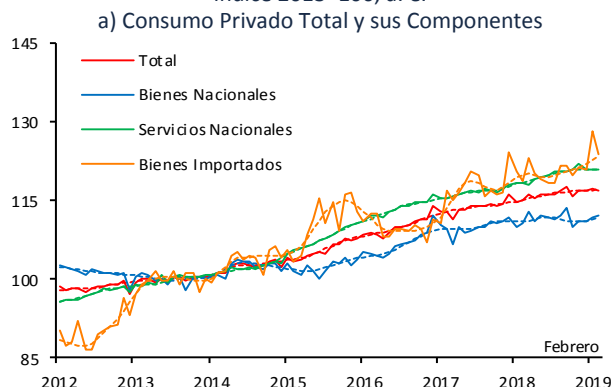
¹¹ Finalmente, el efecto la interacción captura el efecto negativo de perder (ganar) participación de mercado en un mercado en expansión (declive) o el efecto positivo de ganar (perder) participación de mercado en un mercado en expansión (declive).

En cuanto a la evolución de la demanda interna, de acuerdo con su indicador mensual, a finales de 2018 y en el periodo que se reporta el consumo privado mostró un débil desempeño. Ello se explica tanto por el menor dinamismo del consumo de bienes, como por la desaceleración del consumo de servicios respecto del crecimiento que había venido exhibiendo desde finales de 2017, la cual se amplió en enero por la afectación temporal que los problemas de abasto de gasolina ocasionaron en algunos sectores, tales como los de transporte, alojamiento y restaurantes (Gráfica 19a).

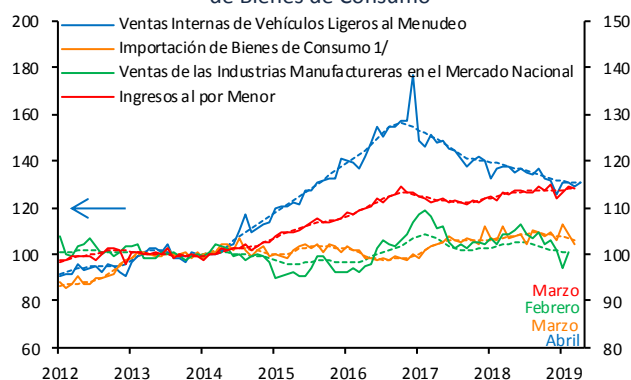
i. Indicadores más oportunos del consumo, aunque de menor cobertura, como los ingresos en empresas comerciales al por menor, las importaciones de bienes de consumo duradero y no duradero y las ventas de vehículos ligeros, continuaron mostrando un desempeño desfavorable (Gráfica 19b).

ii. Con relación a los determinantes del consumo privado, se espera que estos continúen apoyando la evolución de este componente de la demanda agregada. En particular, en el periodo que se reporta la masa salarial real presentó un avance respecto del trimestre previo como reflejo de avances tanto en la población ocupada remunerada, como en las remuneraciones medias reales, en un contexto de importantes revisiones al salario mínimo y sus consecuentes efectos sobre los salarios medios (Gráfica 20a). Además, si bien las remesas provenientes de trabajadores mexicanos en el exterior mostraron una contracción trimestral en el periodo enero - marzo de 2019, estas se mantienen en niveles históricamente altos (Gráfica 20b). Asimismo, la confianza del consumidor permanece en niveles particularmente elevados, no obstante las reducciones registradas en marzo y abril (Gráfica 20c). Por su parte, el crédito total al consumo continuó mostrando una desaceleración (ver Sección 2.2.3).

Gráfica 19
Indicadores de Consumo
Índice 2013=100, a. e.



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

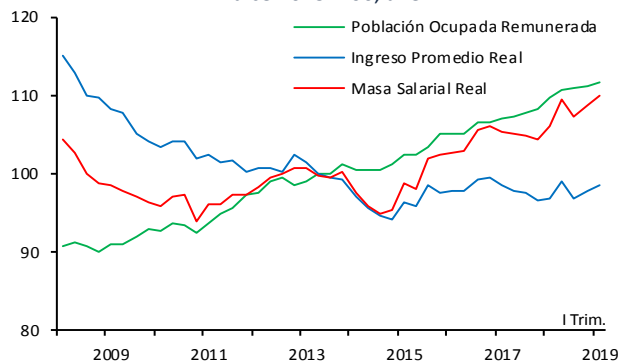


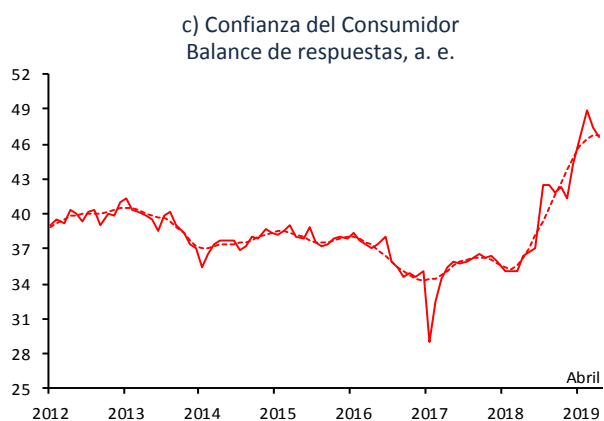
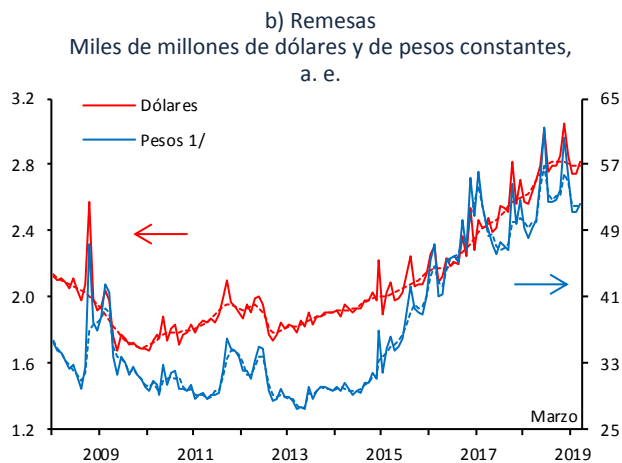
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

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

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

Gráfica 20
Determinantes del Consumo
a) Masa Salarial Real Total
Índice 2013=100, a. e.





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

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

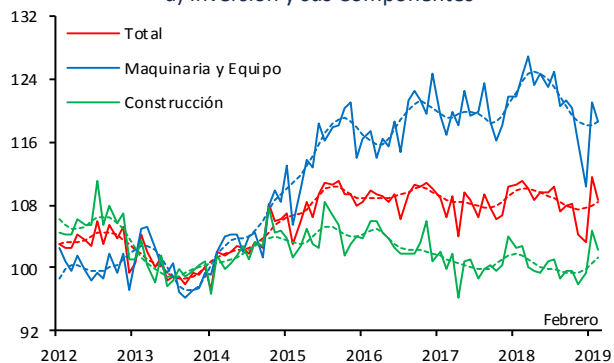
Fuente: a) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), INEGI. b) Banco de México e INEGI. c) Encuesta Nacional sobre la Confianza del Consumidor (ENCO), INEGI y Banco de México.

En cuanto a la inversión fija bruta, esta continuó presentando un débil desempeño, no obstante el importante aumento que tanto el gasto en maquinaria y equipo, como la inversión en construcción, mostraron en enero, toda vez que este se explicó por factores particulares. Dicho comportamiento se presentó en un contexto en el que, además de estos elementos transitorios, prevaleció un ambiente de incertidumbre tanto en el entorno interno, como en el internacional (Gráfica 21a).

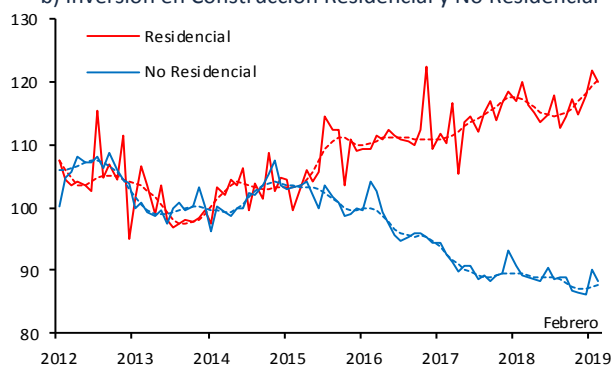
- i. Se estima que en el trimestre en su conjunto el gasto en construcción haya continuado mostrando atonía, ya que se espera que el repunte reportado en enero haya sido temporal y el cual estuvo concentrado en rubros específicos (Gráficas 21b y 21c). En efecto, por sector contratante, la expansión de la obra contratada por el sector público a inicios de 2019 se asocia, en buena medida, con la reanudación o ampliación de ciertas obras de infraestructura pública, entre las que destacan obras de remodelación y ampliación de plataformas petroleras, así como con la reparación de ductos de gasolina. Por su parte, el desempeño de la construcción privada reflejó, principalmente, un mayor gasto en edificación de vivienda en algunas entidades del país y, en menor medida, en edificación de naves industriales, centros comerciales y hoteles.⁴
- ii. Respecto de la inversión en maquinaria y equipo, no obstante el avance en el bimestre enero - febrero de 2019, este componente de la demanda agregada continuó presentando una desaceleración. En particular, si bien el rubro de origen nacional parecería haber frenado la tendencia negativa que había mostrado durante la mayor parte de 2018, se mantiene en niveles relativamente bajos. Además, se anticipa que el rubro de origen importado mantenga una trayectoria negativa en el primer trimestre de 2019 en su conjunto, toda vez que las importaciones de bienes de capital mostraron una contracción en el periodo febrero - marzo de 2019. En efecto, el desempeño desfavorable de las importaciones de bienes de capital observado en el cuarto trimestre de 2018 y el primero de 2019 se explicó por una debilidad relativamente generalizada entre los sectores, incluidos aquellos que se pueden asociar al rubro de generación de electricidad y al de telecomunicaciones, mismos que habían registrado un mayor dinamismo en los primeros tres trimestres de 2018.

⁴ Dentro del rubro de edificación de vivienda, destacan las obras llevadas a cabo en Baja California Sur, Nuevo León, San Luis Potosí y CDMX.

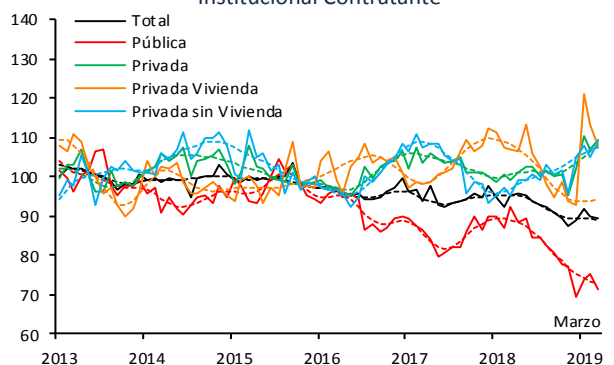
Gráfica 21
Indicadores de Inversión
Índice 2013=100, a. e.
a) Inversión y sus Componentes



b) Inversión en Construcción Residencial y No Residencial



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



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

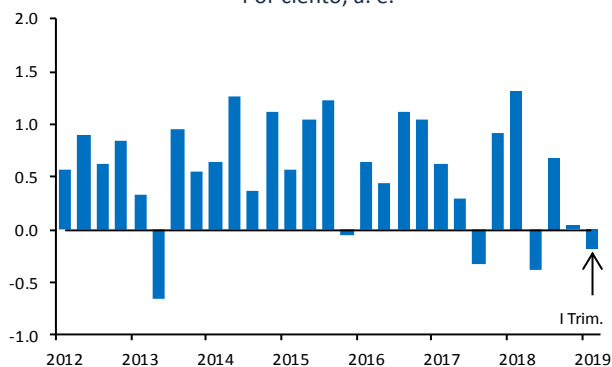
Fuente: a) y b) Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI. c) Elaboración de Banco de México con información de la Encuesta Nacional de Empresas Constructoras (ENEC), INEGI. Desestacionalización de Banco de México, excepto para la serie del total.

La atonía que la inversión ha venido mostrando por varios años puede asociarse, en parte, a los retos que el país continúa enfrentando. Entre ellos sobresalen los obstáculos derivados de la persistencia de problemas de gobernanza y de la debilidad del estado

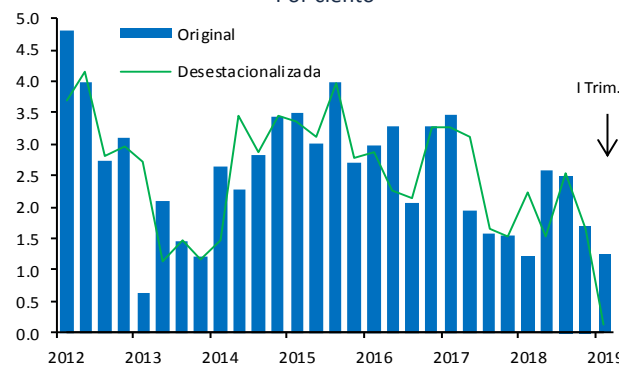
de derecho (ver Recuadro 3). En la medida en que se adopten acciones y políticas que permitan eliminarlos, se propiciará un entorno conducente para impulsar una recuperación de la inversión, así como mayores tasas de crecimiento que permitan generar empleos mejor remunerados de manera sostenible.

Por el lado de la producción, en el primer trimestre de 2019 el PIB de México presentó una contracción respecto del trimestre anterior, profundizándose así la desaceleración registrada el trimestre previo. En efecto, en el periodo que se reporta el PIB mostró una caída trimestral en términos desestacionalizados de 0.17% (incremento anual de 1.2% con cifras originales y de 0.1% con datos ajustados por estacionalidad), luego de la variación trimestral desestacionalizada de 0.03% reportada en el cuarto trimestre de 2018 (Gráfica 22).

Gráfica 22
Producto Interno Bruto
a) Variaciones Trimestrales
Por ciento, a. e.



b) Variaciones Anuales
Por ciento



a. e. / Serie con ajuste estacional.

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

Recuadro 3. Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento Económico de México de Acuerdo con la Opinión de Analistas y Representantes de Empresas

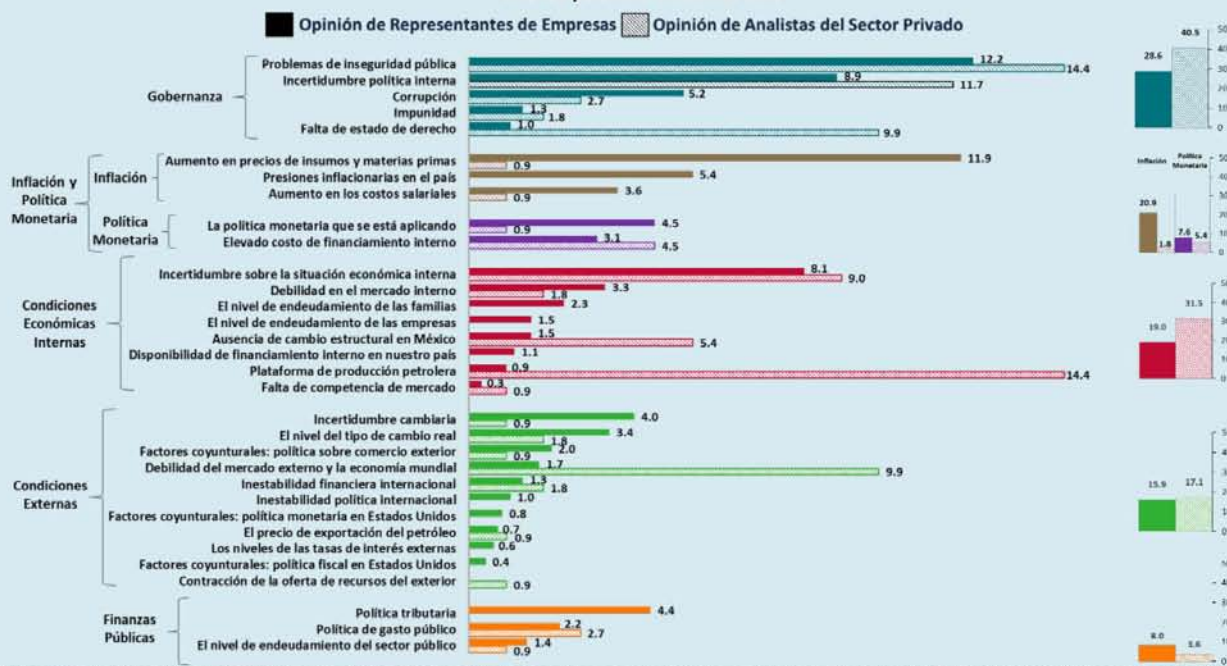
De manera recurrente, el Banco de México consulta a representantes de empresas y a analistas económicos sobre los tres principales factores que, en su opinión, podrían obstaculizar el crecimiento económico de México en los próximos seis meses. La recopilación de la información entre los representantes de empresas y los analistas se realiza, respectivamente, mediante la Encuesta Mensual de Actividad Económica Regional (EMAER) y la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. Los factores se clasifican en 5 grandes grupos: i) gobernanza; ii) inflación y política monetaria; iii) condiciones económicas internas; iv) condiciones externas; y v) finanzas públicas.

De acuerdo a la información de marzo de 2019, los factores que podrían limitar el crecimiento económico que recibieron un mayor porcentaje de menciones por parte de las fuentes consultadas en ambas encuestas son aquellos relacionados con la gobernanza (Gráfica 1). Al interior de este grupo, los problemas de inseguridad pública fueron mencionados con mayor frecuencia tanto entre representantes de empresas como entre analistas, seguido de la incertidumbre política

interna. Además, desde una perspectiva de mayor plazo, los problemas relacionados con la gobernanza han venido tomando mayor preponderancia tanto para analistas como empresarios, lo cual se puede corroborar en los mapas de calor que se muestran en las Gráficas 2 y 3, donde una mayor intensidad en color rojo representa un porcentaje de menciones más elevado, así como en la evolución de los porcentajes de respuesta que se presentan en las Gráficas 4a y 4b.

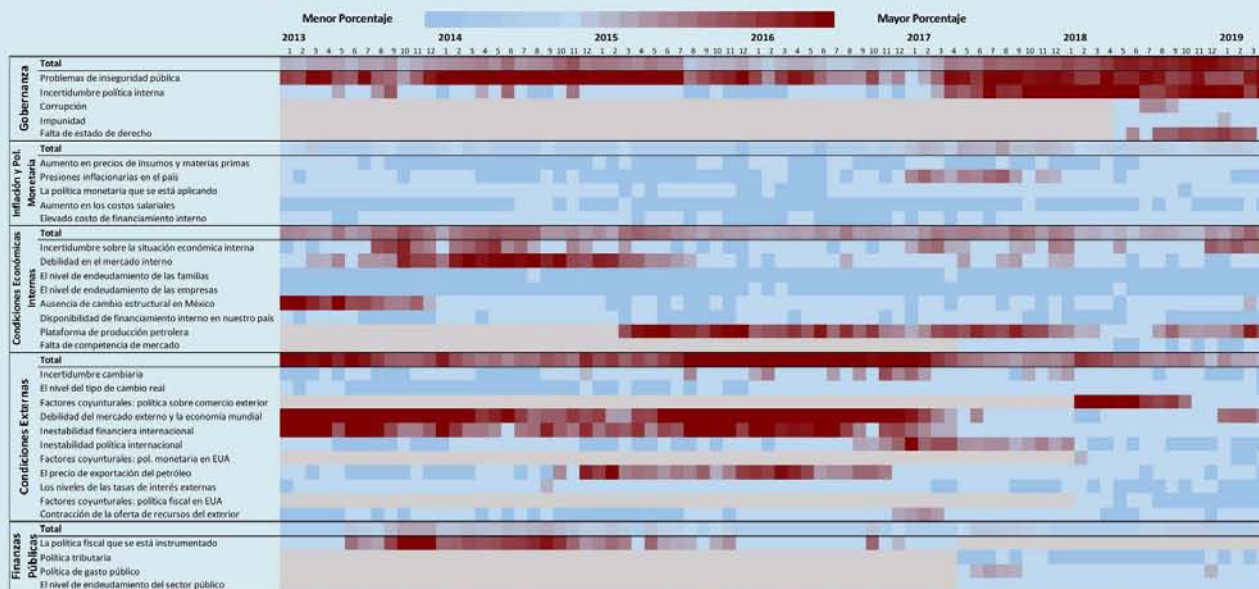
Una proporción importante de representantes de empresas señaló el aumento en precios de insumos y materias primas como uno de los principales factores que podrían obstaculizar el crecimiento, lo que influye en que el nivel del agregado del grupo de factores relacionados a la inflación sea el segundo en preocupación para este grupo de encuestados. Por su parte, los analistas económicos destacaron, en segundo lugar, los factores vinculados con las condiciones económicas internas, lo cual asociaron, con mayor frecuencia, a la plataforma de producción petrolera.

Gráfica 1
Distribución Porcentual de Respuestas de Analistas y Representantes de Empresas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses ^{1,2/}
Cifras en porciento a marzo de 2019



1/ Respuestas de la EMAER asociadas a la pregunta: ¿cuáles considera usted que serán los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica en su entidad federativa durante los próximos seis meses?
2/ Respuestas de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado asociadas a la pregunta: ¿durante los próximos seis meses, cuáles serían los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica?

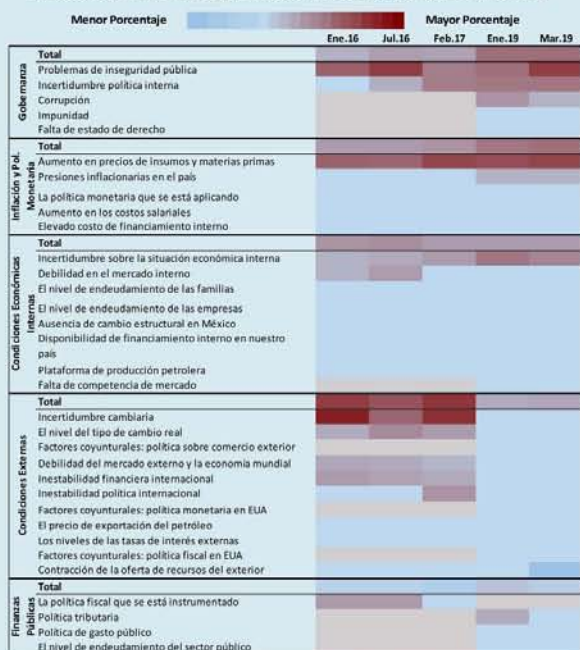
Gráfica 2¹
Distribución Porcentual de Respuestas de Analistas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses ^{*/}



^{*/} Respuestas de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado asociadas a la pregunta: ¿durante los próximos seis meses, cuáles serían los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica?

Nota: Una celda gris indica que, para esa fecha, no se consideraba el factor correspondiente en la encuesta.

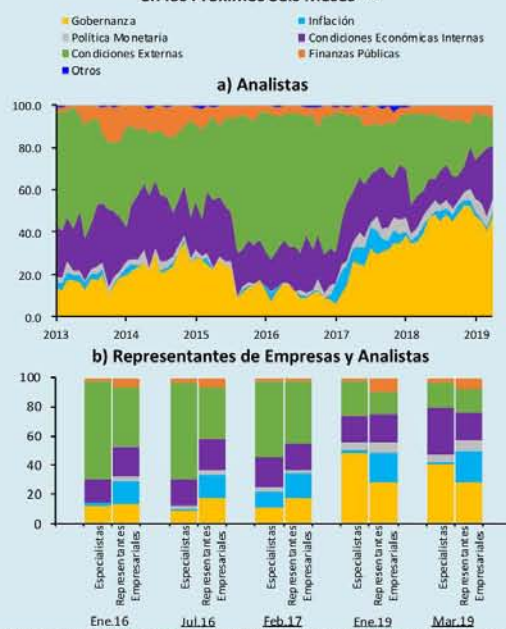
Gráfica 3¹
Distribución Porcentual de Respuestas de Representantes de Empresas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses ^{*/}



^{*/} Respuestas de la EMAER asociadas a la pregunta: ¿cuáles considera usted que serán los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica en su entidad federativa durante los próximos seis meses?

Nota: Una celda gris indica que, para esa fecha, no se consideraba el factor correspondiente en la encuesta.

Gráfica 4
Distribución Porcentual de Respuestas de Analistas y Representantes de Empresas al ser Consultados sobre los Tres Principales Factores que Podrían Obstaculizar el Crecimiento de la Actividad Económica en los Próximos Seis Meses ^{1,2/}



1/ Respuestas de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado asociadas a la pregunta: ¿durante los próximos seis meses, cuáles serían los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica?

2/ Respuestas de la EMAER asociadas a la pregunta: ¿cuáles considera usted que serán los tres principales factores limitantes al crecimiento de la actividad económica en su entidad federativa durante los próximos seis meses?

¹ La escala de tonalidades representa un porcentaje de respuestas distinto para el caso de los totales agregados que para sus componentes, pues para ambos casos se utilizó el rojo más intenso para representar el percentil 95 de los porcentajes de respuestas observados de cada conjunto (factores individuales o totales), donde, por construcción, los totales capturan un número mayor de respuestas que los componentes.

Si bien es importante tomar en consideración todos los factores que podrían afectar al crecimiento del país, estos instrumentos de captación de la opinión de analistas y representantes de empresas son de utilidad para comprender, en la coyuntura, cuáles son los que consideran más apremiantes. En los levantamientos más recientes existe consenso en la preocupación por el estado de la gobernanza en

el país como obstáculo para el crecimiento. De fortalecerse el estado de derecho, de modo que se aplique la ley sin distinciones, que se garantice la certeza jurídica y el cumplimiento de contratos y que se combata la corrupción, la impunidad y la inseguridad, se estaría propiciando un entorno de mayor confianza y certidumbre que permitiría impulsar el crecimiento en beneficio de la población.

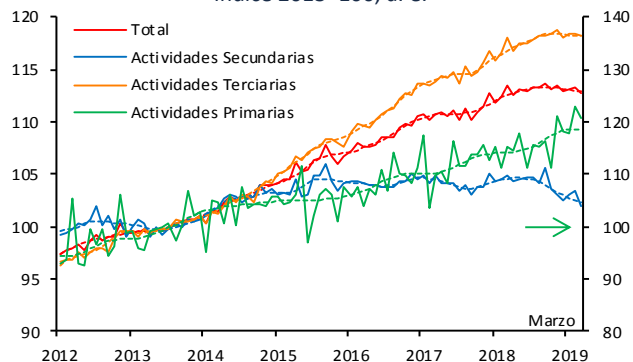
El retroceso de la actividad económica en el primer trimestre de 2019 fue reflejo de la contracción tanto de las actividades secundarias, como de las terciarias, acentuándose así el débil desempeño que la producción industrial ha venido exhibiendo por varios años e interrumpiendo el dinamismo que los servicios mostraron durante 2018. En contraste, las actividades primarias presentaron una expansión con respecto al trimestre anterior (Gráficas 23 y 24a). En particular:

- i. Al interior de las actividades secundarias, las manufacturas siguieron presentando atonía (Gráfica 24b). En efecto, tanto el rubro de equipo de transporte, como el resto de las manufacturas continuaron exhibiendo un desempeño desfavorable, lo que es congruente con la desaceleración de las exportaciones manufactureras. A la debilidad de las manufacturas sin equipo de transporte en el trimestre de referencia contribuyeron, principalmente, la industria química, la fabricación de productos metálicos y productos a base de minerales no metálicos. En contraste, se observó una recuperación en la industria de alimentos, bebidas y tabaco y en la de fabricación de equipo de computación y accesorios electrónicos.
- ii. El gasto en construcción mantuvo la tendencia negativa observada durante la mayor parte de 2018. Ello como reflejo de las trayectorias a la baja de los subsectores de obras de ingeniería civil y de trabajos especializados, así como de la atonía del rubro de edificación (Gráfica 24c).
- iii. En el periodo que se reporta, persistió la trayectoria a la baja tanto de la minería en general, como de la plataforma de producción petrolera en particular. Respecto del rubro de minerales metálicos y no metálicos, este se ubicó

en niveles similares a los registrados a finales de 2018, en tanto que los servicios relacionados con la minería continuaron exhibiendo una tendencia decreciente (Gráficas 24d y 24e).

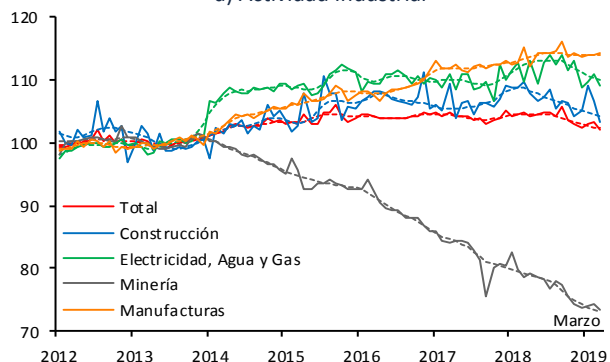
- iv. Por su parte, la desaceleración de las actividades terciarias en el primer trimestre del año en curso puede asociarse con cierta debilidad de la demanda interna, así como con los efectos de algunos factores transitorios. En particular, en el lapso enero - marzo de 2019 se registró un desempeño desfavorable en el comercio al por mayor y en diversos servicios más relacionados con el consumo –tales como los de esparcimiento; los de alojamiento temporal y de preparación de alimentos y bebidas; y los de transporte e información en medios masivos–, el cual podría haber estado influido por los problemas de desabasto de combustible en algunos estados del país y los bloqueos a las vías férreas en Michoacán. En contraste, los rubros de servicios profesionales, corporativos y de apoyo a los negocios; de comercio al por menor; y de servicios financieros e inmobiliarios tuvieron contribuciones positivas, luego de haber registrado contracciones al cierre de 2018 (Gráfica 25).
- v. Finalmente, las actividades primarias presentaron una importante expansión en el primer trimestre de 2019 como resultado, en parte, de una mayor superficie sembrada para el ciclo otoño - invierno, de un incremento en la superficie cosechada para el ciclo primavera - verano, así como de una mayor producción de algunos cultivos como frijol, maíz en grano, chile verde, caña de azúcar, sorgo en grano y fresa.

Gráfica 23
Indicador Global de la Actividad Económica
Índice 2013=100, a. e.

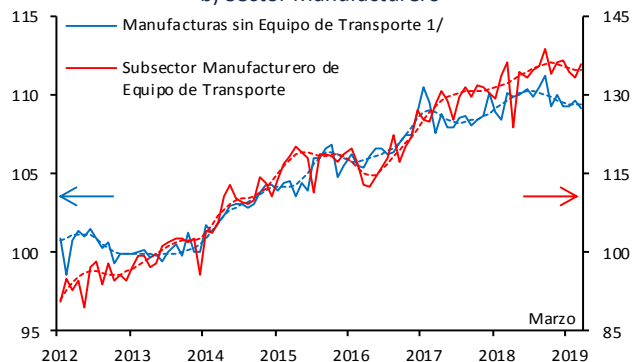


a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

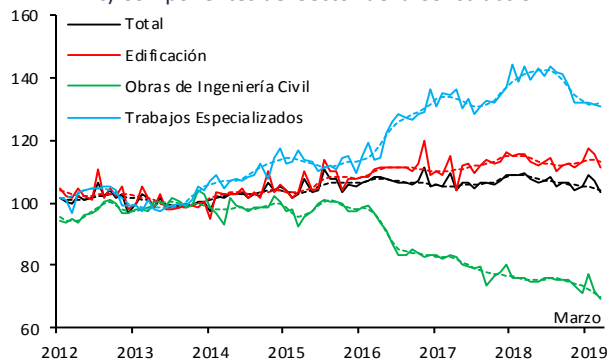
Gráfica 24
Indicadores de Producción
Índice 2013=100, a. e.
a) Actividad Industrial



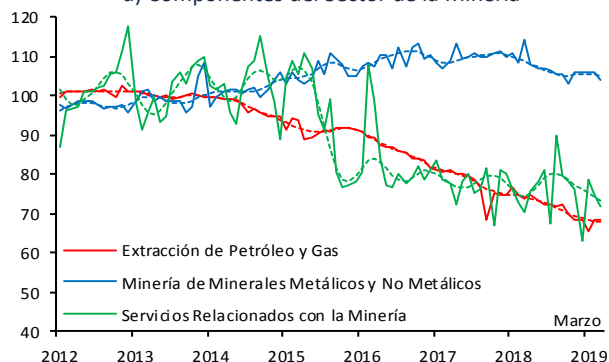
b) Sector Manufacturero



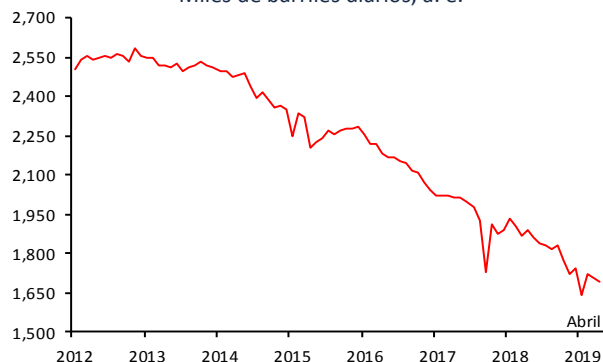
c) Componentes del Sector de la Construcción



d) Componentes del Sector de la Minería



e) Plataforma de Producción Petrolera^{2/}
Miles de barriles diarios, a. e.



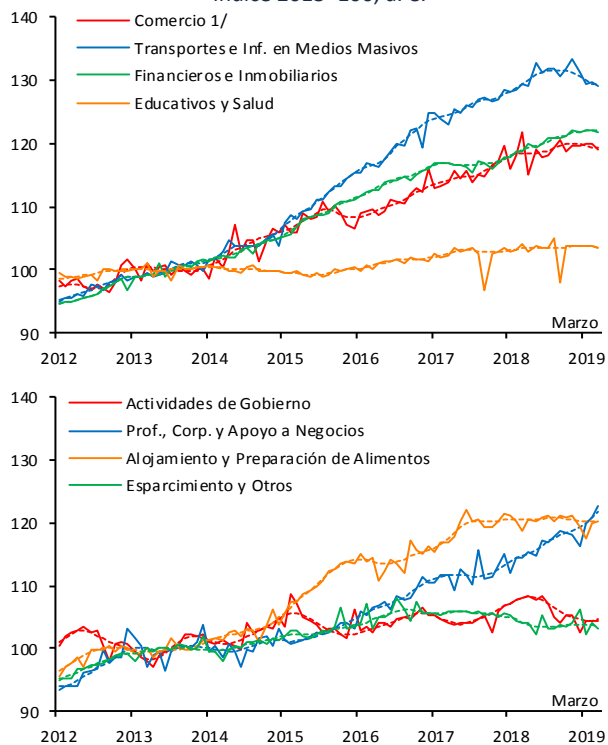
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.

1/ Elaboración y desestacionalización del Banco de México.

2/ Elaboración y desestacionalización de Banco de México con cifras de la Base de Datos Institucional de Pemex.

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

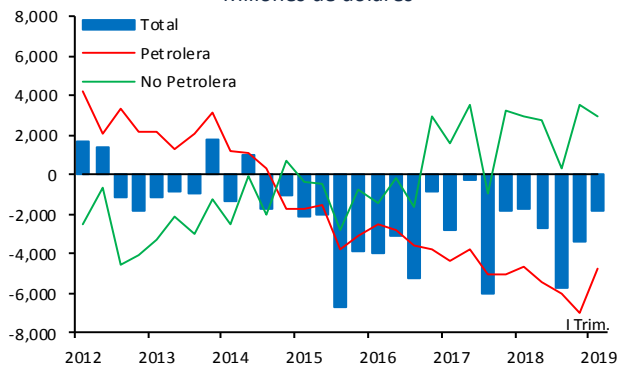
Gráfica 25
IGAE del Sector Servicios
Índice 2013=100, a. e.



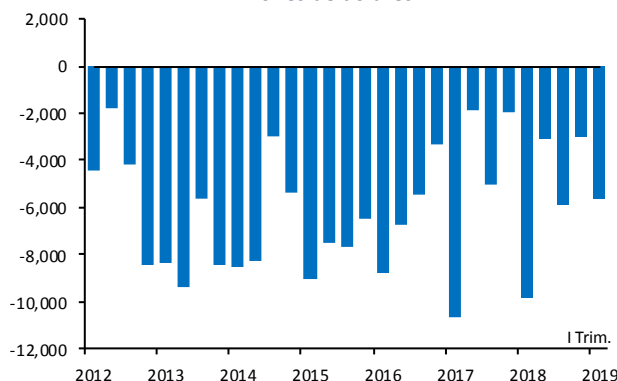
1/ Incluye comercio al por menor y al por mayor.
a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM), INEGI.

Con relación a las cuentas externas del país, en un entorno internacional complejo en el que persisten los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía mundial y un escalamiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, en el primer trimestre del año en curso el déficit de la cuenta corriente fue inferior al reportado en el mismo lapso de 2018, al pasar de 3.2 a 1.8 como porcentaje del PIB (Gráficas 26b y 26c). Esta reducción anual del déficit de la cuenta corriente en el primer trimestre de 2019 fue reflejo, principalmente, de disminuciones de los déficits de la balanza de ingreso primario y de la balanza de servicios, así como de un mayor superávit de la cuenta de ingreso secundario, esto último asociado con ingresos por remesas que continúan ubicándose en niveles históricamente altos. Por su parte, el déficit de la balanza comercial en el primer trimestre de 2019 fue similar al observado en igual periodo de 2018 (Gráfica 26a).

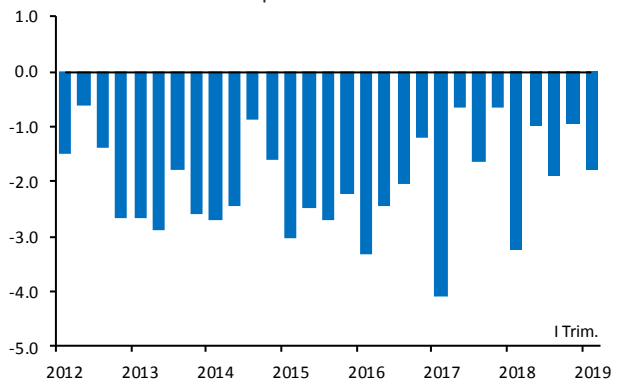
Gráfica 26
Balanza Comercial y Cuenta Corriente
a) Balanza Comercial
Millones de dólares



b) Cuenta Corriente
Millones de dólares



c) Cuenta Corriente
Proporción del PIB



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

2.2.2. Mercado Laboral

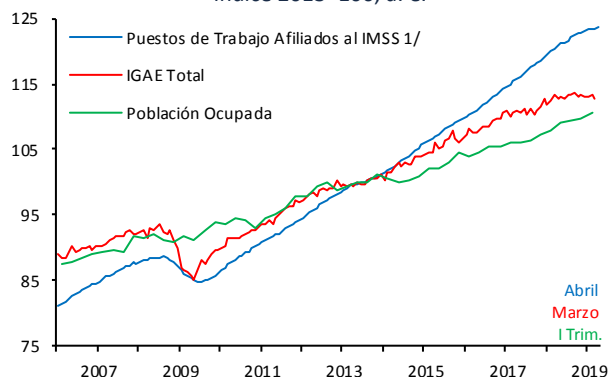
Se estima que las condiciones del mercado laboral hayan mostrado cierto relajamiento en el primer trimestre de 2019 (Gráficas 27 y 28), como reflejo tanto de la fase cíclica de la economía, como de los efectos de los aumentos en el salario mínimo y en los salarios medios reales sobre el empleo y la informalidad. En particular, tanto la tasa de desocupación nacional, como la urbana, se ubicaron por encima de los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2018. Asimismo, se continuó observando una desaceleración en el ritmo de crecimiento del número de puestos de trabajo afiliados al IMSS. En particular, en marzo de 2019 se reportó la primera caída mensual de dicho indicador con datos desestacionalizados desde 2009, si bien en abril volvió a mostrar un ligero avance. Adicionalmente, en un contexto de aumentos regionalmente diferenciados al salario mínimo, la evolución de los empleos registrados en el IMSS también ha presentado una diferenciación regional, exhibiendo un menor dinamismo en la zona fronteriza, donde el aumento del salario mínimo fue de mayor magnitud. Lo anterior se presentó en un contexto en el que se observó una mayor tasa de participación laboral, particularmente de las mujeres, y mayores tasas de informalidad. En efecto, tanto la tasa de informalidad laboral, como la tasa de ocupación en el sector informal, mostraron una incipiente trayectoria al alza en el periodo que se reporta.⁵

Cabe señalar que, como se describe en el Recuadro 4, recientemente se aprobó una reforma laboral que en adelante se espera tenga efectos sobre el comportamiento del mercado laboral.

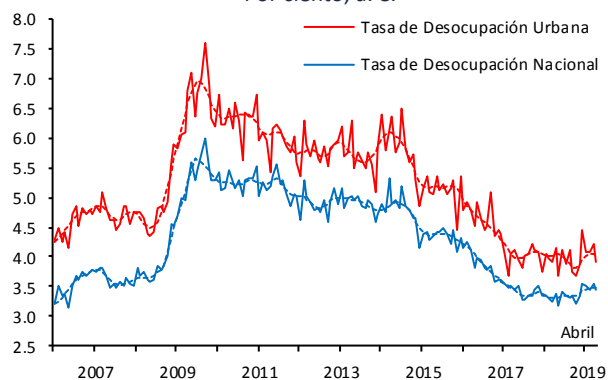
Gráfica 27

Indicadores del Mercado Laboral

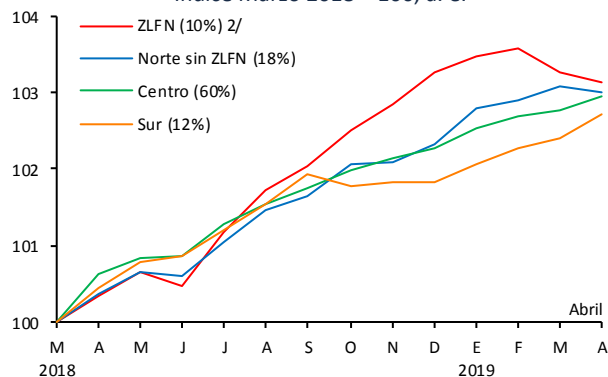
a) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS, IGAE Total y Población Ocupada
Índice 2013=100, a. e.



b) Tasas de Desocupación Nacional y Urbana
Por ciento, a. e.

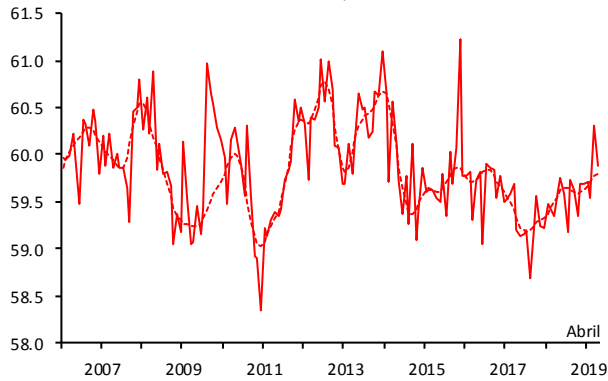


c) Puestos de Trabajo Afiliados al IMSS por Región
Índice Marzo 2018 = 100, a. e.

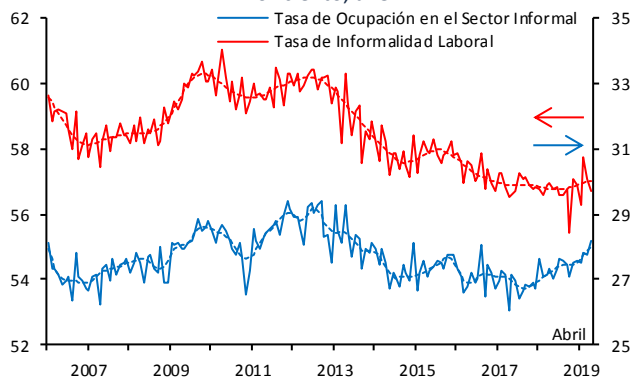


⁵ Actualmente, tanto las tasas de desocupación, como las de informalidad laboral, se miden con base en los resultados de la ENOE, la cual comenzó a levantarse en 2005.

d) Tasa de Participación Laboral Nacional ^{3/}
Por ciento, a. e.



e) Ocupación en el Sector Informal ^{4/}
e Informalidad Laboral ^{5/}
Por ciento, a. e.



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

1/ Permanentes y eventuales urbanos. Desestacionalización de Banco de México.
2/ Los números entre paréntesis indican la participación de cada región en el total de puestos de trabajo afiliados al IMSS en abril de 2019. ZLFN se refiere a la Zona Libre de la Frontera Norte.

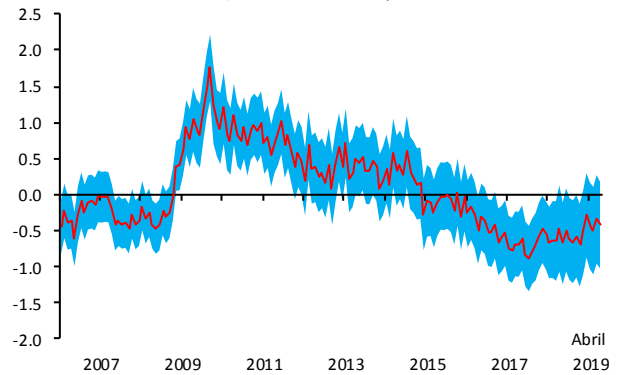
3/ Porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA) respecto de la de 15 y más años de edad.

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

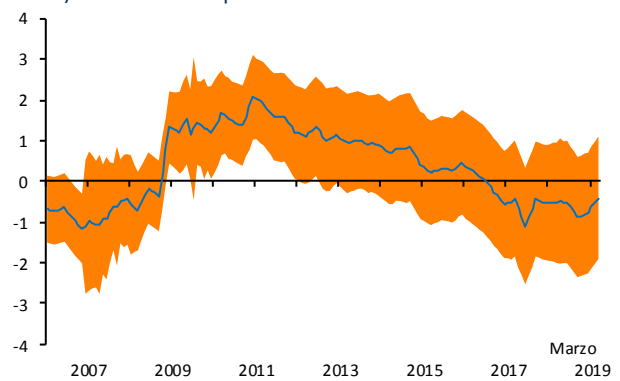
5/ Incluye a los trabajadores que, se emplean en el sector informal, que laboran sin la protección de la seguridad social y cuyos servicios son utilizados por unidades económicas registradas y a los que están ocupados por cuenta propia en la agricultura de subsistencia.

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

Gráfica 28
Estimación de la Brecha de Desempleo ^{1/}
Por ciento, a. e.
a) Tasa de Desempleo



b) Tasa de Desempleo más la de Informales Asalariados



a. e. / Cifras con ajuste estacional.

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

Fuente: Elaboración de Banco de México con información de la ENOE (INEGI).

Recuadro 4. Consideraciones sobre la Reforma Laboral de 2019

1. Introducción

El 1 de mayo de 2019, se publicó en el Diario Oficial de la Federación (DOF) el decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones en materia de justicia laboral, libertad sindical y negociación colectiva. Las leyes que se reformaron son la Ley Federal del Trabajo, la Ley Orgánica del Poder Judicial de la Federación, la Ley Federal de la Defensoría Pública, la Ley del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores y la Ley del Seguro Social.

La Reforma Laboral, en primera instancia, busca mayor libertad y democracia para los trabajadores en la elección de sus representantes sindicales, al tiempo que aumenta la transparencia y la rendición de cuentas de los sindicatos. Al fortalecer los procesos de negociación colectiva, se fomentará el desvanecimiento de los contratos de protección patronal, representando así una oportunidad de incrementar el bienestar de los trabajadores.

En segundo lugar, la Reforma procura hacer más expedito el sistema de impartición de justicia laboral, creando tribunales dependientes del Poder Judicial y favoreciendo la conciliación. Estas modificaciones, de implementarse adecuadamente, favorecerían la flexibilidad laboral, facilitando que el trabajo se asigne a sus usos más productivos.

En tercer lugar, establece regulaciones para prevenir cualquier tipo de discriminación en el trabajo; y, en cuarta instancia, se regulan los derechos de los trabajadores del campo y de los trabajadores de hogar.

A continuación se presentan algunos antecedentes de la Reforma Laboral y, posteriormente, se describen los principales puntos de la Reforma.

2. Antecedentes

Con este decreto se aprueba la legislación secundaria derivada de la Reforma Constitucional de 2017, y se da cumplimiento a los compromisos adquiridos por México en el Convenio 98 de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), en el capítulo 23 del nuevo tratado comercial entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC), y en el Tratado Integral y Progresista de la Asociación Transpacífico (CPTPP, por sus siglas en inglés).

- **Reforma Constitucional de 2017.** En febrero de 2017, se reformaron los artículos 107 y 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, a fin de sentar las bases para modernizar el sistema de justicia laboral del país, y para transformar el régimen sindical y de negociación colectiva. Con esta reforma constitucional se buscó cumplir con los compromisos adquiridos por México tanto en el marco de la negociación del CPTPP, como ante el Comité de Libertad Sindical de la OIT.

- **Convenio 98 de la OIT.** En septiembre de 2018, la Cámara de Senadores ratificó el Convenio 98 de la OIT, el cual trata sobre la aplicación de los principios del derecho de sindicación y de negociación colectiva. Este convenio fue adoptado por el Estado Mexicano en 1949.
- **T-MEC y CPTPP.** En noviembre de 2018 se firmó el T-MEC, el cual está en proceso de ser ratificado por los legisladores de los países involucrados. Como parte del Tratado, se incluyó un capítulo laboral, tomando como referencia el capítulo laboral del CPTPP. En dicho capítulo se impone el compromiso de reformar leyes secundarias mexicanas que permitan el cumplimiento de diversas obligaciones, entre las que se encuentran cumplir con el Convenio 98 de la OIT, adoptar derechos fundamentales reconocidos por este organismo, y fortalecer la justicia laboral en el país.

3. Contenido de la Reforma

La Reforma considera modificaciones relativas a los derechos, transparencia y rendición de cuentas en materia sindical; a la justicia laboral; a la creación de un organismo descentralizado para la conciliación laboral y el registro sindical; a derechos fundamentales de los trabajadores y perspectiva de género; y a los derechos de trabajadores del hogar y del sector agrícola.

3.1 Libertad Sindical

- Reconoce principios laborales internacionales, como el derecho de pertenecer o no a un sindicato.
- Otorga el derecho a los trabajadores de organizarse en diferentes tipos de sindicatos (gremiales, por empresa, de oficios varios, nacionales, por industria, entre otros).
- Prohíbe cualquier interferencia patronal que atente contra el derecho de los trabajadores a decidir quién debe representarlos en la negociación colectiva.
- Fortalece mecanismos de democracia, transparencia y rendición de cuentas de los sindicatos:
 - ✓ El procedimiento para la elección de las directivas sindicales deberá ser mediante voto personal, libre y secreto de los trabajadores.
 - ✓ Las directivas sindicales deberán rendir cuentas sobre el patrimonio del sindicato, como inmuebles, donaciones, y aportaciones de trabajadores y patrones.
 - ✓ El periodo de duración de las directivas de sindicatos no podrá ser indefinido o de una temporalidad que obstaculice la participación democrática de los afiliados.¹

¹ La Asamblea tendrá la facultad de decidir la duración y número de veces que se pueden reelegir los dirigentes sindicales.

3.2 Justicia Laboral

- Desaparecen las Juntas de Conciliación y Arbitraje para ser sustituidas por Tribunales Laborales, como órganos dependientes del Poder Judicial tanto en el ámbito federal como local.²
- Establece la etapa de conciliación, la cual no podrá exceder 45 días, como requisito prejudicial obligatorio para la solución de conflictos.³ Antes de la reforma, los juicios laborales iniciaban con anterioridad a que las partes llevaran a cabo un proceso de conciliación, el cual era de carácter optativo dentro del mismo juicio.
- Simplifica el procedimiento laboral para que este sea más expedito. Al igual que en el nuevo sistema penal acusatorio, se establecen los principios de oralidad, inmediatez, continuidad, concentración y publicidad, entre otros.

3.3 Creación del Centro Federal de Conciliación y Registro Laboral (CFCyRL) y Registro de los Contratos Colectivos de Trabajo (CCT)

- Establece al CFCyRL como organismo descentralizado de la Administración Pública Federal. Su principal función será la de conciliación laboral, así como el registro de sindicatos y de los CCT, a nivel federal y local.⁴
- Para que el CFCyRL emita un certificado de registro del CCT, será indispensable que el sindicato represente al menos al 30% de los trabajadores y obtenga del CFCyRL la constancia de representatividad, la cual tendrá una vigencia de seis meses a partir de la fecha en que esta sea expedida.
- Los empleados firmarán el CCT con un solo sindicato. En caso de que más de un sindicato aspire a obtener la constancia de representatividad, el CFCyRL organizará elecciones para determinar el sindicato titular de dicha constancia.
- El contenido del CCT será consultado con los trabajadores antes de remitirlo a las autoridades del CFCyRL, y los patrones deberán entregar a todos los empleados una copia del CCT.
- Para emplazar a huelga se deberá presentar el certificado de registro del CCT.

- Todos los CCT deberán revisarse al menos una vez dentro de los 4 años posteriores a la entrada en vigor de la Reforma, de lo contrario se considerarán como terminados.

3.4 Derechos Fundamentales y Perspectiva de Género

- Incorpora la obligación de los patrones de implementar, en acuerdo con los trabajadores, un protocolo para prevenir la discriminación por razones de género; para atender casos de violencia y acoso sexual; así como para erradicar el trabajo forzoso infantil.
- En los casos que se reclame discriminación en el empleo, tales como discriminación por embarazo u orientación sexual, el juez laboral tomará las providencias necesarias para evitar que se cancele el goce de derechos fundamentales, como la seguridad social, en tanto se resuelve el juicio.
- Establece que en los procedimientos de integración de las directivas sindicales se promoverá la igualdad de género.

3.5 Trabajos por Sector y Registro ante el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) y el Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (Infonavit)

- Para los trabajadores agrícolas, establece la obligación del patrón de llevar un padrón especial de trabajadores contratados por estacionalidades, a fin de determinar su antigüedad en el trabajo y calcular sus prestaciones. La Comisión Nacional de los Salarios Mínimos fijará los salarios mínimos profesionales para los trabajadores del campo, y se les deberá garantizar condiciones mínimas de higiene y salubridad.
- Para los trabajadores del hogar, requiere a los patrones la inscripción al IMSS y pagar las cuotas correspondientes.
- Para todos los sectores, prohíbe al patrón registrar a un trabajador con un salario menor al que realmente recibe.

4. Consideraciones

Esta Reforma introduce cambios importantes en el funcionamiento del mercado laboral. En primer lugar, otorga mayor libertad a los trabajadores para la elección de sus representantes sindicales, con procesos más democráticos, lo cual busca mejorar la participación de los trabajadores en la toma de decisiones que impacten sus condiciones generales de trabajo. Asimismo, promueve la transparencia y la rendición de

² Actualmente las Juntas se encuentran adscritas al Poder Ejecutivo y su composición es tripartita, en la que participan representantes de los trabajadores, del patrón y del Estado.

³ Esta etapa es obligatoria salvo en casos de discriminación laboral, trabajo durante el embarazo, beneficios de seguridad social, entre otros.

⁴ El CFCyRL tendrá como titular a un Director General y su Junta de Gobierno estará integrada por el titular de la Secretaría de Trabajo y Previsión Social,

Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Instituto Nacional de Transparencia, Acceso a la Información y Protección de Datos Personales, así como del Instituto Nacional Electoral. El Director del CFCyRL se elegirá de una terna enviada por el Ejecutivo al Senado.

cuentas en materia sindical. Siendo que una parte importante de la Reforma está dirigida a dotar de mayor autonomía, legitimidad y democracia a los sindicatos, la Reforma presenta una oportunidad para incrementar el bienestar de los trabajadores. No obstante, para que la mejoría en las condiciones de trabajo de los trabajadores sea sostenible es necesario que se preserve la viabilidad operativa y de los planes de crecimiento de los centros de trabajo y se generen condiciones propicias para la generación de empleo en el país.

En segundo lugar, la Reforma Laboral modifica el marco institucional mediante el cual se resolverán los conflictos entre los trabajadores y los empresarios. Un marco que promueva la conciliación y haga más expeditos los juicios podría reducir los costos para trabajadores y empresarios, y promover una mayor flexibilidad en el mercado laboral, contribuyendo así a que el factor trabajo se asigne hacia sus usos más productivos. Sin embargo, para llevar a cabo estos cambios institucionales, se requiere de modificaciones en la estructura administrativa y profesional del personal encargado, tanto del nuevo CFCyRL, como de los Tribunales que van a sustituir a las Juntas de Conciliación y Arbitraje. Es decir, estos cambios implican esfuerzos humanos y económicos importantes. Así, su correcta puesta en marcha dependerá, en buena medida, de que se pueda transitar a un nuevo andamiaje administrativo con éxito.

Tercero, la Reforma Laboral prohíbe cualquier tipo de discriminación en los centros de trabajo y establece los procedimientos y las sanciones en caso de que ello ocurra. Lo anterior fomentará un entorno laboral con igualdad de oportunidades para todos. Ello podría incrementar la productividad de los trabajadores ya empleados, así como incentivar la entrada de trabajadores que anteriormente eran excluidos. En particular, el cumplimiento efectivo de estas modificaciones podría incentivar una mayor participación laboral de las mujeres.

En cuarto lugar, la Reforma regula las condiciones laborales de los trabajadores de sectores específicos, como los trabajadores del campo y los trabajadores del hogar. Ello adiciona certidumbre y derechos a estos grupos de trabajadores, como el derecho a la seguridad social.

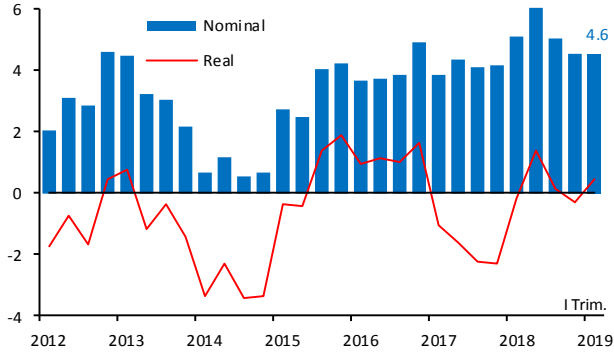
La correcta implementación de la Reforma Laboral tiene un papel central para que estos beneficios sean realizables. De igual forma, será tarea de los trabajadores aprovechar responsablemente la democracia y libertad para la elección de sus representantes sindicales que otorga esta Reforma, buscando legítimamente mejorar sus condiciones laborales, no solo en el corto plazo, sino de manera sostenida.

En el primer trimestre de 2019, los indicadores salariales disponibles presentaron incrementos diferenciados en sus tasas de crecimiento anual (Gráfica 29). En particular, el salario promedio para la economía en su conjunto registró una variación anual de 4.6% en términos nominales, tasa similar a la de 4.5% del trimestre previo. En contraste, el salario diario asociado a trabajadores asegurados en el IMSS aumentó a una tasa anual de 6.9%, cifra superior a la de 5.7% del trimestre anterior. Este avance fue resultado de un incremento anual promedio de 14.7% para los trabajadores que se ubican en la franja fronteriza norte y de 6.0% para los que laboran en el resto del país. Lo anterior, aunado al comportamiento de la inflación, dio como resultado un avance en términos reales para ambos indicadores salariales. Por su parte, la revisión promedio de los salarios contractuales negociados en empresas de jurisdicción federal en el periodo que se reporta fue de 6.0%, tasa mayor a la de 5.3% observada en el mismo periodo de 2018, destacando las revisiones de 6.3% en promedio correspondientes a empresas privadas.

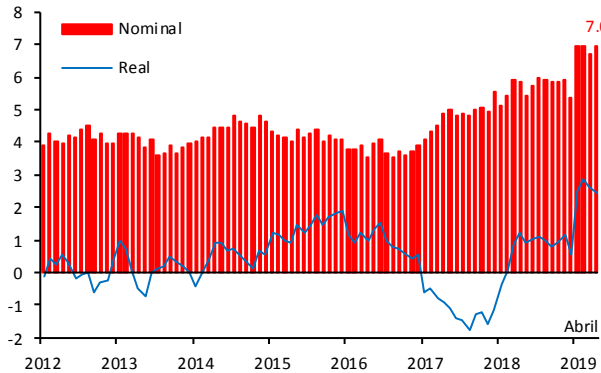
En cuanto a los costos unitarios de la mano de obra en términos reales para la economía en su conjunto, en el periodo que se reporta estos aumentaron como consecuencia de avances de las remuneraciones reales por arriba del crecimiento de la productividad. Del mismo modo, los costos unitarios de la mano de obra en el sector manufacturero continuaron mostrando una trayectoria creciente (Gráfica 30). Cabe señalar que en la medida en que las revisiones de las remuneraciones rebasen las ganancias en productividad, se podrían generar presiones de costos, aumentando el riesgo de afectaciones en el empleo formal y contribuyendo a que la inflación subyacente se mantenga elevada.

Gráfica 29
Indicadores Salariales

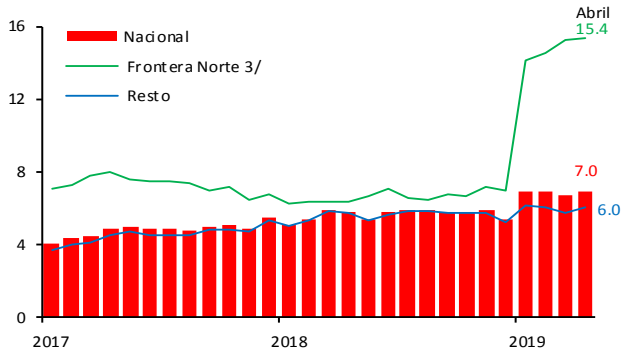
Variación anual en por ciento
a) Salario Promedio de Asalariados según la ENOE ^{1/}



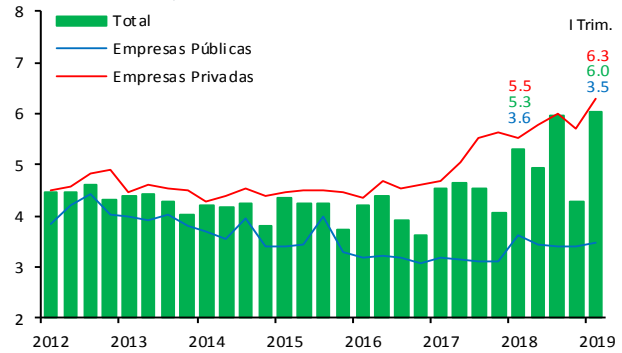
b) Salario Diario Asociado a los Trabajadores Asegurados en el IMSS ^{2/}



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



d) Salario Contractual Nominal ^{4/}



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

2/ Durante el primer trimestre de 2019 se registraron en promedio 20.3 millones de trabajadores asegurados en el IMSS. Los salarios reales fueron deflactados con el INPC.

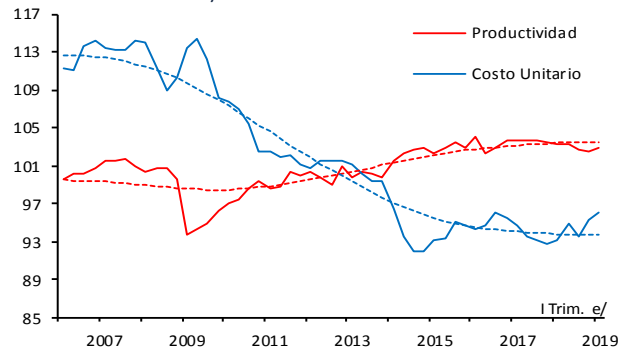
3/ Integrada por los municipios mencionados en el DOF del 26 de diciembre de 2018, la mayoría de los cuales colindan con la frontera norte.

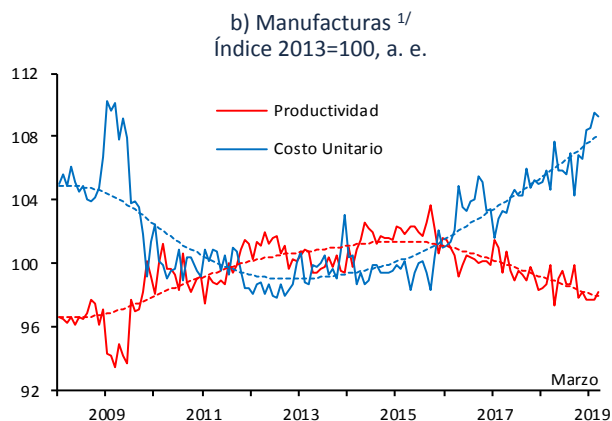
4/ El incremento salarial contractual es un promedio ponderado por el número de trabajadores involucrados. El número de trabajadores de empresas de jurisdicción federal que anualmente reportan sus incrementos salariales a la STPS equivale aproximadamente a 2.3 millones.

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

Gráfica 30
Productividad y Costo Unitario de la Mano de Obra
Índice 2013=100, a. e.

a) Total de la Economía ^{1/}





a. e. / Serie con ajuste estacional y serie de tendencia. La primera se representa con la línea sólida y la segunda con la punteada.
e/ El dato del primer trimestre de 2019 es una estimación de Banco de México a partir del PIB del SCN y de la ENOE, INEGI.
1/ Productividad laboral elaborada con las horas trabajadas.
Fuente: Elaboración de Banco de México a partir de información desestacionalizada de la Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera y del Indicador Mensual de la Actividad Industrial del Sistema de Cuentas Nacionales de México. Series con Base 2013, INEGI.

2.2.3. Condiciones de Financiamiento de la Economía ⁶

2.2.3.1. Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

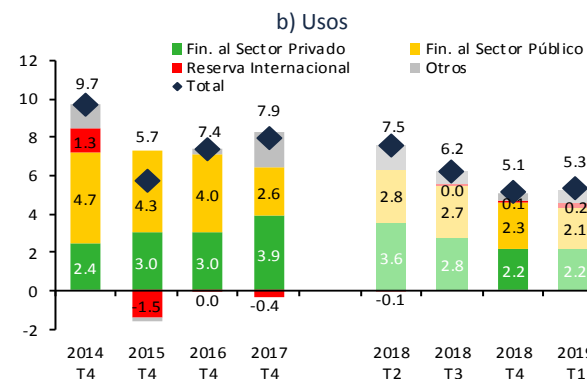
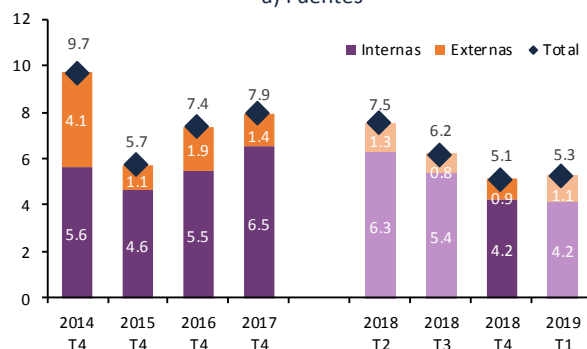
En el primer trimestre de 2019, las fuentes de recursos financieros de la economía mostraron una incipiente recuperación respecto al cierre de 2018, si bien sus niveles continuaron siendo relativamente bajos respecto al promedio de 2015 y 2017. En efecto, el flujo anual de las fuentes de recursos financieros fue de 5.3% del PIB al primer trimestre de 2019, lo que se compara con un flujo de 5.1% del PIB en el trimestre anterior y un flujo promedio de 7.0% del PIB entre 2015 y 2017. Esta recuperación fue resultado principalmente de un aumento en las fuentes externas y un incremento en las fuentes internas no monetarias (Cuadro 1). En particular:

- i. Al primer trimestre de 2019, las fuentes externas de recursos registraron un flujo anual de 1.1% del PIB, cifra ligeramente superior a la observada al cierre de 2018, la cual fue de 0.9% del PIB (Gráfica 31). Ello se explica principalmente por una mayor inversión en valores gubernamentales por parte de no residentes durante el primer trimestre del año, sobre todo en instrumentos de renta fija de mediano y largo plazo. No obstante este ligero

incremento en términos de flujo anual, las fuentes externas aún presentan una variación real anual negativa al primer trimestre de 2019, lo cual refleja la mayor restricción de financiamiento externo que ha enfrentado el país a partir de 2014 y que se ha mencionado en informes anteriores (Gráfica 32).

- ii. Por su parte, las fuentes internas de recursos financieros —medidas por el agregado de activos financieros internos F1— continuaron expandiéndose a un ritmo inferior a lo observado en años recientes (Gráfica 31). Así, el flujo anual de las fuentes internas fue de 4.2% del PIB al primer trimestre de 2019, cifra similar a la del trimestre anterior y que se compara con un flujo de 5.5% del PIB en promedio entre 2015 y 2017.

Gráfica 31
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Flujos anuales como porcentaje del PIB
a) Fuentes



p/ Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco de México.

⁶ A menos que se indique lo contrario, en esta sección las tasas de crecimiento se expresan en términos reales anuales y se calculan con

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

Cuadro 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía

	2014 T4	2015 T4	2016 T4	2017 T4	2018 T4	2019 T1	2014 T4	2015 T4	2016 T4	2017 T4	2018 T4	2019 T1
	Flujos anuales como porcentaje del PIB						Variación real anual en por ciento					
Total de Fuentes	9.7	5.7	7.4	7.9	5.1	5.3	5.5	3.4	3.9	1.2	0.3	1.3
Fuentes Internas (F1) ^{1/}	5.6	4.6	5.5	6.5	4.2	4.2	5.1	5.3	5.4	3.6	1.8	2.6
Monetarias ^{2/}	3.2	2.7	3.6	4.2	2.8	2.3	4.1	4.7	5.7	3.8	2.0	1.6
No Monetarias ^{3/}	2.4	1.9	1.9	2.3	1.4	1.9	7.0	6.3	4.9	3.4	1.4	4.3
Fuentes Externas ^{4/}	4.1	1.1	1.9	1.4	0.9	1.1	6.0	0.6	1.5	-2.8	-2.3	-0.8
Total de Usos	9.7	5.7	7.4	7.9	5.1	5.3	5.5	3.4	3.9	1.2	0.3	1.3
Reserva Internacional ^{5/}	1.3	-1.5	0.0	-0.4	0.1	0.2	2.1	-9.2	-3.5	-8.5	-3.8	-2.3
Financiamiento al Sector Público	4.7	4.1	2.9	1.1	2.3	2.1	5.8	6.3	2.5	-4.1	0.4	0.8
Público Federal ^{6/}	4.5	4.0	2.8	1.1	2.3	2.1	6.1	6.5	2.7	-4.1	0.6	1.0
Estados y municipios	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	2.4	2.9	-0.6	-4.6	-4.4	-3.6
Financiamiento al Sector Privado ^{7/}	2.4	3.0	3.0	3.9	2.2	2.2	2.1	5.5	4.3	3.1	0.8	1.6
Interno	1.6	3.0	3.1	3.2	2.7	2.6	1.9	9.0	7.6	4.5	4.2	4.7
Externo	0.8	0.0	0.0	0.6	-0.5	-0.4	2.6	-2.1	-3.5	-0.7	-8.9	-7.4
Otros conceptos ^{8/}	1.3	0.0	1.5	3.3	0.4	0.7	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

Nota: Los flujos anuales como porcentaje del PIB en cada trimestre reportado se refieren a la suma acumulada de las fuentes y usos de recursos financieros de los últimos cuatro trimestres expresados en % del PIB nominal promedio de los mismos últimos cuatro trimestres. Las siglas n.s. se refieren a datos no significativos.

1/ Corresponde al agregado de activos financieros internos F1, compuesto por las fuentes internas monetarias (ver nota 2 de este cuadro) y no monetarias (ver nota 3 de este cuadro).

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

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

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

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

6/ Se refiere a los Requerimientos Financieros del Sector Públicos (RFSP) de cada ejercicio, los cuales incluyen la aplicación de los remanentes de operación del Banco de México entregados al Gobierno Federal. Por ello, las cifras de los rubros de Financiamiento al Sector Público y de Otros conceptos difieren de las reportadas en la Gráfica 29.

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

8/ Incluye las cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, de los intermediarios financieros no bancarios, del Infonavit y del Banco de México—incluyendo los títulos colocados por este Instituto Central con propósitos de regulación monetaria, destacando aquellos asociados a la esterilización del impacto monetario de sus remanentes de operación—. Asimismo, incluye pasivos no monetarios del IPAB, así como el efecto del cambio en la valuación de los instrumentos de deuda pública, entre otros conceptos.

Fuente: Banco de México

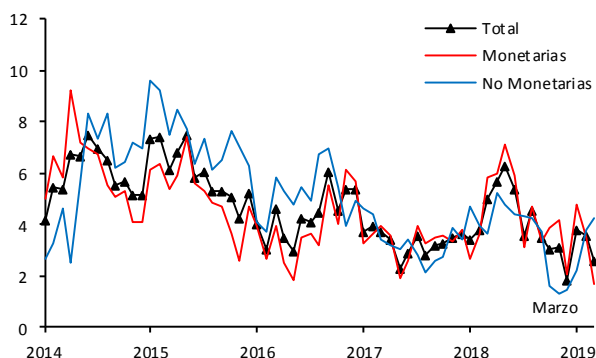
Cabe señalar que se observa cierta heterogeneidad en la dinámica de los componentes de las fuentes internas. Por un lado, las fuentes monetarias continuaron creciendo a un ritmo relativamente bajo, reflejando un flujo anual de 2.3% del PIB, cifra inferior a la observada al cierre de 2018 (2.8% del PIB) y al promedio de 3.5% del PIB registrado entre 2015 y 2017 (Gráfica 32a). Este menor ritmo de expansión se observó principalmente en el componente más líquido (Gráfica 32b), posiblemente como reflejo del mayor costo de oportunidad de mantener activos de bajo o nulo rendimiento, el cual habría sido inducido por el nivel de las tasas de interés de corto plazo asociado a la postura de política monetaria. En contraste, las fuentes no monetarias registraron una recuperación respecto al trimestre anterior (Gráfica 32a). En efecto, el flujo anual de las fuentes no monetarias fue de 1.9% del PIB en el primer trimestre

de 2019, lo cual se compara con una cifra de 1.4% del PIB al cierre de 2018. Ello se explica principalmente por un repunte en el saldo de los fondos de ahorro para el retiro, el cual había registrado una contracción durante el trimestre previo debido a un efecto de valuación adverso.

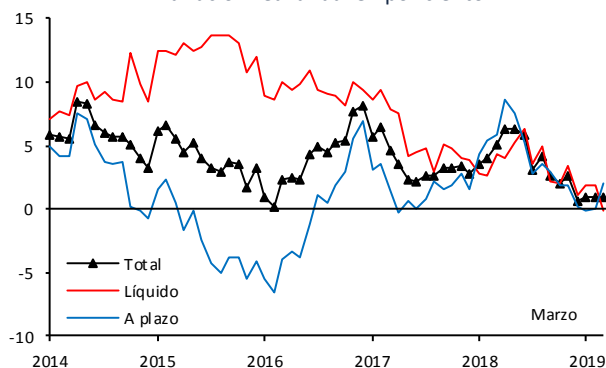
Por el lado de los usos de recursos financieros de la economía, durante el primer trimestre de 2019, el financiamiento al sector público se situó en 2.1% del PIB, cifra que se compara con la observada al cierre de 2018 de 2.3% del PIB. Por su parte, el saldo de la reserva internacional se situó en 176.6 miles de millones de dólares (m.m.d.), cifra ligeramente superior a la observada al cierre de 2018 (174.8 m.m.d.). En lo que se refiere al financiamiento total al sector privado no financiero, el flujo anual fue similar al del trimestre previo (2.2% del PIB), ello posterior a

la desaceleración que se registró en el segundo semestre de 2018 (al pasar de 3.6% del PIB en el segundo trimestre a 2.2% en el cuarto trimestre). Destaca que este menor flujo de financiamiento se observa de manera simultánea que la desaceleración de la actividad económica registrada en el cuarto trimestre de 2018 y la contracción en el primero de 2019. A su interior, el financiamiento externo siguió presentando un flujo anual negativo por tercer trimestre consecutivo. No obstante, en marzo y abril hubo una reactivación de la colocación de deuda privada en el mercado internacional, principalmente con fines de refinanciamiento de deuda.

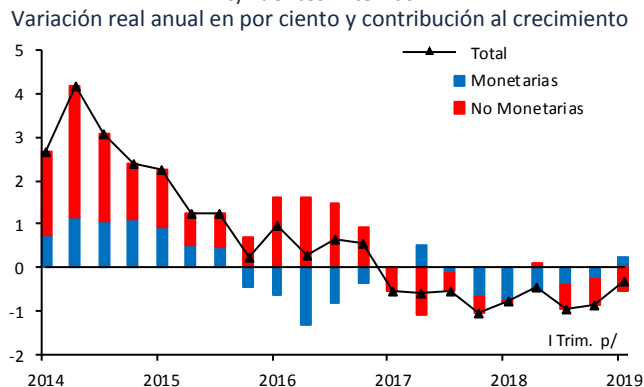
Gráfica 32
Fuentes de Recursos Financieros
a) Fuentes Internas (F1)
Variación real anual en por ciento



b) Agregado Monetario M2
Variación real anual en por ciento



c) Fuentes Externas



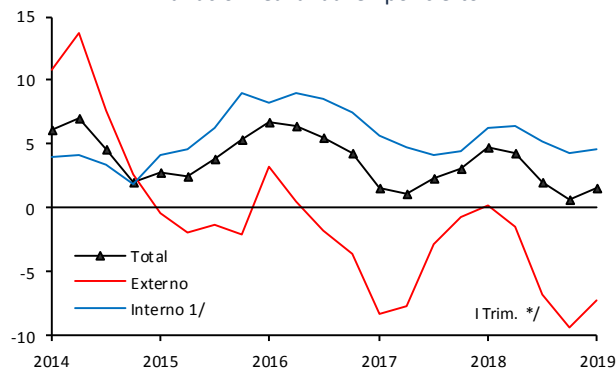
p/ Cifras preliminares.

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

Fuente: Banco de México.

De esta forma, el saldo del financiamiento total al sector privado no financiero se expandió a una tasa real anual de 1.6% en el trimestre que se reporta, cifra superior a la del cuarto trimestre de 0.8% (Gráfica 33). La siguiente sección ofrece mayores detalles sobre la evolución del financiamiento a los sectores público y privado.

Gráfica 33
Financiamiento Total al Sector Privado No Financiero
Variación real anual en por ciento



*/ Las cifras del financiamiento externo y total correspondientes al primer trimestre de 2019 son preliminares.

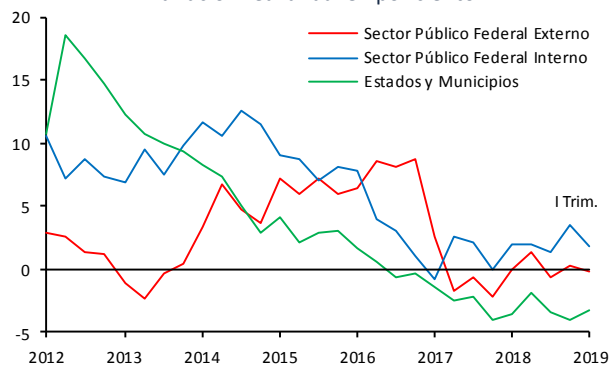
1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.

Fuente: Banco de México.

2.2.3.2. Financiamiento a la Economía ⁷

A partir de 2016 el Gobierno Federal implementó un ajuste a la postura fiscal que redujo los requerimientos de financiamiento al sector público. Ello, en el contexto del bajo ritmo de expansión de las fuentes de recursos de la economía, ha contribuido a mitigar las presiones sobre los mercados de fondos prestables en el país y facilitado que continúe la canalización de recursos financieros al sector privado.⁸ Así, en el primer trimestre de 2019, el financiamiento bruto interno y externo al sector público federal continuaron presentando un bajo ritmo de expansión. En tanto, desde el tercer trimestre de 2016 los estados y municipios han registrado una contracción en su utilización de recursos financieros (Gráfica 34).

Gráfica 34
Financiamiento al Sector Público No Financiero
Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

En cuanto al financiamiento interno al sector privado no financiero, el destinado a las empresas mostró un ritmo de expansión similar al del cierre de 2018. En efecto, en el primer trimestre de 2019 este presentó una tasa real anual de 6.3%, mientras que en el

trimestre previo fue de 6.0% (Gráfica 35). Dicho resultado se explica por el repunte en el crecimiento del crédito bancario a las empresas privadas no financieras, toda vez que se observó una menor emisión de deuda en el mercado interno (Gráficas 36 y 37). Al respecto del crédito bancario, su ritmo de expansión ha sido diferenciado por tamaño de empresas. En efecto, mientras que el financiamiento de la banca comercial a las empresas grandes se ha expandido a tasas reales cercanas a los dos dígitos, aquel destinado a empresas pequeñas y medianas ha crecido a tasas más bajas de alrededor de 2% en términos reales. Lo anterior puede explicarse, de acuerdo a las encuestas que realiza el Banco de México tanto a las empresas como a la banca comercial, por un incremento en la demanda de crédito de las empresas grandes.^{9,10} Ello sería resultado de una mayor necesidad de recursos para reestructuración de pasivos, puesto que la demanda de crédito asociada a la inversión en activos fijos pareciera haberse reducido, lo cual es congruente con la atonía que ha presentado la inversión fija bruta los últimos trimestres. Adicionalmente, como se ha señalado en informes anteriores, las empresas grandes han continuado sustituyendo pasivos externos por internos, como reflejo de condiciones de financiamiento restrictivas en los mercados internacionales (Gráfica 38). En contraste, en el segmento de las empresas pequeñas y medianas, la encuesta realizada a la banca comercial señala que los bancos con mayor participación de mercado reportaron una reducción en la demanda de crédito.

⁷ En esta sección se analiza con mayor detenimiento la evolución reciente del financiamiento a los sectores público y privado, entendido como el financiamiento bruto que reciben estos sectores de los intermediarios financieros externos e internos, así como a través de la emisión de deuda. Esta medida de financiamiento permite contar con un indicador comparable entre los sectores público y privado no financiero –empresas y hogares–.

⁸ El financiamiento bruto al sector público considera al Gobierno Federal, los organismos y empresas públicas y los estados y municipios. A diferencia del Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), que es una medida de endeudamiento neto y que además considera pasivos contingentes, esta medida de financiamiento no contempla su tenencia de activos financieros, ni otros pasivos de este sector, tales como los correspondientes al IPAB y Fonadin, las obligaciones de la Ley del ISSSTE, los bonos de pensión de Pemex y CFE, entre otros.

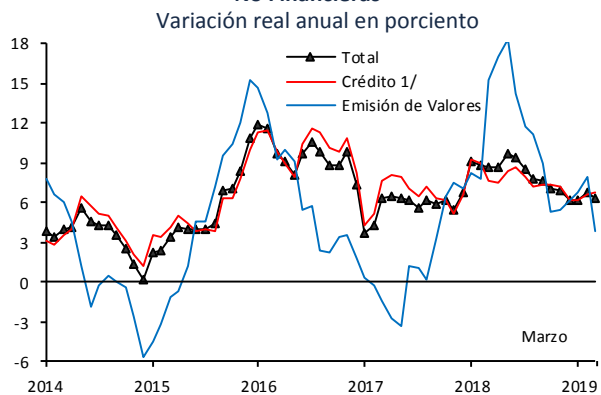
⁹ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa sobre la Evolución Trimestral del Financiamiento a las Empresas durante el trimestre Enero - Marzo de 2019, disponible en la siguiente liga:

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

¹⁰ Para mayor información al respecto, consultar el comunicado de prensa de la Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario durante el trimestre Enero - Marzo de 2019, disponible en la siguiente liga:

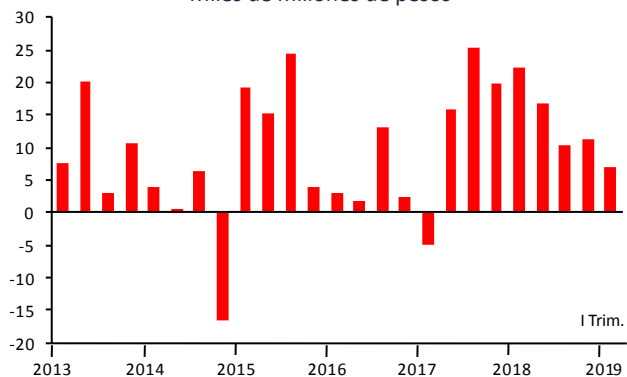
<http://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/encuesta-sobre-condiciones-generales-y-estandares-/condiciones-en-credito-bancar.html>

Gráfica 35
Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras ^{1/}



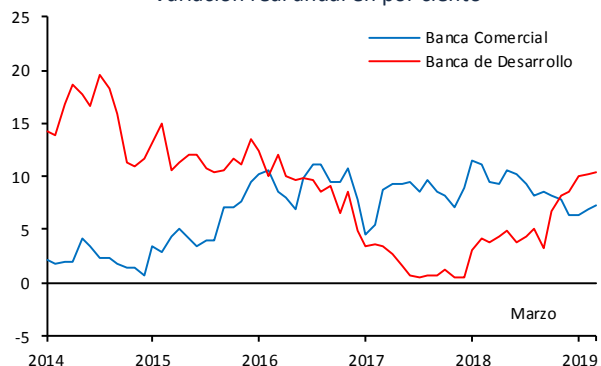
^{1/} Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito. Incluye el crédito de la banca comercial, la de desarrollo y la de otros intermediarios financieros no bancarios.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 36
Colocación Neta de Valores de Mediano Plazo de Empresas Privadas No Financieras ^{1/}
Miles de millones de pesos



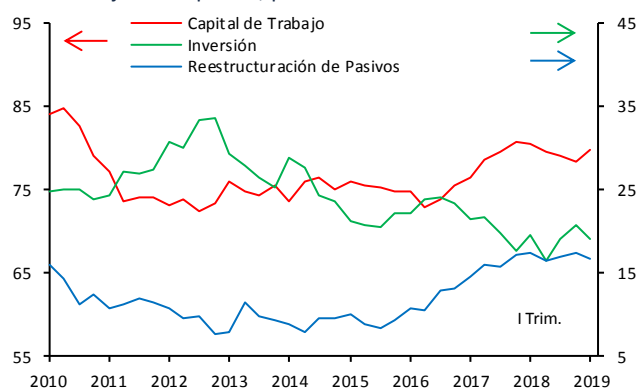
^{1/} Colocaciones menos amortizaciones (vencimientos y prepagos) en el trimestre.
Fuente: Banco de México.

Gráfica 37
Crédito Vigente a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual en por ciento

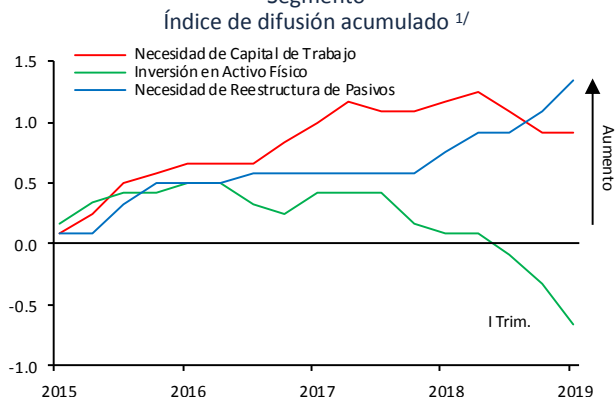


Fuente: Banco de México.

Gráfica 38
Uso de Crédito Bancario por parte de Empresas Grandes
a) Destino Principal del Nuevo Crédito Bancario según Empresas con más de 100 Empleados
Porcentaje de empresas, promedio móvil cuatro trimestres



b) Factores Relacionados con la Demanda de Crédito de Empresas Grandes según Bancos con Mayor Participación en el Segmento

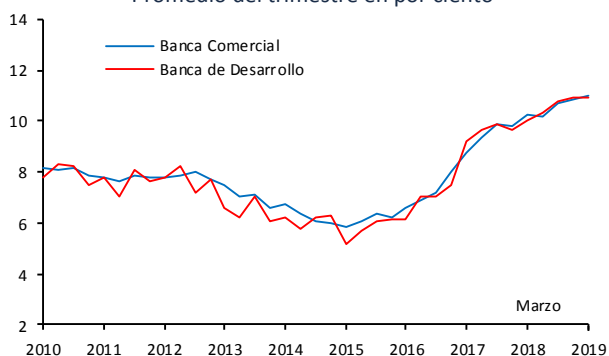


^{1/} Para cada trimestre, el índice de difusión puede tomar un valor de -1 a 1, donde los valores positivos (negativos) denotan aumentos (disminuciones) en el concepto correspondiente. El índice de difusión acumulado se calcula sumando el valor correspondiente a cada trimestre a la suma de los trimestres previos.
Fuente: Encuesta de Evaluación Coyuntural del Mercado Crediticio (EECMC) y Encuesta sobre Condiciones Generales y Estándares en el Mercado de Crédito Bancario (EnBan), Banco de México.

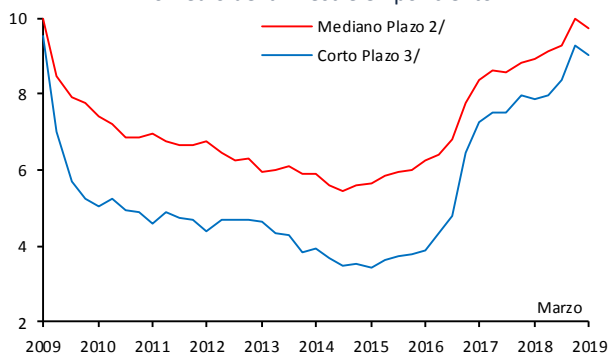
Asimismo, los bancos con mayor participación de mercado señalaron que hubo un apretamiento de los estándares de otorgamiento de crédito tanto en el segmento de empresas grandes como en el de las pequeñas y medianas.¹¹ No obstante, los costos del financiamiento a las empresas privadas no financieras en el primer trimestre de 2019 no presentaron incrementos significativos con respecto al trimestre previo, si bien permanecieron en niveles elevados (Gráfica 39).

Gráfica 39
Costos de Financiamiento de las Empresas Privadas No Financieras

a) Tasa de Interés Anual de Nuevos Créditos ^{1/}
Promedio del trimestre en por ciento



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



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

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

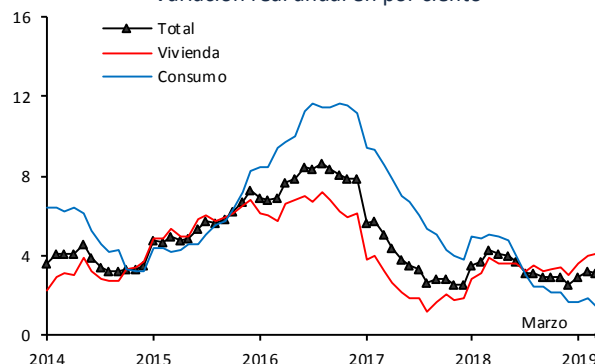
3/ Tasa promedio ponderada de las colocaciones de deuda privada con plazo de hasta un año, expresada en curva de 28 días. Incluye únicamente certificados bursátiles.

Fuente: Banco de México.

Por su parte, el saldo del crédito a los hogares continuó presentando un crecimiento moderado, si bien en marzo su variación real anual de 3.1% fue

mayor a la de diciembre de 2018 de 2.5%. A su interior, se observa cierta heterogeneidad. Por un lado, la cartera de crédito a la vivienda presentó un repunte en su crecimiento, al registrar una variación real anual de 4.1% en el primer trimestre de 2019 que se compara con de la 3.0% observada en el trimestre previo. Por otro lado, el crédito al consumo continuó reduciendo su ritmo de expansión, que pasó de 1.6% en el cuarto trimestre de 2018 a 1.4% en el primer trimestre de 2019. Ello en un entorno caracterizado por cierta desaceleración del consumo privado observado en los últimos dos trimestres (Gráfica 40).

Gráfica 40
Crédito Total a los Hogares ^{1/}
Variación real anual en por ciento



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

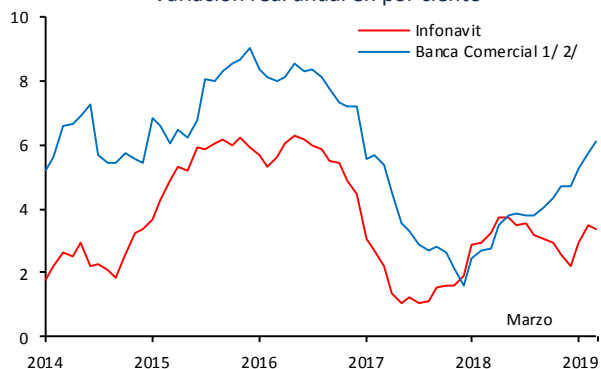
Fuente: Banco de México.

A su interior, en el trimestre de referencia el crédito hipotecario otorgado por el Infonavit parece haber revertido la pérdida de dinamismo que registró en el segundo semestre de 2018. Por su parte, la cartera de vivienda de la banca comercial mantuvo la recuperación en su ritmo de expansión que ha presentado desde 2018 (Gráfica 41). Esto último podría estar explicado, de acuerdo con la encuesta a bancos, por una mayor demanda de crédito para la adquisición de vivienda a partir del segundo trimestre de 2018. Lo anterior en un entorno en el que las tasas de interés de los nuevos créditos de la banca comercial para la adquisición de vivienda se han mantenido estables desde el segundo trimestre de 2017. Cabe señalar que en este resultado la política monetaria ha desempeñado un papel importante, al

¹¹ El grupo de bancos con mayor participación de mercado representa al menos el 75% del saldo de la cartera de crédito bancario del segmento correspondiente.

contener las primas de riesgo que inciden en las tasas de interés de largo plazo (Gráfica 42).

Gráfica 41
Crédito Vigente a la Vivienda
Variación real anual en por ciento

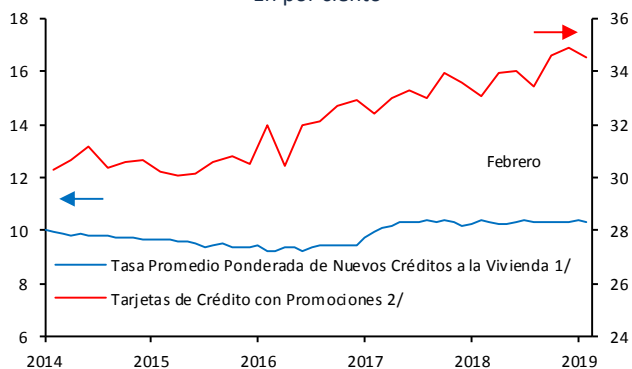


1/ Las cifras se ajustan por la salida e incorporación de algunos intermediarios financieros a la estadística de crédito.

2/ Las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por efectos de traspaso y reclasificación de créditos en cartera directa, del traspaso de la cartera del fideicomiso UDIS al balance de la banca comercial y por la reclasificación de créditos en cartera directa a ADES.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 42
Tasa de Interés Anual del Crédito a los Hogares
En por ciento



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

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

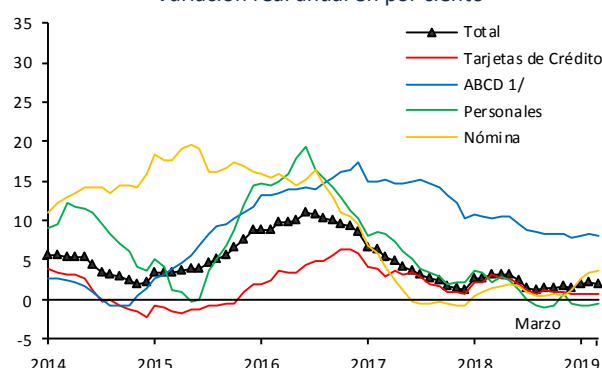
Fuente: Banco de México.

En contraste, el crédito de la banca comercial al consumo mantuvo un bajo ritmo de expansión (Gráfica 43). A este respecto, en el primer trimestre de 2019 de acuerdo con la encuesta a bancos, aquellos con mayor participación en el segmento de crédito al consumo señalaron, en general, la

presencia de cierta debilidad en la demanda y que las condiciones de otorgamiento de crédito continúan siendo apretadas. Las tasas de interés de los créditos al consumo se encuentran en niveles similares a los observados en 2017, mientras que aquellas asociadas a las tarjetas de crédito mostraron un movimiento lateral posterior a los incrementos registrados a partir de finales de 2017 (Gráfica 42).

En suma, a pesar de la incipiente mejoría en el ritmo de expansión de las fuentes de recursos financieros observada en el trimestre que se reporta, el nivel de estas fuentes continúa siendo menor respecto a años previos. En efecto, si bien esta mejoría es consistente con el desempeño más favorable registrado en los mercados financieros nacionales en el último trimestre, el cual puede explicarse en parte por una disminución en la percepción de la prima de riesgo país y de una mejora en las condiciones financieras externas, hacia delante persisten riesgos de que las fuentes de recursos financieros continúen siendo limitadas.

Gráfica 43
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo
Variación real anual en por ciento



1/ Incluye crédito automotriz y crédito para la adquisición de otros bienes muebles.
Fuente: Banco de México.

2.2.3.3. Activos Financieros Internos (F)¹²

En el primer trimestre de 2019 los activos financieros internos —medidos por el agregado F— registraron un crecimiento anual en términos reales ligeramente negativo, de -0.1%. Ello se compara con la contracción registrada al cierre de 2018 de -3.2% (Gráfica 44). La menor contracción refleja en parte un

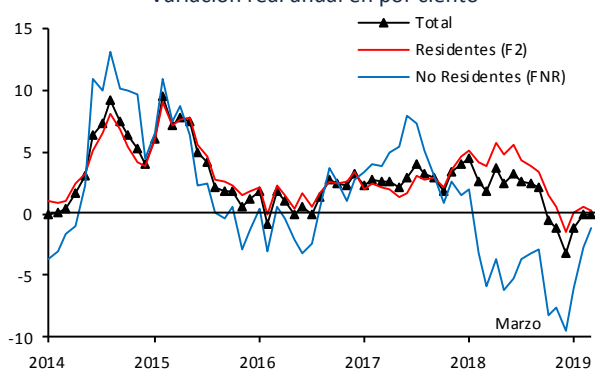
¹² El agregado F representa la medida más amplia de los instrumentos financieros emitidos en México en poder de los sectores tenedores de dinero en sentido amplio. Para mayor información sobre el cálculo de este indicador y otros relacionados, se sugiere consultar la nota metodológica

“Redefinición de los agregados monetarios y medición de los activos financieros internos”, disponible en la siguiente liga:

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

efecto valuación positivo durante el trimestre de referencia, consecuencia a su vez del desempeño favorable en los precios de los activos financieros en México durante el periodo. A su interior, los activos financieros en poder de residentes —medidos en el agregado F2— registraron un crecimiento real anual de 0.2% en el trimestre de referencia, lo cual se compara con una contracción observada al cierre de 2018 (-1.6%). Por su parte, los activos financieros internos en poder de no residentes —medidos en el agregado FNR— registraron una contracción de -1.2% real anual durante el primer trimestre de 2019, una reducción de menor magnitud a la observada al cierre de 2018 (-9.6%).

Gráfica 44
Activos Financieros Internos (F)
Variación real anual en por ciento



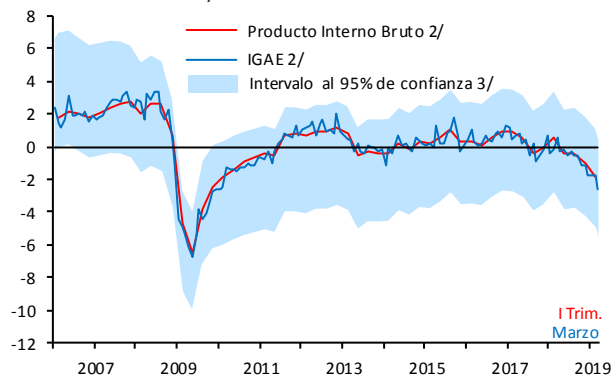
Fuente: Banco de México.

2.2.4. Condiciones de Holgura en la Economía

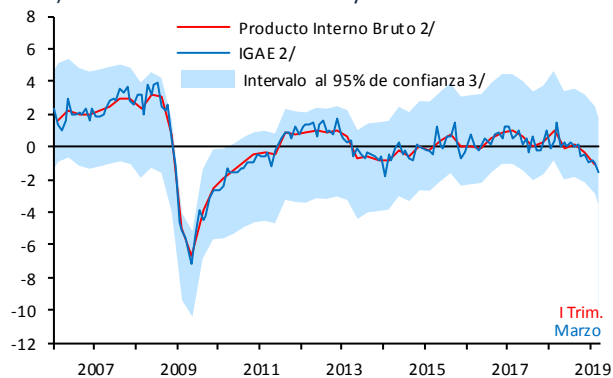
En cuanto a la posición cíclica de la economía, se estima que las condiciones de holgura exhibieron un relajamiento hacia finales de 2018 y en el primer trimestre de 2019 (Gráficas 45 y 46). En particular, para el periodo que se reporta las estimaciones de la brecha del producto, tanto la total, como la que excluye el sector petrolero, mostraron niveles inferiores a los observados en trimestres previos. Por su parte, con información a febrero de 2019, el indicador mensual de holgura presentó un nivel ligeramente inferior al observado hacia finales de 2018. Por agrupación de indicadores de holgura, los relacionados con el consumo y el mercado de fondos prestables presentaron un mayor relajamiento, en tanto que el indicador asociado con el mercado

laboral mostró una estrechez similar a la registrada en diciembre del año pasado (Gráfica 47).¹³

Gráfica 45
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
Porcentaje del producto potencial, a. e.
a) Producto Interno Bruto



b) Producto Interno Bruto Excluyendo Sector Petrolero^{4/}



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

1/ Estimadas con el filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas; ver Informe sobre la Inflación Abril - Junio 2009, Banco de México, p. 74.

2/ Cifras del PIB al primer trimestre de 2019 y del IGAE a marzo de 2019.

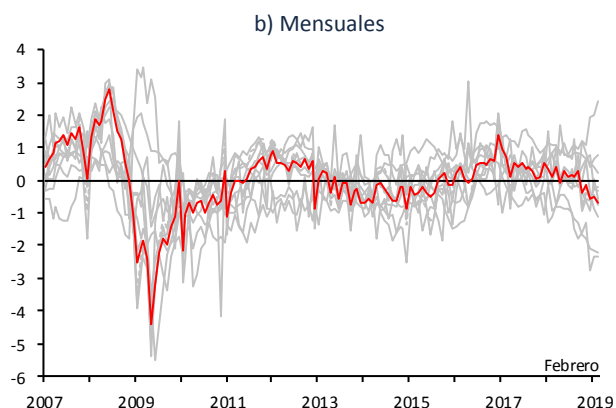
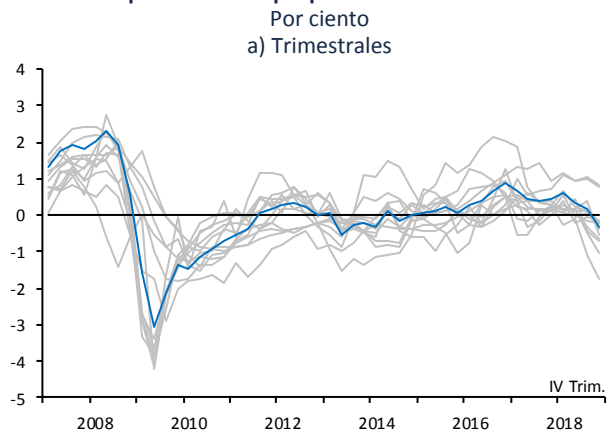
3/ Intervalo de confianza de la brecha del producto calculado con un método de componentes no observados.

4/ Excluye la extracción de petróleo y gas, los servicios relacionados con la minería y la fabricación de productos derivados del petróleo y del carbón.

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

¹³ Ver Banco de México (2017). "Indicadores de Holgura para la Identificación de Presiones Inflacionarias", en el Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017, pp. 47-49.

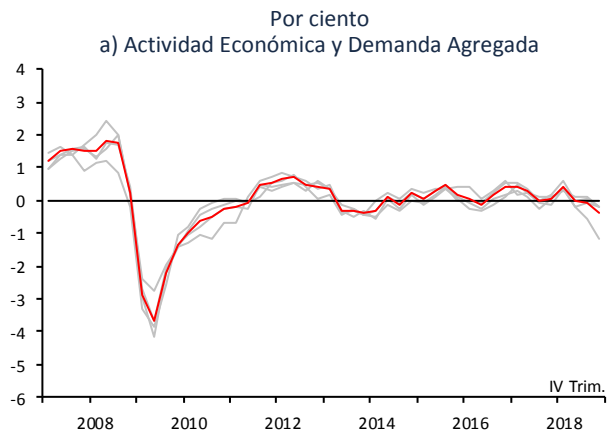
Gráfica 46
Primer Componente Principal por Frecuencia de Indicadores ^{1/}
Por ciento



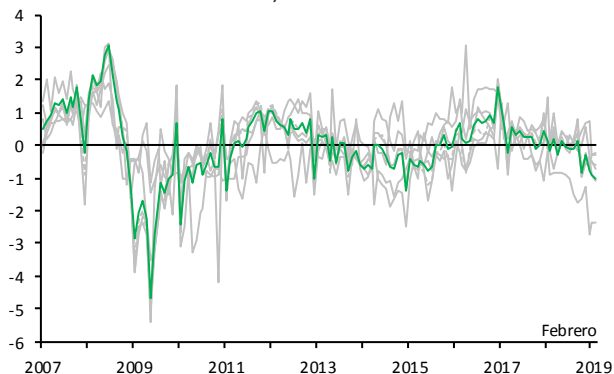
^{1/} Índices construidos con base en la metodología CCM; ver Recuadro 4 del Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2017. Los índices de holgura mensuales y trimestrales se basan en el primer componente principal de conjuntos que incluyen 11 y 12 indicadores, respectivamente. El primer componente representa 50.6 y 58.2% de la variación conjunta de los indicadores mensuales y trimestrales, respectivamente. Las líneas grises corresponden a los indicadores de holgura individuales utilizados en el análisis de Componentes Principales.

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

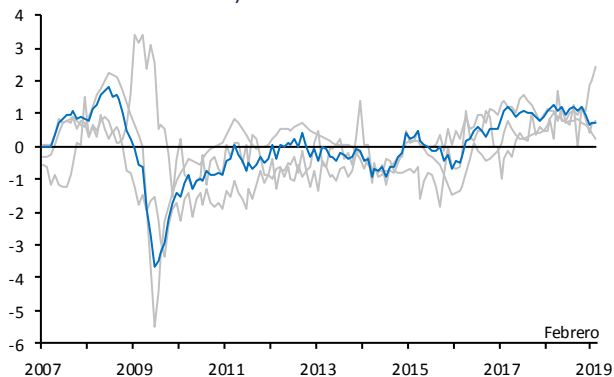
Gráfica 47
Primer Componente Principal por Grupo de Indicadores ^{1/}
Por ciento



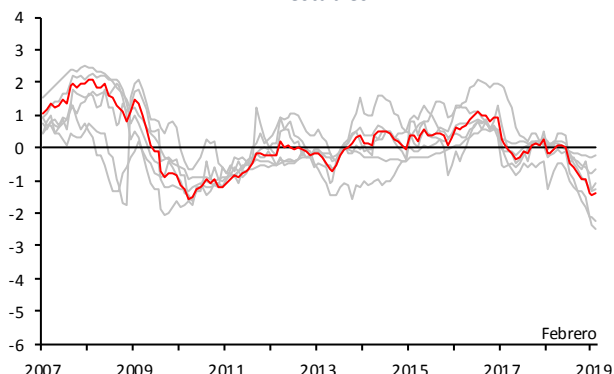
b) Consumo



c) Mercado Laboral



d) Condiciones de Demanda en el Mercado de Fondos Prestables



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

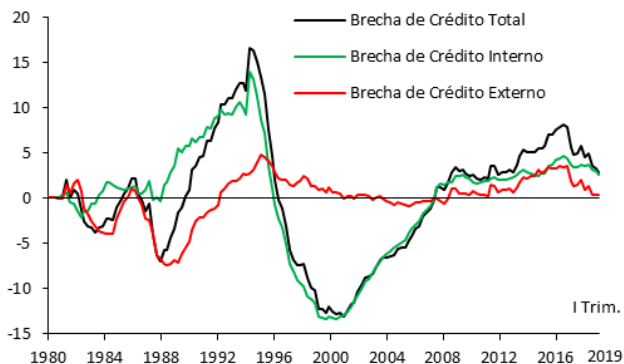
Fuente: Elaboración propia con información de INEGI y Banco de México.

2.2.5. Estabilidad del Sistema Financiero

2.2.5.1. Financiamiento Agregado

En el entorno económico descrito, la desviación del crédito de su tendencia de largo plazo continúa mostrando la trayectoria decreciente que se observó a partir de 2016, debido sobre todo, a una reducción en las fuentes externas de financiamiento. Al mismo tiempo, el financiamiento interno se ha desacelerado e incluso ha llegado a mostrar una disminución en los trimestres más recientes. En particular, el financiamiento externo ha caído mientras que el componente de financiamiento interno se ha desacelerado a un menor ritmo en los últimos trimestres. Como resultado, la brecha de crédito ha ido disminuyendo (Gráfica 48). Es importante destacar que, si bien este indicador se ha utilizado para identificar las vulnerabilidades en el sistema financiero derivadas del rápido crecimiento del crédito, es necesario considerar otros elementos, tales como la calidad de la cartera, los estándares de originación y otras condiciones de oferta y demanda del crédito.

Gráfica 48
Brecha de Crédito Interno y Externo^{1/}
Por ciento



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

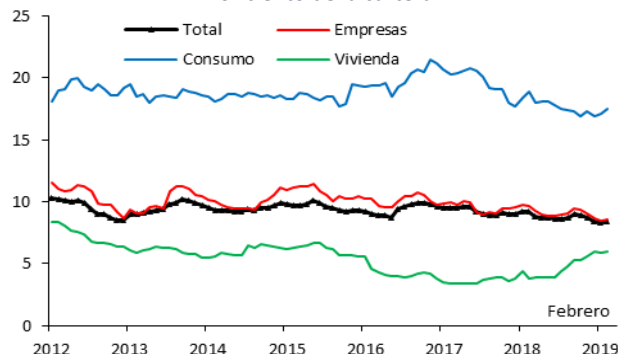
Fuente: Elaboración de Banco de México con información del INEGI y Banco de México.

2.2.5.2. Riesgo de Crédito de la Banca Múltiple

El riesgo de crédito de la banca, medido mediante el valor en riesgo condicional (CVaR) como proporción del portafolio de crédito, disminuyó marginalmente

durante los primeros dos meses de 2019 impulsado por las caídas en el riesgo de las carteras de crédito de empresas y consumo. La cartera de créditos a empresas es la que más contribuye al riesgo del sistema debido a la mayor participación en el saldo y a la mayor concentración de cartera (Gráfica 49).

Gráfica 49
Valor en Riesgo Condicional Anual al 99.9%
por Tipo de Crédito
Por ciento de la cartera



Fuente: Banco de México.

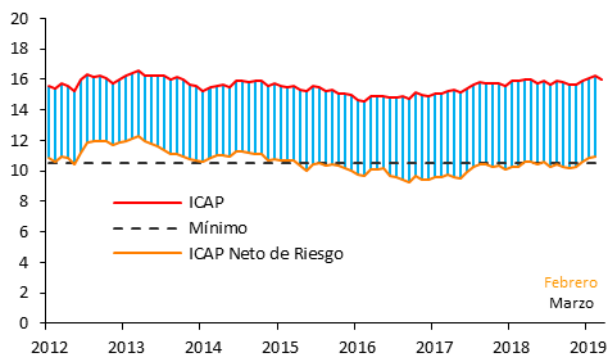
Por su parte, el capital regulatorio de una institución bancaria le permite hacer frente a las pérdidas no esperadas de su portafolio de crédito, mientras que las reservas le permiten afrontar las pérdidas esperadas por el incumplimiento de sus acreditados. Así, para evaluar si los niveles de capitalización de un banco son adecuados para hacer frente a situaciones extremas, es importante evaluar el impacto que tendrían pérdidas no anticipadas sobre dicho nivel de capital. El CVaR¹⁴ muestra el esperado de las pérdidas máximas a un nivel de confianza (valores extremos en la cola de la distribución). Al respecto, el índice de capitalización neta de riesgo¹⁵ permite realizar dicho análisis. Este indicador aumentó ligeramente durante el trimestre de referencia como resultado de la disminución del CVaR y del aumento del índice de capitalización (ICAP) de la banca, por lo que se mantiene en niveles ligeramente superiores al mínimo regulatorio, lo cual muestra que la banca cuenta con la capacidad suficiente para absorber posibles pérdidas no esperadas derivadas del incumplimiento crediticio de sus acreditados (Gráfica 50).

¹⁴ El valor en riesgo condicional (CVaR) permite analizar las pérdidas en la cola de la distribución, ya que representa el valor esperado de la pérdida cuando esta es mayor al VaR, el cual a su vez, representa el percentil que corresponde a un nivel de confianza determinado en una

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

¹⁵ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el valor del CVaR de la cartera de crédito tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.

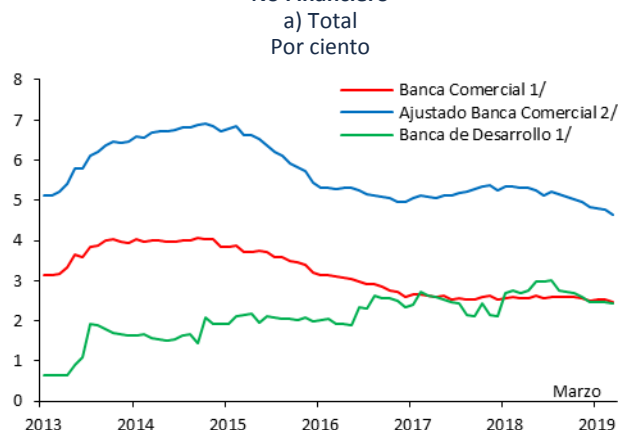
Gráfica 50
Índice de Capitalización Neta de Riesgo 1/
 Por ciento



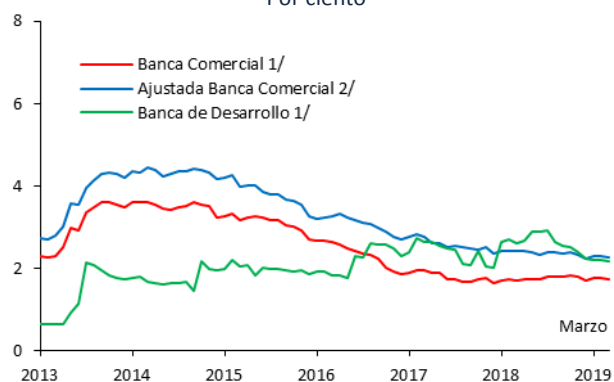
1/ Se estima como el índice de capitalización que resulta al reducir el CVaR tanto del capital neto como de los activos ponderados por riesgo.
 Fuente: Banco de México.

La disminución generalizada en la morosidad del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero observada en el cuarto trimestre de 2018 se mantuvo durante los primeros meses de 2019, al pasar de un nivel de 2.51% en diciembre de 2018 a 2.45% en marzo del año en curso. En particular, el índice de morosidad (IMOR) en el crédito al consumo exhibió una reducción de 16 puntos base, al pasar de un nivel de 4.38% en diciembre a 4.22% en marzo. Así, el IMOR del crédito al consumo continuó presentando la tendencia a la baja que ha mostrado desde mayo de 2018. Dentro de los componentes del crédito al consumo, destaca la baja registrada durante el primer trimestre de 2019 en el IMOR de los créditos personales de 52 puntos base y de los créditos de nómina de 39 puntos base, los cuales más que compensaron el incremento de 19 puntos base en el IMOR de las tarjetas de crédito. Por su parte, el IMOR de la cartera de créditos a la vivienda se redujo 10 puntos base entre diciembre de 2018 y marzo de 2019, en tanto que el IMOR de créditos a empresas exhibió un incremento marginal de 2 puntos base, en el mismo periodo (Gráfica 51).

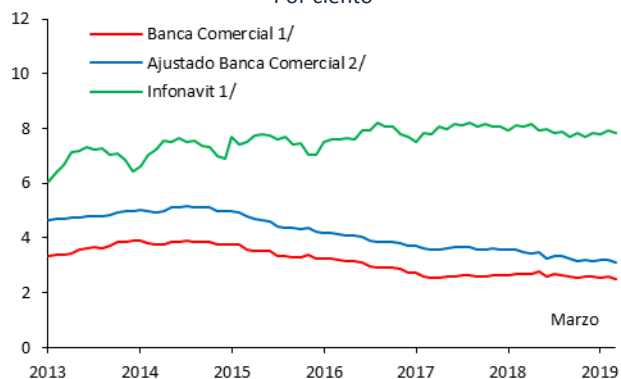
Gráfica 51
Índices de Morosidad del Crédito al Sector Privado
No Financiero



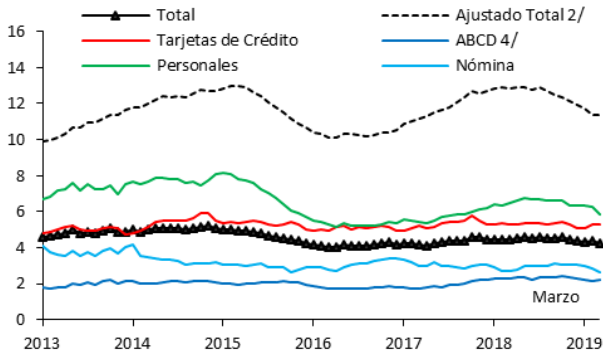
b) Empresas
 Por ciento



c) Vivienda
 Por ciento



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



1/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el saldo de la cartera vencida entre el saldo de la cartera total.
 2/ El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el saldo de la cartera vencida más castigos acumulados en los últimos 12 meses entre el saldo de la cartera total más castigos acumulados en los últimos 12 meses.
 3/ Incluye a las Sofomes ER subsidiarias de instituciones bancarias y grupos financieros.
 4/ Incluye crédito para la adquisición de bienes muebles y crédito automotriz.
 Fuente: Banco de México.

2.2.5.3. Riesgo de Mercado de la Banca Múltiple

Durante el primer trimestre del año mejoraron las condiciones en los mercados respecto a las observadas en el trimestre anterior, registrando una menor volatilidad en el tipo de cambio del peso frente al dólar y alzas en los principales índices accionarios internacionales, aunque esto último se ha revertido parcialmente en las últimas semanas.

Durante los primeros 2 meses del año también se registraron disminuciones en los niveles de riesgo de mercado de los portafolios de los bancos, medido a través de su CVaR como proporción del capital neto, el cual pasó de 4.99% a 4.38% (Gráfica 52).

Gráfica 52
Valor en Riesgo Condicional al 99.9% para el Riesgo de Mercado de la Banca
Por ciento del capital neto

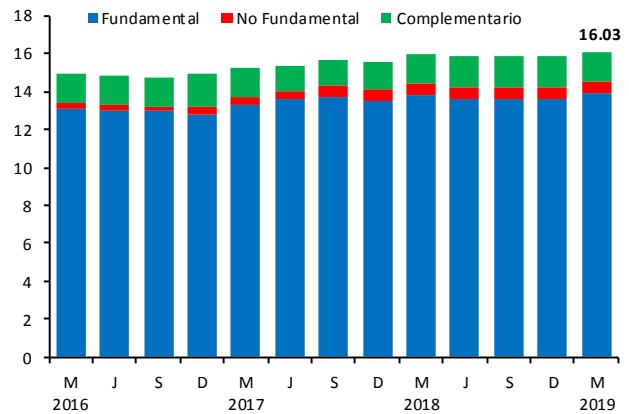


Fuente: Banco de México.

2.2.5.4. Solvencia y Liquidez de la Banca Múltiple

Al cierre de marzo de 2019, el ICAP de la banca múltiple mostró una mejoría en relación al nivel observado en el último trimestre de 2018 (15.90% al cuarto trimestre respecto a 16.03% del primero de 2019). Estas condiciones reflejan una situación de solidez para hacer frente a los riesgos de la banca. El incremento en el ICAP registrado durante los primeros tres meses de 2019 respondió a una expansión del capital neto, debido a un aumento en el capital fundamental, que es el de mayor calidad para absorber pérdidas. Esta situación más que compensó el incremento en los activos sujetos a riesgo, principalmente de aquellos asociados a capitalizar los riesgos de mercado de operaciones de tasa de interés nominal en moneda nacional (Gráfica 53).

Gráfica 53
Evolución del Capital Regulatorio
En por ciento de activos ponderados por riesgo



Fuente: Banco de México.

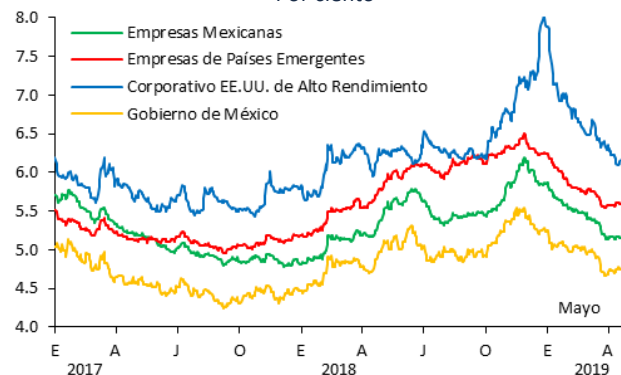
Con respecto al riesgo de liquidez, las instituciones de banca múltiple muestran niveles satisfactorios del Coeficiente de Cobertura de Liquidez, lo que indica que cuentan con activos líquidos suficientes para hacer frente a escenarios adversos de corto plazo. Por otra parte, las instituciones muestran también niveles adecuados del Coeficiente de Financiamiento Estable Neto, lo que señala que las características de su financiamiento recibido en cuanto a plazo y estabilidad, son acordes con las características de sus activos en cuanto a plazo y liquidez.

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

El financiamiento al sector privado no financiero otorgado por entidades y empresas financieras no bancarias del país, reguladas y no reguladas, ascendió al cierre de 2018 a 1.1 billones de pesos, representando un 14.3% del financiamiento total, y registró un crecimiento real anual del 0.5% respecto al mismo periodo del año anterior. En algunos segmentos de cartera, como la automotriz, la participación de mercado de este tipo de instituciones es dominante (70.3% del total al cierre de 2018). En ese segmento, la morosidad de la cartera originada por entidades no bancarias aumentó a partir de 2018 y alcanzó un nivel similar al que registró la de la banca al cierre de ese año (2%), para luego descender durante el primer trimestre del año en curso. La morosidad de la cartera de otros segmentos mostró niveles estables para las entidades aquí mencionadas en el periodo comentado.

Durante el primer trimestre de 2019, continuó el bajo número de emisiones de deuda observada a fines de 2018 por parte de empresas no financieras mexicanas. Lo anterior a pesar de que las condiciones para la emisión de deuda para esas empresas y de otros países con perfiles de riesgo similar han venido mejorando desde inicios de este año, lo que se refleja en caídas de las tasas de rendimiento (Gráfica 54); sin embargo, a fines de marzo y principios de abril se registraron emisiones en mercados internacionales por parte de Cemex, Minera Boleo y América Móvil por 400 millones de euros, por 400 y 2,250 millones de dólares, respectivamente, aprovechando las condiciones de tasas favorables. Las emisiones se utilizarán principalmente para refinanciar pasivos.

Gráfica 54
Rendimiento de la Deuda Emitida en Mercados Internacionales
Por ciento



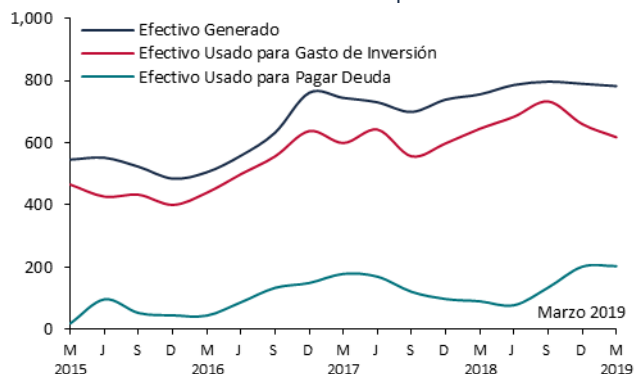
Fuente: Bloomberg e ICE-BofAML.

Durante el último trimestre del 2018 y el primero de este año las condiciones crediticias más restrictivas registradas en el exterior provocaron que la mayoría de las empresas listadas aumentaran su dependencia del financiamiento bancario interno para reducir su dependencia de fuentes externas, manteniendo el saldo de su deuda estable. Asimismo, se registró una mayor participación del financiamiento de corto plazo, en el total del financiamiento incluyendo el obtenido a través de proveedores. Algunas empresas incluso extendieron los calendarios de pago de sus cuentas por pagar, mientras que el plazo en que cobrarían sus facturas se redujo. Lo anterior apuntaría a que podrían estar optimizando su liquidez.

Además, al primer trimestre del año se observó una mayor cautela de las empresas ante un entorno de mayor incertidumbre y menores expectativas de crecimiento en la actividad económica que se reflejó en una desaceleración en su gasto en inversión con respecto al trimestre previo (Gráfica 55). Por otro lado, el indicador de apalancamiento mostró una mejoría, situación que se explica principalmente porque el nivel de endeudamiento neto del efectivo disponible disminuyó ligeramente a la vez que el flujo operativo aumentó. Por su parte, el indicador de servicio de deuda mostró un ligero repunte para el periodo comentado.

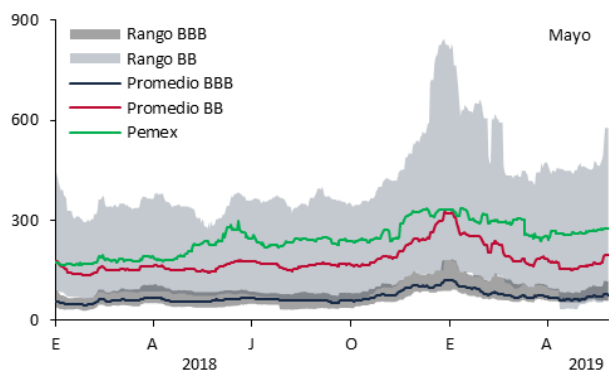
Durante el primer trimestre de 2019, y en respuesta a las acciones anunciadas por parte de la SHCP en el sentido de que apoyaría mediante un plan de mejora la situación financiera de Pemex, se observó una ligera reducción en el costo de la cobertura crediticia de esa empresa, medido a través del precio del swap de incumplimiento crediticio (CDS por sus siglas en inglés), no obstante este se mantiene en niveles mayores que los observados para empresas petroleras con una calificación crediticia similar o inferior a la empresa (Gráfica 56). El aumento en el costo del acceso al financiamiento de Pemex se dio en un contexto en el cual algunas agencias calificadoras disminuyeron la calificación crediticia de la empresa o su perspectiva, asociado principalmente a preocupaciones respecto al deterioro en su posición financiera. En este sentido, las agencias calificadoras han considerado que además de los apoyos financieros anunciados por el Gobierno Federal, la implementación del plan de negocios de Pemex debe realizarse en apego a los objetivos financieros y de negocio de la empresa con objeto de mejorar su perfil financiero y su capacidad de producción.

Gráfica 55
Flujo de Efectivo Generado y Utilizado de las Empresas No Financieras Listadas
 Miles de millones de pesos



Fuente: BMV.

Gráfica 56
Costo de la Cobertura Crediticia Medida por el CDS de la Deuda Emitida por Pemex y Empresas Petroleras con Calificación BB y BBB 1/
 Puntos base



1/ Se consideraron 7 empresas petroleras en la categoría BBB (Andeavor, Apache, Canadian Natural Resources, Eni, Halliburton, Repsol y Valero Energy) y 6 en la categoría BB (Anadarko, Devon Energy, Encana, Hess, Nabors, y Petrobras). Para construir el promedio por calificación se tomó un promedio simple de los CDS de las petroleras en cada nivel de calificación crediticia.

Fuente: Indeval y Bloomberg.

3. Evolución Reciente de la Inflación

3.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2019

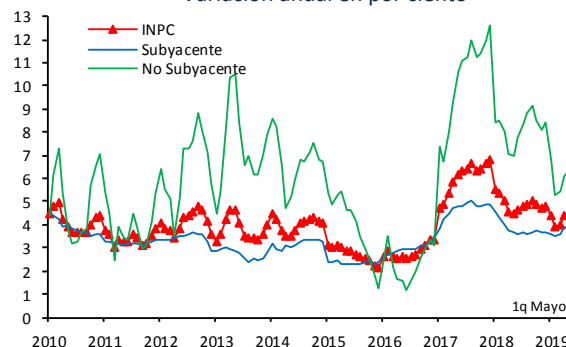
La inflación general anual promedio disminuyó en el periodo que se reporta respecto al último trimestre de 2018, en línea con lo anticipado, si bien la inflación subyacente se ubicó ligeramente por encima de lo esperado. En efecto, buena parte de la disminución que presentó la inflación general se debió a una menor inflación no subyacente. En este sentido, se continúan percibiendo riesgos en el comportamiento de la inflación subyacente, la cual se ha mantenido en niveles elevados, mostró un repunte en abril, aun controlando por los efectos estacionales, y a su interior se han venido observando aumentos en los precios de las mercancías alimenticias, así como tasas altas de inflación en diversos servicios.

En este contexto, cabe mencionar que los mayores incrementos salariales que se han registrado durante el 2019 en el sector formal de la economía, influyendo los aumentos aplicados en enero al salario mínimo, podrían estar dando lugar a presiones sobre los costos de producir y vender bienes y servicios en aquellos sectores donde la productividad no ha crecido al mismo ritmo, generando así presiones sobre los precios. En adición a lo anterior, el aumento en la capacidad de gasto de algunos hogares puede facilitar el traspaso a precios de los mayores costos. Por otro lado, el alza que han mostrado los precios de los energéticos también pudiera estar comenzando a contribuir a generar presiones en la inflación subyacente por los efectos indirectos que ejercen estos insumos sobre este subíndice, así como aumentos en los precios de algunos alimentos.

En particular, la inflación general anual promedio disminuyó entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019 de un nivel de 4.82 a uno de 4.10% (Cuadro 2 y Gráfica 57). Cabe destacar que, debido a factores transitorios, en los primeros dos meses del año la inflación general mostró variaciones mensuales especialmente bajas, entre los que

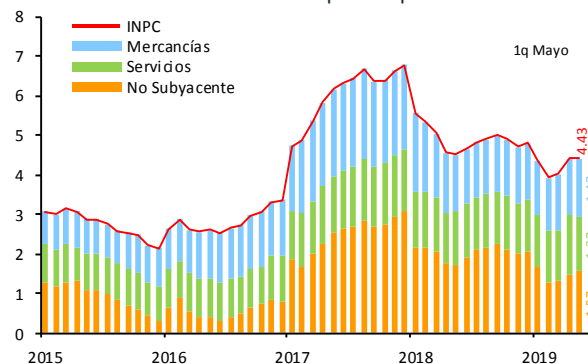
destacan la reducción de la tasa de IVA en la frontera norte, la reducción en los precios de los energéticos influidos por las referencias internacionales y reducciones en los precios de los productos agropecuarios. Los efectos favorables de estos últimos dos factores ya han mostrado una reversión, de tal forma que la inflación general anual a marzo aumentó respecto al mes anterior y la tendencia al alza se acentuó en abril, de modo que se ubicó en 4.41% en ese mes y en 4.43% en la primera quincena de mayo (Gráfica 58).

Gráfica 57
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 58
Índice Nacional de Precios al Consumidor
Incidencias anuales en puntos porcentuales ^{1/}



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

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

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

	2018				2019		
	I	II	III	IV	I	Abril	1q Mayo
INPC	5.31	4.57	4.91	4.82	4.10	4.41	4.43
Subyacente	4.29	3.67	3.64	3.68	3.56	3.87	3.77
Mercancías	5.20	4.10	3.95	3.93	3.66	3.74	3.80
Alimentos, Bebidas y Tabaco	5.93	4.71	4.62	4.79	4.40	4.75	4.83
Mercancías No Alimenticias	4.58	3.59	3.38	3.19	2.94	2.77	2.80
Servicios	3.50	3.30	3.35	3.44	3.44	3.97	3.70
Vivienda	2.57	2.58	2.60	2.60	2.63	2.78	2.84
Educación (Colegiaturas)	4.79	4.82	4.83	4.69	4.79	4.84	4.86
Otros Servicios	4.07	3.58	3.84	4.12	4.03	4.98	4.33
No Subyacente	8.32	7.28	8.78	8.32	5.84	6.08	6.41
Agropecuarios	9.39	3.40	1.37	4.78	5.31	4.77	6.62
Frutas y Verduras	14.93	0.57	-0.56	6.18	11.24	10.19	12.56
Pecuarios	6.25	5.10	2.40	3.01	0.83	1.38	3.23
Energéticos y Tarifas Aut. por Gobierno	7.70	9.71	13.68	10.64	6.28	7.01	6.16
Energéticos	8.00	12.18	18.60	13.93	7.36	8.58	7.52
Gasolina	7.76	14.17	20.90	20.79	11.60	10.07	8.95
Gas doméstico LP	19.15	17.45	25.86	9.08	2.91	12.73	7.07
Tarifas Autorizadas por Gobierno	7.08	5.12	4.60	3.33	3.45	3.52	3.60
Indicador de Media Truncada ^{1/}							
INPC	4.22	3.87	4.17	4.17	3.79	3.93	3.96
Subyacente	4.01	3.55	3.57	3.69	3.63	3.78	3.85

1/ Elaboración propia con información del INEGI.

Fuente: Banco de México e INEGI.

El efecto sobre el comportamiento de la inflación anual y de algunos subíndices derivado del hecho de que la Semana Santa en 2019 haya tenido lugar en abril, mientras que en 2018 ocurrió en marzo, hace particularmente relevante en esta ocasión el análisis basado en las medidas de tendencia. En primer lugar, se presenta la proporción de la canasta del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) y del componente subyacente con variaciones mensuales de precios ajustadas por estacionalidad y anualizadas dentro de cuatro grupos: i) genéricos con variaciones en sus precios menores a 2%; ii) entre 2 y 3%; iii) mayores a 3% y hasta 4%; y iv) mayores a 4%. De igual forma, se ilustra el porcentaje de la canasta del INPC y del componente subyacente en dos categorías adicionales: la que tiene variaciones mensuales en sus precios menores o iguales a 3%, y la que registra variaciones mensuales mayores a 3% (Gráfica 59).

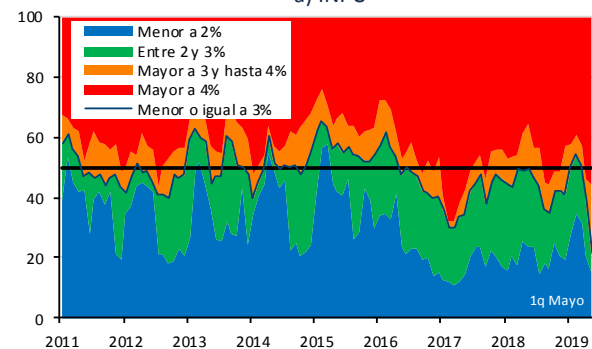
La proporción de las canastas del índice general y del subyacente con incrementos de precios menores a 3% presentaron un aumento entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019 y disminuyó de manera notoria en abril y en la primera quincena de mayo (áreas azul y verde, Gráfica 59). Así, entre los trimestres mencionados la proporción de la canasta

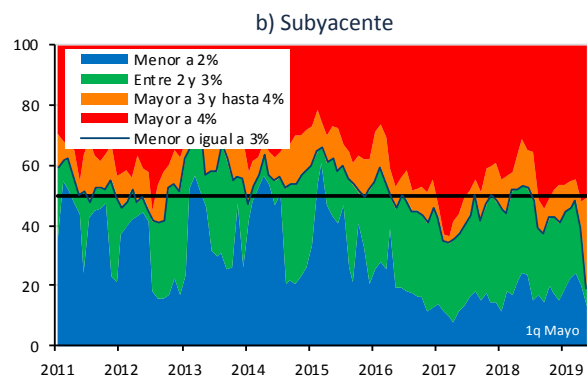
del índice general con variaciones mensuales de precio anualizadas menores o iguales a 3% (área debajo de la línea azul) pasó de 42 a 52%, para luego ubicarse en 38% en abril y en 21% en la primera quincena de mayo. Por su parte, las proporciones correspondientes a la canasta del índice subyacente registraron 42 y 46% en dichos trimestres y 39 y 19% en abril y en la primera quincena de mayo.

Gráfica 59
Porcentaje de la Canasta del INPC según Rangos de Incremento Mensual Anualizado a. e. ^{1/}

Cifras en por ciento

a) INPC



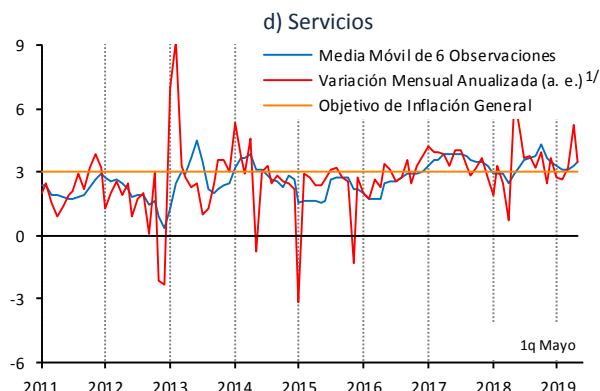
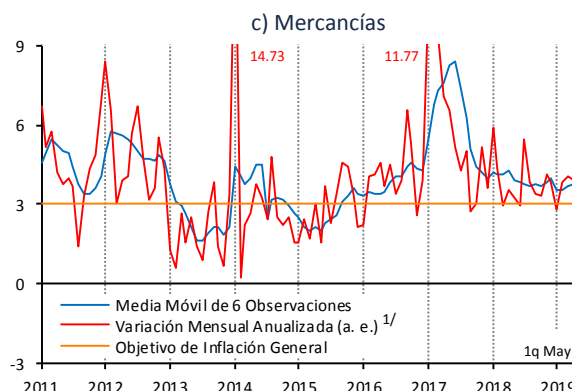
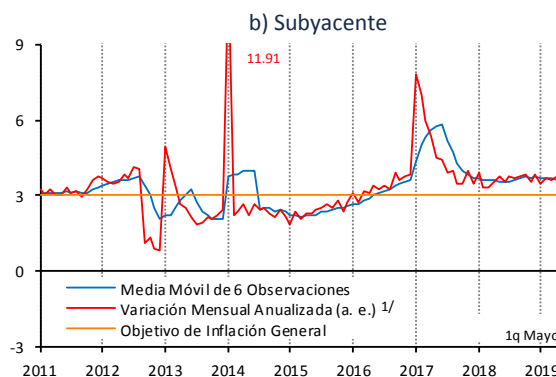
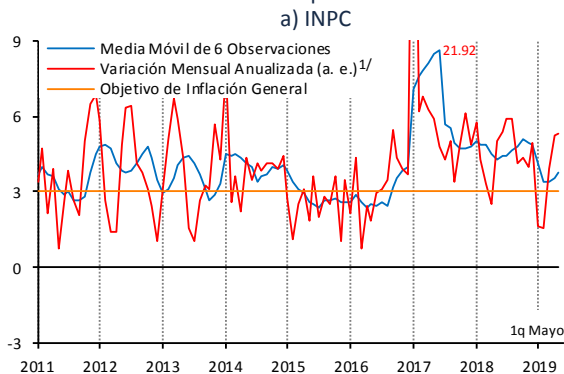


a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
1/ Media móvil de 3 meses.
Fuente: Banco de México e INEGI.

A continuación se presenta la evolución de las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice general y del subyacente, así como de los componentes de este último, las mercancías y los servicios. Al respecto, puede observarse que en el caso del índice general las variaciones mensuales aumentaron desde marzo, en tanto que una medida de tendencia de dichas variaciones (la media móvil de seis observaciones) mostró una reducción a inicios de 2019, pero repuntó en las dos observaciones más recientes. En cuanto a las variaciones mensuales ajustadas por estacionalidad y anualizadas del índice subyacente, estas han mostrado incrementos desde febrero, exhibiendo un descenso en el margen. Por su parte, las variaciones de las mercancías presentaron un repunte a inicios de 2019 y su tendencia muestra una ligera alza. En lo referente a los servicios, su tendencia mostró una trayectoria al alza desde febrero (Gráfica 60).

Gráfica 60

Variación Mensual Desestacionalizada Anualizada y Tendencia
Cifras en por ciento



a. e. / Cifras ajustadas estacionalmente.
1/ Para la última observación se utiliza la variación quincenal anualizada.
Fuente: Desestacionalización propia con información de Banco de México e INEGI.

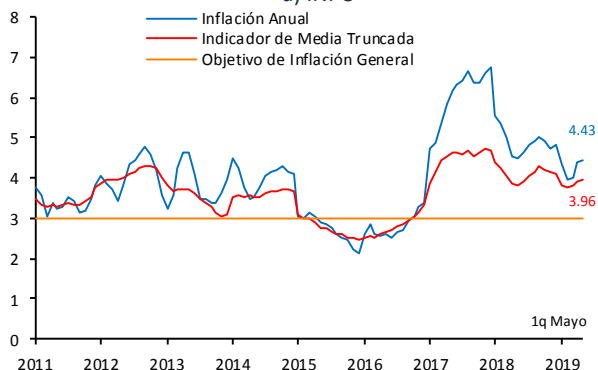
De igual forma, se presenta el Indicador de Media Truncada para la inflación general y subyacente (Gráfica 61 y Cuadro 2). En el caso de la inflación general, dicho indicador se ubica por debajo de la inflación observada, aunque se ha incrementado en las últimas observaciones y se ubica en niveles cercanos a 4%. En particular, el Indicador de Media Truncada para la inflación general fue de 4.17% en el cuarto trimestre de 2018 y de 3.79% en el primero de 2019, mientras que en abril se situó en 3.93% y en 3.96% en la primera quincena de mayo. En comparación, los datos de la inflación observada fueron 4.82, 4.10, 4.41 y 4.43%, respectivamente. En

cuanto al componente subyacente, se observa que en los trimestres mencionados, los niveles observados son similares a los de su Indicador de Media Truncada, lo que sugiere que las variaciones extremas de precios tuvieron una menor incidencia. Además, desde marzo el Indicador de Media Truncada para la inflación subyacente ha presentado una tendencia al alza.

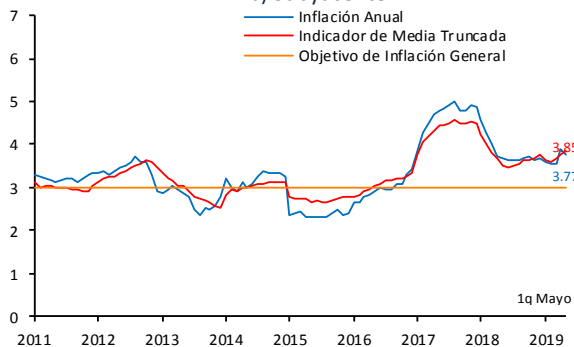
Al interior del componente subyacente destacó lo siguiente:

- i. Entre el cuarto trimestre de 2018 y el primero de 2019 la variación anual promedio de las mercancías disminuyó de 3.93 a 3.66%. Luego de que en enero y febrero este subíndice presentara reducciones en sus tasas de variación anual, ubicándose en 3.61% ese último mes, para marzo, esta aumentó a 3.71% y a 3.74% en abril, alcanzando 3.80% en la primera quincena de mayo (Gráfica 62a). Este comportamiento se asocia con mayores variaciones anuales en los precios de las mercancías alimenticias. En los costos de producción de este tipo de bienes tienen una participación importante los energéticos, las referencias internacionales de las materias primas y la mano de obra. Al respecto, se han presentado incrementos en estos costos en los últimos meses. De esta forma, si bien entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019 la variación anual promedio de los precios de las mercancías alimenticias disminuyó de 4.79 a 4.40%, estas comenzaron a exhibir un repunte a lo largo del trimestre de referencia, pues en enero se ubicaron en 4.30% y en la primera quincena de mayo alcanzaron 4.83%. Los incrementos en los precios de los alimentos también se han visto reflejados en el comportamiento de la Canasta Alimentaria Urbana publicada por el CONEVAL, misma que registró un incremento anual de 5.86% en abril, lo cual podría incidir en las diferentes mediciones de pobreza que publica dicho Instituto. En contraste, los precios de las mercancías no alimenticias exhibieron tasas de variación anual decrecientes a lo largo del primer trimestre de 2019 y en abril. Así, entre los trimestres mencionados, su tasa de variación anual promedio disminuyó de 3.19 a 2.94%, ubicándose en 2.77% en abril. En la primera quincena de mayo, su variación anual fue 2.80%.
- ii. El subíndice de precios de los servicios se mantuvo estable entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019, registrando una variación anual promedio de 3.44% en ambos trimestres. En abril, la variación anual del subíndice de precios de los servicios se elevó a 3.97%, influida, en parte, por el efecto calendario resultado de que este año el periodo vacacional de Semana Santa tuvo lugar en ese mes, mientras que en 2018 ocurrió en marzo

Gráfica 61
Índices de Precios e Indicadores de Media Truncada ^{1/}
 Variación anual en por ciento
 a) INPC



b) Subyacente



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

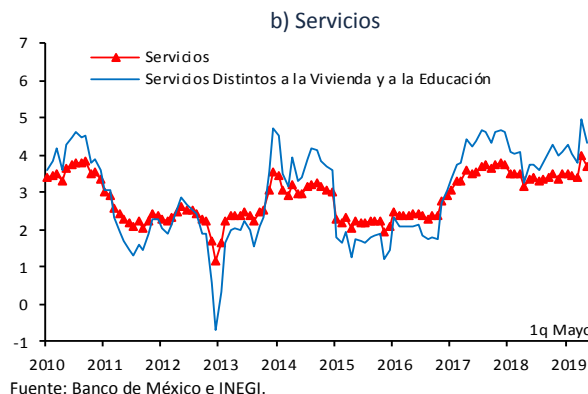
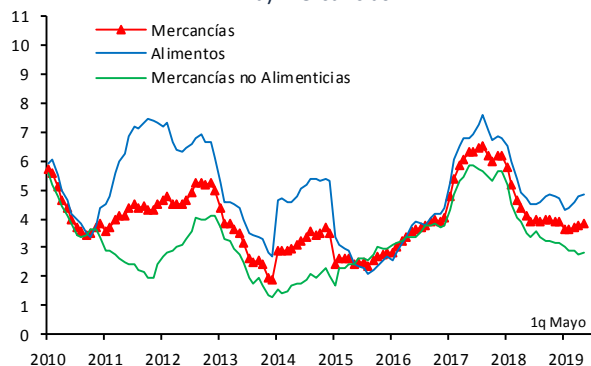
Fuente: Elaboración propia con información de Banco de México e INEGI.

3.1.1. La Inflación Subyacente

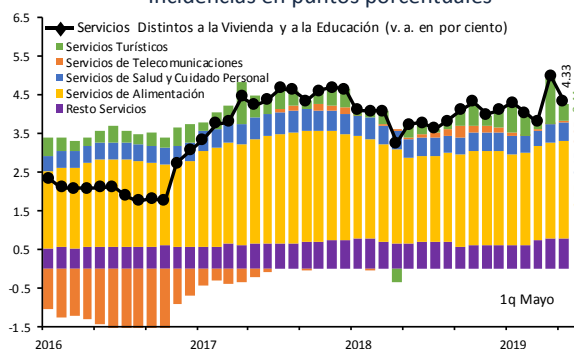
La inflación subyacente registró una variación anual promedio de 3.68% en el cuarto trimestre de 2018, de 3.56% en el primero de 2019 y de 3.87 y 3.77% en abril y en la primera quincena de mayo, respectivamente.

(Gráfica 62b). No obstante, aun eliminando dicho efecto calendario, se hubiese observado un incremento en su variación anual. En efecto, en la primera quincena de mayo, si bien disminuyó a 3.70%, se mantuvo en niveles más elevados a los observados en febrero. Además, diversos servicios turísticos, de alimentación, transporte y de esparcimiento han venido presentando tasas de variación anual en sus precios mayores a 5% y, en algunos casos, crecientes. Al respecto, los aumentos de precios observados recientemente en varios servicios pudieran estar asociados a posibles presiones de costos, como se muestra en el Recuadro 5, entre las cuales se incluyen aumentos en los energéticos y los mayores incrementos salariales que se han registrado durante 2019. En particular, la variación anual promedio del rubro de servicios distintos a educación y vivienda pasó de 4.12 a 4.03% entre el último trimestre de 2018 y el primero de 2019, elevándose a 4.98% en abril y ubicándose en 4.33% en la primera quincena de mayo. En esta última fecha, los precios en las loncherías, fondas, torterías y taquerías presentaron variaciones anuales de 6.17%, el autobús foráneo de 6.73%, el cine de 8.06% y la consulta médica de 5.08%, lo cual ha dado lugar a que aumenten su incidencia sobre el rubro de los servicios distintos a educación y vivienda (Gráfica 63).

Gráfica 62
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento
a) Mercancías



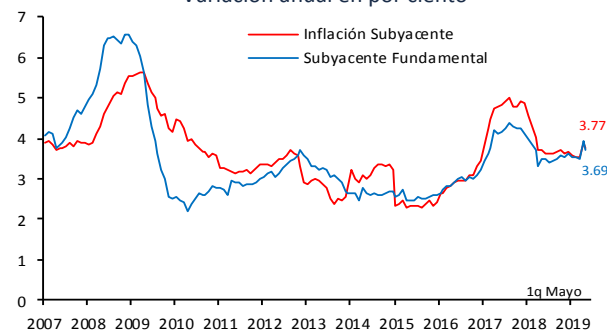
Gráfica 63
Servicios Distintos a la Vivienda y Educación
Incidencias en puntos porcentuales



Fuente: Banco de México e INEGI.

En lo que se refiere a la inflación subyacente fundamental, esta se ha mantenido en niveles similares a los de la inflación subyacente, pasando de una tasa de variación anual promedio de 3.57% en el cuarto trimestre de 2018 a una de 3.51% en el primer trimestre de 2019. En abril este indicador se incrementó a 3.94% influido en parte por el efecto calendario de Semana Santa, mientras que en la primera quincena de mayo disminuyó a 3.69%, reflejando en buena medida el desvanecimiento de este efecto (Gráfica 64).

Gráfica 64
Inflación Subyacente e Inflación Subyacente Fundamental
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Recuadro 5. Inflación de Servicios y los Aumentos en Costos de Producción en el Primer Trimestre de 2019

1. Introducción

En el primer trimestre de 2019, la dinámica de los precios de los servicios parece haber estado influida al alza por el comportamiento en sus costos de producción, entre los que destacan los precios de los energéticos y los salarios. Esto es especialmente relevante para los servicios, que están menos sujetos a la competencia internacional.¹ En este Recuadro se estimó una Curva de Phillips con el objetivo de analizar el impacto que la evolución de sus principales determinantes ha tenido sobre la inflación de servicios. Los resultados sugieren que los incrementos observados en los precios de los energéticos y en los salarios son los factores que más han contribuido al aumento que ha presentado la inflación anual de los servicios en el primer trimestre de 2019.

2. La Inflación de Servicios y los Incrementos en Costos

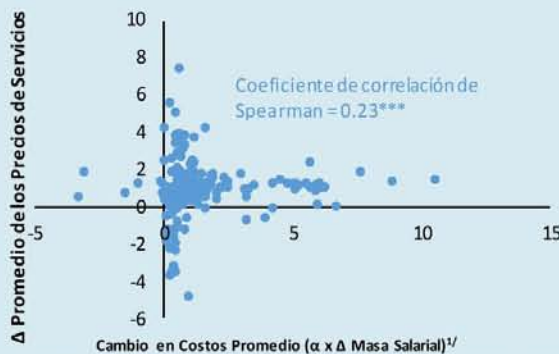
Si bien la estimación de la curva de Phillips presentada en la siguiente sección analiza de manera más rigurosa los efectos de los distintos determinantes de la inflación de servicios considerando sus efectos rezagados, en esta sección se muestra de manera ilustrativa que en el primer trimestre de 2019 se observó que los servicios que han experimentado mayor crecimiento en sus costos salariales son también aquellos con mayores revisiones a la alza en sus precios y que esta relación fue más evidente de lo que se había observado históricamente.

Para obtener una medida de la incidencia en los costos totales que están teniendo los distintos sectores de servicios, se calculó qué tan importantes son los costos salariales en los costos totales para cada industria. Así, se definió la variable de *Intensidad en Uso de Mano de Obra* como la razón de remuneraciones a valor de la producción utilizando la información de la Matriz Insumo-Producto. Para también tomar en cuenta posibles cambios en la plantilla laboral, se calculó el cambio en la masa salarial en lo que va del año por sector de servicios utilizando la información del IMSS. Con el producto entre el cambio en la masa salarial y la *Intensidad en Uso de Mano de Obra* se obtiene una medida del cambio en costos que enfrentan los distintos sectores.² Esta variable es una medida del cambio en el total de las remuneraciones ponderado por la importancia de los salarios en los costos.

Generalmente en los primeros trimestres del año se observa una relación positiva (medida mediante el coeficiente de correlación de Spearman) entre el cambio en costos por sector de servicios y su inflación acumulada al cierre del trimestre. En efecto, como se muestra en la Gráfica 1, utilizando información de 2005 a 2018 para relacionar el cambio en costos y el cambio en precios acumulado en el trimestre, el coeficiente de correlación de Spearman es positivo y estadísticamente significativo.³

Esta relación positiva también se observa con información del primer trimestre de 2019, y, de hecho, dado que los incrementos en los salarios promedio fueron más elevados en el primer trimestre de 2019 que en años anteriores, influidos por los aumentos en el salario mínimo, es posible identificar esta correlación positiva de manera más clara. En efecto, en este caso el coeficiente de correlación de Spearman también es positivo y estadísticamente significativo, pero de mayor magnitud que el estimado utilizando la información de 2005 a 2018, sugiriendo que aquellos servicios con mayores incrementos en el total de las remuneraciones pagadas, una vez ponderadas por el peso que los salarios tienen en sus costos, son los que exhibieron mayores tasas de crecimiento en sus precios en el primer trimestre del año.⁴

Gráfica 1
Relación entre el Cambio de Costos e Inflación de Servicios por Tipos de Servicios para los primeros trimestres de 2005 a 2018
 Variación porcentual acumulada de diciembre a marzo de cada año

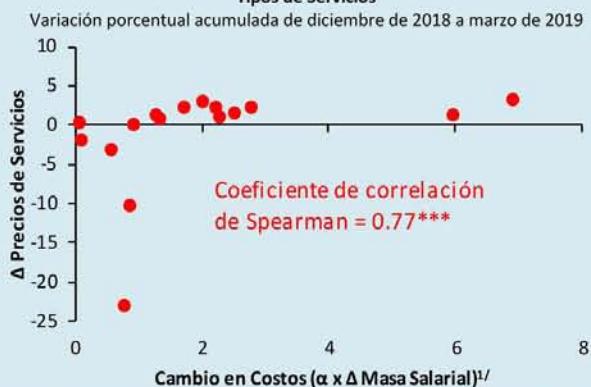


1/ El indicador de cambio en costos corresponde al cambio de la masa salarial multiplicada por la intensidad en uso de mano de obra en cada sector.
 *** Indica significancia estadística al 1%.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI.

¹ El precio de los bienes comerciables está, en buena medida, sujeto a la competencia internacional, por lo que los aumentos en sus costos de producción pueden no ser traspasados a los precios, o ser traspasados en menor medida, y por tanto su mayor incidencia puede ser sobre los niveles de producción.
² La información de este Recuadro utiliza datos del IMSS y del INEGI. Los servicios comprendidos en el INPC, IMSS y la Matriz Insumo-Producto no están agrupados en la misma clasificación. Para hacer la correspondencia entre ellos, los servicios de las distintas fuentes se llevan a clasificación SCIAN a 3 dígitos.
³ El coeficiente de correlación de Spearman mide la correlación ordinal, es decir, qué tanto valores más altos de una variable están asociados con valores más altos de la otra. Se

presentan las estimaciones excluyendo dos observaciones atípicas. De incluirse, el coeficiente de correlación de Spearman sería de 0.22 estadísticamente significativo al 1%.
⁴ La relación positiva entre inflación acumulada y cambio en costos de diciembre 2018 a marzo 2019 se mantiene positiva y estadísticamente significativa (CSp=0.70***) cuando se eliminan dos valores extremos del eje-y (Trasporte Aéreo y Servicios Turísticos en Paquete) y dos valores extremos en el eje-x (Servicios Domésticos y Servicios Educativos).

Gráfica 2
Relación entre el Cambio de Costos e Inflación de Servicios por Tipos de Servicios



1/ El indicador de cambio en costos corresponde al cambio de la masa salarial multiplicada por la intensidad en uso de mano de obra en cada sector.
 *** Indica significancia estadística al 1%.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI.

3. La Inflación de Servicios en una Curva de Phillips Desagregada

La estimación de una Curva de Phillips para el subíndice de precios de los servicios en el INPC permite obtener una estimación de la incidencia de diversos choques sobre la variación anual del subíndice en cuestión. En particular, y con el objetivo de analizar los determinantes de la inflación de servicios, se estima la siguiente ecuación para el periodo de enero del 2011 a marzo del 2019:⁵

$$\pi_t = \alpha + \sum_{j=1}^{n_1} \beta_j \pi_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_2} \gamma_j \Delta_1 TC_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_3} \delta_j \Delta_1 Ener_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_4} \tau_j W_{t-j} + \sum_{j=0}^{n_5} \vartheta_j \hat{y}_{t-j} + \varepsilon_t$$

Donde:

- π_t es la variación mensual del subíndice de precios de los servicios en el INPC en el periodo t ,
- TC_t es el tipo de cambio ponderado, en pesos por divisa extranjera, de los k socios comerciales, en el periodo t ,
- $Ener_t$ es el índice de precios de los energéticos en el INPP en el periodo t ,
- W_t es el salario base de cotización del IMSS de los trabajadores en el sector terciario en el periodo t ,
- \hat{y}_t es el indicador de holgura en el periodo t ,
- Δ_1 es el operador de primera diferencia.

Los coeficientes de largo plazo estimados, mismos que incorporan el impacto que los distintos choques tienen a través

⁵ Se incluyeron efectos fijos estacionales. El número de rezagos de las variables explicativas se determinó mediante la metodología de eliminación progresiva, misma que consiste en incluir regresores de manera iterativa de acuerdo a un criterio específico, en este caso el nivel de significancia estadística.

del tiempo al considerar la persistencia de la inflación de los servicios, muestran que existe una relación positiva y estadísticamente significativa entre la variación mensual del subíndice de precios de los servicios y las distintas variables explicativas (Tabla 1). Más aún, al estandarizar los coeficientes, se observa que los principales determinantes de la dinámica de los precios de los servicios son los precios de los energéticos y la evolución de los salarios.⁶ En contraste con lo anterior, y al ser bienes no comerciables en general, el tipo de cambio influye en menor medida en la variación mensual de subíndice referido.

Tabla 1
Estimación de la Curva de Phillips Desagregada
 Coeficientes de Largo Plazo

	Coeficientes No Estandarizados	Coeficientes Estandarizados
Tipo de Cambio	0.004* (0.0024)	0.062* (0.0341)
Energéticos	0.034*** (0.005)	0.395*** (0.0591)
Salarios	0.202*** (0.0521)	2.678*** (0.6921)
Indicador de Holgura	0.049*** (0.0139)	0.137*** (0.0391)
R Cuadrada	0.91	

() Desviación estándar del coeficiente.
 *, **, *** indica nivel de confianza del coeficiente de 90, 95 y 99% respectivamente.
 Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI.

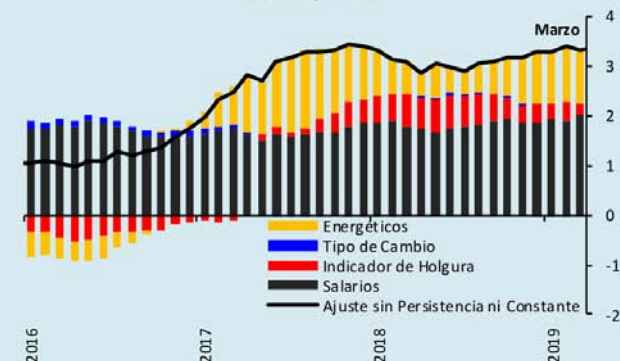
La Gráfica 3 muestra cómo los diferentes determinantes de la inflación de servicios han venido contribuyendo a su comportamiento. Se puede apreciar cómo los salarios de manera recurrente en el tiempo han tendido a contribuir de manera positiva sobre el comportamiento de la inflación de servicios, lo cual parecería comprensible dada la importancia que tienen en el costo de producción y que en general muestran variaciones positivas en el tiempo. En contraste, en el caso de los energéticos, al tener mayores fluctuaciones que implican que en ciertos periodos se incrementan y en otros disminuyen, observamos que en el pasado su contribución ha sido negativa, mientras que en periodos más recientes ha sido positiva. De manera similar, el indicador de holgura, dependiendo de la fase del ciclo puede tener contribuciones negativas o positivas a la inflación anual.

En los trimestres más recientes se observa que los efectos indirectos de los precios de los energéticos han mostrado contribuciones crecientes sobre la inflación anual de servicios. Además, también se observa que desde inicios del año los salarios han venido aumentando su contribución a la variación anual, como resultado de sus mayores variaciones en lo que va del año. Por el contrario, a medida que la holgura en la economía se ha venido ampliando, la contribución del indicador de holgura a la inflación de servicios ha venido disminuyendo. En efecto, conforme se ha observado mayor

⁶ Los coeficientes estandarizados se obtienen de estimar la ecuación en cuestión a partir de las variables normalizadas definidas como la variable menos su media entre la respectiva desviación estándar. Esto permite comparar los coeficientes de las distintas variables ajustando por diferencias en sus niveles y volatilidad.

holgura en la economía la altura de las barras rojas en la Gráfica 3 se ha venido reduciendo, implicando menores contribuciones en el margen a la inflación anual de servicios, si bien dichas barras siguen siendo positivas dados los efectos que siguen teniendo sobre la inflación anual de servicios las condiciones de menor holgura observadas en trimestres previos.

Gráfica 3
Contribuciones de los Choques Nacionales a la Variación Anual del Subíndice de Precios de Servicios Excluyendo Persistencia y Constante
Cifras en por ciento



Fuente: Elaboración de Banco de México con cifras de INEGI

En adición a la estimación descrita, se realizó un ejercicio alternativo en el que en lugar de incluir como determinantes de la inflación los salarios y el indicador de holgura, se consideró la masa salarial. Los resultados apuntan en la misma dirección al sugerir que la masa salarial ha venido contribuyendo en mayor medida a la inflación anual de servicios, pero se considera más informativo el ejercicio aquí presentado, toda vez que permite distinguir entre la contribución de los salarios y la de las condiciones cíclicas de la economía.

4. Conclusiones

En el contexto actual en el cual se ha dado una aparente débil conexión entre la actividad económica y la dinámica de formación de precios, es relevante entender qué factores pueden estar explicando el incremento de la inflación a pesar de las mayores condiciones de holgura. Los resultados del presente Recuadro sugieren que la dinámica reciente de los precios de los servicios ha estado influida en buena medida por los efectos indirectos de los incrementos en los precios de los energéticos y por los aumentos en los salarios en la economía. Así, a pesar de que la mayor holgura ha conducido a menores presiones sobre la inflación de servicios, el aumento en los costos ha operado en sentido opuesto.

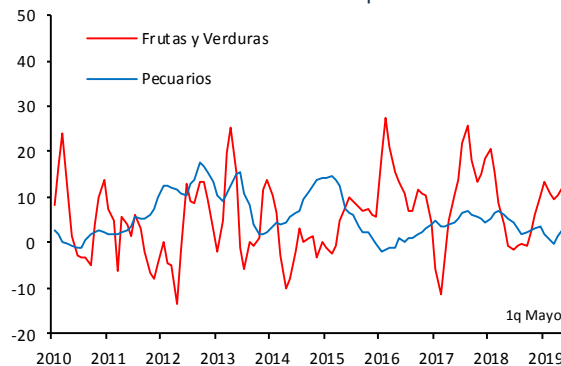
3.1.2. La Inflación No Subyacente

Entre el cuarto trimestre de 2018 y el primero de 2019, la inflación no subyacente anual disminuyó de un promedio de 8.32 a 5.84%. Ello fue consecuencia de menores incrementos en los precios de los energéticos. Sin embargo, afectados por la evolución reciente de sus referencias internacionales, los precios de algunos energéticos han aumentado, presionando al alza a la inflación no subyacente, la cual en febrero de 2019 se ubicaba en un nivel de 5.25% anual, elevándose en abril y en la primera quincena de mayo al registrar niveles de 6.08 y 6.41%, respectivamente. Por su parte, si bien las variaciones anuales de los precios de los productos agropecuarios habían tenido reducciones a lo largo del primer trimestre de 2019, estas aumentaron desde abril.

i. El subíndice de precios de los productos agropecuarios pasó de una variación anual promedio de 4.78 a 5.31% entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. Este subíndice había venido exhibiendo disminuciones en su tasa de variación anual en los primeros meses del año, toda vez que en enero de 2019 registró un nivel de 7.41%, en tanto que en

marzo se ubicó en 3.70%. No obstante, en abril y en la primera quincena de mayo, su variación anual se elevó a 4.77 y 6.62%, en el mismo orden, destacando los incrementos de precio en algunos productos pecuarios, como el huevo y el pollo (Gráfica 65). De manera relacionada, existe el riesgo de que se presenten mayores precios internacionales en la carne de cerdo, derivados de los recientes brotes de fiebre porcina que se han presentado en China, lo que podría presionar al alza los precios domésticos de este bien.

Gráfica 65
Índice de Precios de Frutas y Verduras y Pecuarios
Variación anual en por ciento



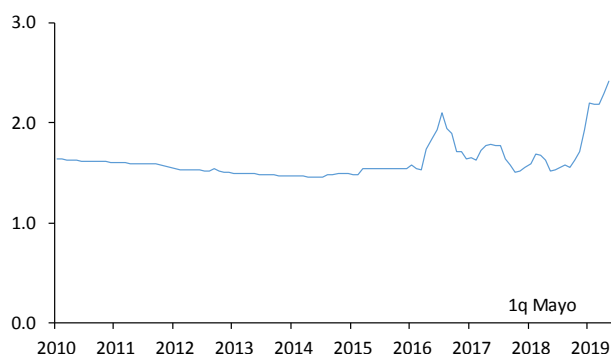
Fuente: Banco de México e INEGI.

ii. La variación anual promedio de los precios de los energéticos y las tarifas autorizadas por el gobierno disminuyó de 10.64 a 6.28% entre el último trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019. La mayor parte de este resultado se debió a las menores tasas de variación anual que exhibió el rubro de los energéticos, que pasaron de 13.93 a 7.36% en ese lapso, destacando los casos del gas L.P. y de las gasolinas, que a su vez reflejaron, en gran medida, la evolución de sus referencias internacionales, si bien las reducciones observadas en los precios fueron menores a las que dichas referencias expresadas en pesos sugerirían. En el caso del gas L.P., esta discrepancia en la velocidad de ajuste de los precios al consumidor en comparación con los precios al mayoreo, generó que el cociente del precio al consumidor del gas L.P. respecto de su precio de venta de primera mano se incrementara de manera notoria a finales de 2018 y desde entonces se ha mantenido en niveles elevados (Gráfica 66). Para el caso de las gasolinas, como se ilustra en el Recuadro 6 para la gasolina regular, también se observan reducciones menores a las del precio de mayoreo, además de que se observa que entre menor competencia enfrentan las gasolineras, menos redujeron sus precios al público.

Sin embargo, desde la segunda quincena de febrero, los precios del gas L.P. y de las gasolinas comenzaron a aumentar (Gráficas 67 y 68). Ello contribuyó a que en abril y en la primera quincena de mayo se registraran tasas de variación anual en el rubro de energéticos de 8.58 y 7.52%, respectivamente, cuando en febrero se habían ubicado en 6.57%. En el caso del gas L.P., la variación anual de su precio se elevó de 2.69% en febrero a 7.07% en la primera quincena de mayo. A su vez, la evolución de los precios de las gasolinas se vio influida por los ajustes que llevó a cabo el Gobierno Federal en el estímulo fiscal que aplica a este combustible y que busca que este energético no tenga aumentos en términos reales respecto a su nivel registrado el 30 de noviembre de 2018, dando lugar a que los incrementos de las referencias internacionales no se reflejaran cabalmente en los precios internos y que inclusive dejaran de incrementarse en las observaciones más recientes. Así, las variaciones anuales en los

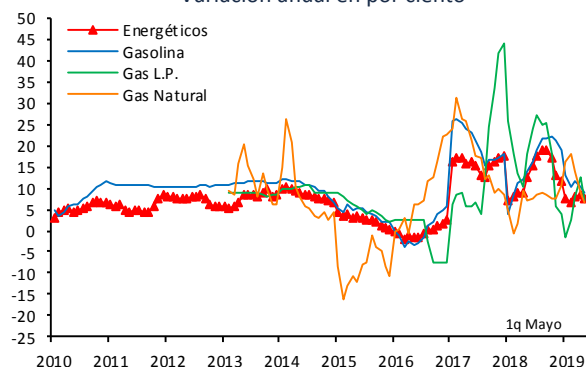
precios de las gasolinas se incrementaron de 10.12% en febrero a 11.65% en marzo, y disminuyeron a 10.07% en abril y a 8.95% en la primera quincena de mayo.

Gráfica 66
Cociente del Precio del Gas LP en el INPC y su Precio de Venta de Primera Mano



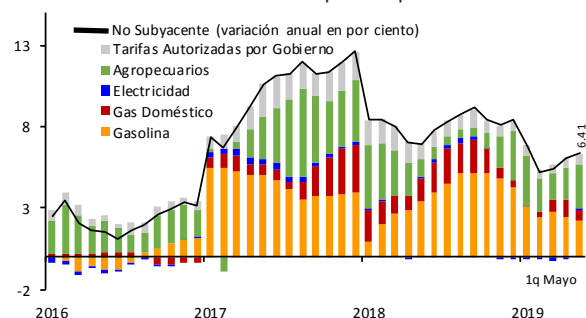
Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 67
Índices de Precios de Energéticos Seleccionados
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 68
Índices de Precios No Subyacente
Incidencias anuales en puntos porcentuales 1/



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

Fuente: Elaboración propia con información del INEGI.

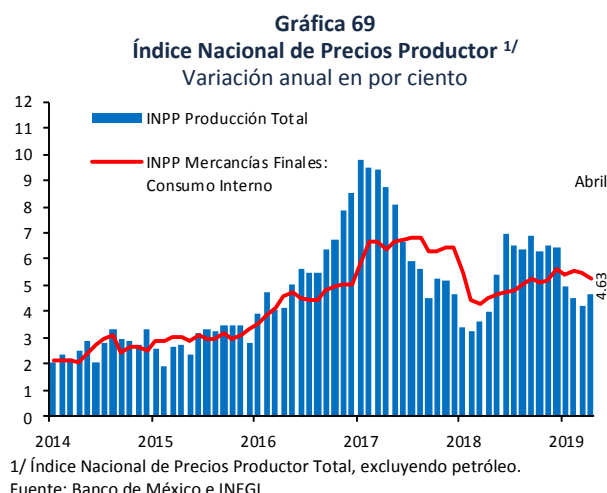
La evolución de los precios del gas natural, por su parte, reflejan mayoritariamente la evolución de su referencia internacional. Así, las variaciones anuales promedio de sus precios fueron 8.57% en el cuarto trimestre de 2018 y 15.92% en el primero de 2019, disminuyendo a 8.84 y a 6.61% en abril y en la primera quincena de mayo, respectivamente.

En cuanto a las variaciones de las tarifas de electricidad domésticas de alto consumo (DAC), estas están determinadas por la dinámica de los costos de los combustibles utilizados en la generación de energía eléctrica. Así, en enero, febrero y marzo de 2019 las variaciones mensuales de estas tarifas fueron 8.5, -4.4 y -4.6%, en tanto que en abril y en mayo sus variaciones fueron -2.7 y 1.5%, respectivamente. Cabe recordar que en 2019 las tarifas eléctricas ordinarias se ajustan repartiendo a lo largo del año la variación anual que presentó el INPC en noviembre de 2018, misma que fue de 4.72%.

3.2. Índice Nacional de Precios Productor

En lo que concierne al Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) de producción total, excluyendo petróleo, su variación anual promedio se redujo, pasando de 6.40% en el cuarto trimestre de 2018 a 4.58% en el primer trimestre de 2019, ubicándose en 4.63% en abril de 2019. Al interior de este indicador, la tasa de variación anual promedio del componente de mercancías y servicios finales disminuyó entre los trimestres mencionados, al pasar de 5.68 a 4.54%, y

alcanzando 4.69% en abril. En lo que se refiere al subíndice de mercancías y servicios de exportación, su tasa de variación anual promedio disminuyó de 5.47 a 3.82% en los trimestres referidos, situándose en 4.33% en abril. Por su parte, el subíndice de precios de bienes y servicios intermedios mostró una baja en su tasa de variación anual promedio, al pasar de 8.01 a 4.67% durante el mismo periodo, ubicándose en 4.48% en abril. Cabe destacar que el subíndice de precios al productor de bienes finales para consumo interno es el que tiene un mayor poder predictivo sobre la evolución de los precios de las mercancías al consumidor incluidas en el subíndice subyacente. La tasa de crecimiento anual de este subíndice aumentó entre los trimestres mencionados, al pasar de 5.29 a 5.48%, al tiempo que en abril se ubicó en 5.22% (Gráfica 69).



Recuadro 6. Influencia de la Competencia en los Márgenes de Venta de las Gasolineras y los Precios al Consumidor

1. Introducción

Hasta hace pocos años en México existían prácticamente precios únicos para la gasolina regular, premium y diésel, al ser estos fijados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. El 30 de noviembre de 2017 culminó un proceso gradual por regiones que significó la completa liberalización de precios en el mercado al menudeo de gasolineras en México. Así, desde diciembre de 2017 se han observado por todo el país diferencias en los precios de la gasolina que ofrecen distintas gasolineras, reflejando factores de demanda, de oferta y de la estructura del mercado.

Al analizar cómo se han comportado los precios de las gasolineras desde diciembre de 2017 en México, se encontraron los siguientes hechos estilizados:

- 1) **Competencia en el nivel de precios:** Una mayor intensidad de la competencia de mercado se refleja en menores precios al público en las gasolineras y menores márgenes¹ de venta de las gasolineras.
- 2) **Velocidad de traspaso:** Ante una disminución en el precio al mayoreo, los precios al consumidor se ajustan de manera más lenta que el precio al mayoreo, generando, durante el periodo de ajuste, un aumento en el margen de venta.
- 3) **Competencia en el traspaso:** Ante una disminución en el precio al mayoreo, los precios al consumidor disminuyen más rápido entre mayor competencia enfrenten las gasolineras.

Estos tres hechos estilizados en conjunto implican que mayor competencia es deseable desde la perspectiva de los consumidores porque les permite adquirir combustibles a un menor precio.² Mientras que la liberalización también ha ampliado el menú de opciones en cuanto a la calidad de los combustibles, la diversidad de productos y servicios que se ofrecen en las estaciones de servicio, y que el efecto en el bienestar de los consumidores de estos factores no debe menospreciarse, el enfoque de este Recuadro es específicamente en los precios de la gasolina regular al consumidor y los márgenes del permisionario.

¹ Los márgenes de venta se definen en este Recuadro como la diferencia entre el precio pagado por el consumidor en la gasolinera menos el precio al mayoreo registrado en la Terminal de Almacenamiento y Reparto (TAR) de PEMEX más cercana en línea recta, como aproximación al precio al mayoreo pagado por la gasolinera. La TAR es el punto de venta al mayoreo más cercano a la gasolinera para el que existe información pública sobre un precio al mayoreo. Al calcular el margen de venta se supone que cada gasolinera compra en la TAR más cercana en línea recta a esta, aunque podría ser el caso que la gasolinera tenga un proveedor mayorista distinto a PEMEX. Esta medida de margen no toma en cuenta los costos de traslado desde cada una de las TAR hasta cada una de las gasolineras, ni los descuentos que estas puedan recibir por el combustible o por el traslado, ya que ni los costos de traslado, ni los descuentos son información pública.

² Observaciones similares han sido documentadas en Estados Unidos y Canadá, entre otros países. Ver Eckert (2013) para una introducción a la literatura en organización industrial sobre el mercado al menudeo de las gasolineras. Específicamente, Verlinda (2008) trata el hecho estilizado 3 mientras que Chesnes (2016) recientemente trata el hecho estilizado

2. Medición de Competencia

El primer paso para entender el efecto de la competencia en los precios es la definición de una medida de competencia. Se considera que una gasolinera que se sitúa cerca de otras gasolineras enfrenta mayor competencia que una aislada, toda vez que un consumidor puede fácilmente transportarse de una a otra para conseguir un mejor precio.

Así, utilizando datos que la Comisión Reguladora de Energía (CRE) hace públicos,³ que incluyen la ubicación y los precios diarios de cada una de las gasolineras del país, se clasifican las gasolineras en grupos que podrían considerarse distintos por el nivel de competencia que enfrentan las gasolineras según el número de “vecinos” que tienen en determinado radio de distancia (Cuadro 1).^{4,5}

Cuadro 1
Grupos de Competencia

Grupo	Descripción
1	Ninguna gasolinera en 10km
2	Exactamente 1 vecino en 10km y ninguno en 3km
3	Exactamente 1 vecino en 3km y ninguno en 1km
4	Exactamente 1 vecino en 1km
5	Exactamente 2 vecinos en 1km
6	Exactamente 3 vecinos en 1km
7	Mínimo 4 vecinos en 1km y máximo 1 vecino en 500m
8	Mínimo 4 vecinos en un radio de 1km y mínimo 2 vecinos en un radio de 500m

Mayor competencia ↓

3. Hechos Estilizados

A. Primera Aproximación a los Hechos Estilizados

A.1. A mayor competencia, menores precios y márgenes

En las Gráficas 1 y 2 se presentan las trayectorias de los precios promedio y márgenes promedio por cada uno de los grupos definidos en el Cuadro 1. Se aprecia que los precios y los márgenes son más elevados para el grupo de menor competencia y que los precios y márgenes son menores conforme se pasa a las trayectorias correspondientes de grupos con características de mayor competencia.⁶

² Finalmente, Davis, McRae y Seira (2018) describen algunas preguntas que deberían explorarse en el caso del proceso de liberalización en México.

³ Los datos fueron recopilados de manera diaria de la página <https://datos.gob.mx/> y <https://www.gob.mx/cre>.

⁴ El periodo de análisis abarca del 1 de diciembre de 2017 al 20 de marzo de 2019 y solo se considera la gasolina regular. Al 30 de abril de 2019, el número de permisos de expendio al público registrados por la CRE es de 12,279. Excluyendo permisionarios que todavía no operan, o con reportes de precios o coordenadas no disponibles, la base resultante contiene 10,343 gasolineras.

⁵ El análisis presentado en este Recuadro es robusto a una clasificación alternativa que agrupa las gasolineras del país en 15 grupos con el mismo número de gasolineras, preservando la idea de mayor competencia a mayor número de vecinos cercanos.

⁶ Alternativamente, se calculó la correlación de Spearman día con día y en ningún punto en el tiempo la correlación bajó de .97 (a lo mucho dos grupos intercambiaron su lugar ese día). Este fue el caso también para las series en las Gráficas 2 a 4.

A.2. Velocidad de Traspaso

También es posible apreciar en la Gráfica 1 que cuando empieza a disminuir el promedio simple de los precios registrados por PEMEX en cada Terminal de Almacenamiento y Reparto (TAR) o “precio TAR” (el 11 de octubre de 2018, según se representa con la primera línea roja punteada vertical en las Gráficas) la caída en este precio TAR es más pronunciada que la reducción en cada una de las trayectorias de los precios de los grupos de competencia. En particular, se observa que mientras que el precio TAR disminuye en \$1.28, el precio promedio del grupo de menor competencia (Grupo 1) se reduce menos, en \$0.48. En el Cuadro 2 se puede apreciar que para todos los grupos de competencia la disminución es menor a la del precio TAR.

Cuadro 2
Disminución del Precio Promedio entre Noviembre y Febrero por Grupo de Competencia
Pesos por litro

G1	G2	G3	G4	G5	G6	G7	G8	TAR
\$0.48	\$0.48	\$0.56	\$0.59	\$0.64	\$0.67	\$0.72	\$0.79	\$1.28

Nota: Cada G corresponde a cada grupo de competencia definido en el Cuadro 1. La disminución en el precio se calcula como el precio promedio máximo menos el precio promedio mínimo alcanzados entre el 11 de octubre de 2018 y el 1 de febrero de 2019, por grupo de competencia. Los límites de este periodo están señalados entre las líneas punteadas rojas verticales de las gráficas y corresponden al máximo local y mínimo local alcanzado por el precio TAR. La disminución en el precio TAR se calcula análogamente.

La velocidad de traspaso también tiene un efecto visible en los márgenes presentados en la Gráfica 2, ya que la diferencia entre el precio de la gasolinera y el precio TAR se incrementa cuando el precio de la gasolinera baja.⁷ Los márgenes aumentan porque los precios de las gasolineras bajan más lento.

A.3 Competencia en el Traspaso

En las Gráficas 3 y 4 se presentan las diferencias de los precios y los márgenes de cada grupo de competencia con respecto al grupo de mayor competencia (G8):

$$D_k^P = P_{G_k} - P_{G_8}, \forall$$

$$D_k^M = Margen_{G_k} - Margen_{G_8}.$$

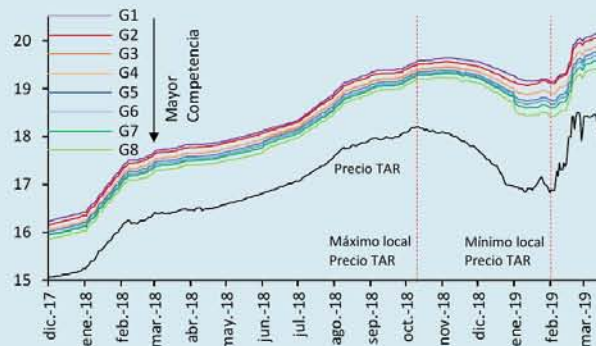
En la Gráfica 3, se puede apreciar que en el periodo en el cual los precios TAR van disminuyendo (identificado por las líneas punteadas verticales rojas), los diferenciales de D_k^P y D_k^M son crecientes. Con los precios de todos los grupos disminuyendo, una D_k^P creciente implica que los Grupos del 1 al 7 disminuyen sus precios más lento que el Grupo 8.

Además, como las pendientes de las trayectorias de los D_k^P son mayores conforme menor es la competencia, esto implica que los grupos de menor competencia disminuyen sus precios más lento en el periodo resaltado. Ello es cierto incluso cuando se observan los márgenes, que pueden interpretarse como un

⁷ Si bien ha quedado establecido que la velocidad del traspaso de disminuciones del precio de mayoreo es lenta, no se toma una postura sobre si el traspaso es incompleto o no. Siendo que los precios al mayoreo se elevan a partir de febrero, no se observa el

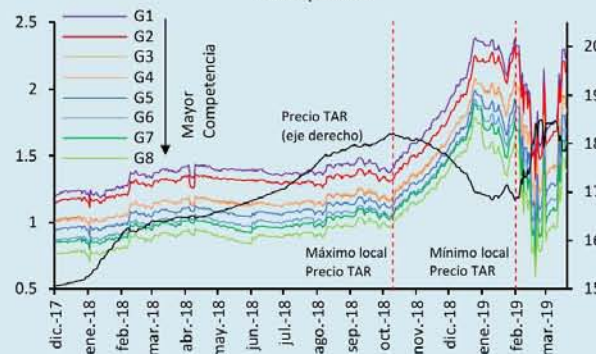
control en el precio de cada gasolinera con el precio que cada una paga al mayoreo. Es así que el mismo patrón se repite en la Gráfica 4: D_k^M se va incrementando en el tiempo a la vez que los precios TAR disminuyen.

Gráfica 1
Precio de la Gasolina Regular por Grupo de Competencia y Precio TAR
Pesos por litro



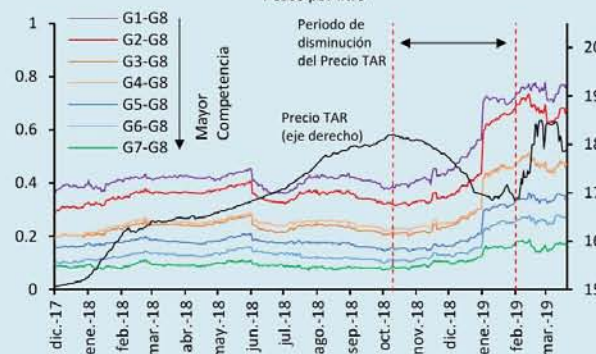
Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

Gráfica 2
Margen de la Gasolina Regular por Grupo de Competencia y Precio TAR
Pesos por litro



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

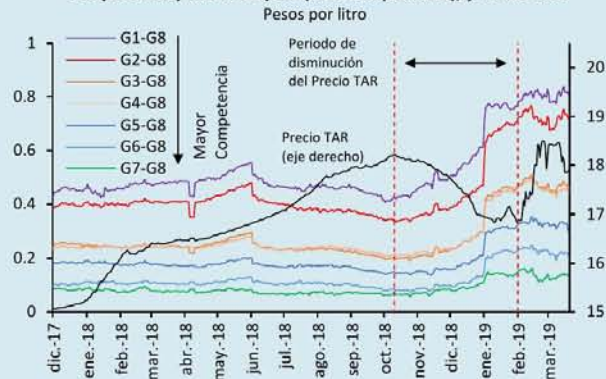
Gráfica 3
Diferencia entre el Precio de la Gasolina Regular de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR
Pesos por litro



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

contrafactual en que los precios TAR se estabilizan en un nivel y los precios de las gasolineras dejan de bajar antes de igualar los márgenes con aquellos en el periodo anterior a octubre de 2018.

Gráfica 4
Diferencia entre el Margen de Venta de Gasolina Regular de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

B. Controles de Oferta y Demanda

Para interpretar un cambio en el nivel de precios como el que se observa en la Gráfica 1 como un efecto puramente de la competencia, es necesario controlar por factores que podrían ocasionar que las gasolineras cobraran distintos precios, como podría ser el costo de transporte de la gasolina. Intuitivamente, al comparar localidades con distinta densidad de gasolineras pero con condiciones de demanda y de oferta comparables, entonces es posible atribuir el diferencial de precios entre las dos localidades a la competencia y no a otros factores.

Así, para controlar por factores de demanda a nivel municipal se incluyeron efectos fijos basados en los distintos deciles de gasolineras en términos de:

- Salario base de cotización del IMSS promedio.⁸
- Número de autos promedio por gasolinera.⁹

Asimismo, para controlar distintos factores de oferta se incluyeron efectos fijos por:

- Marca de la gasolina.¹⁰
- Costo de transporte.¹¹

Por último, para las Gráficas 5 y 6 solo se consideraron las gasolineras que están fuera de municipios que colindan con la frontera norte del país puesto que con estos controles no es posible hacer comparables estas gasolineras con las del resto del país debido a los estímulos especiales de la frontera.¹²

En las Gráficas 5 y 6 es posible observar que una vez que se controla por estos factores las diferencias de precios se reducen considerablemente. A pesar de esto, en la Gráfica 6 puede apreciarse que las diferencias entre márgenes D_k^M son

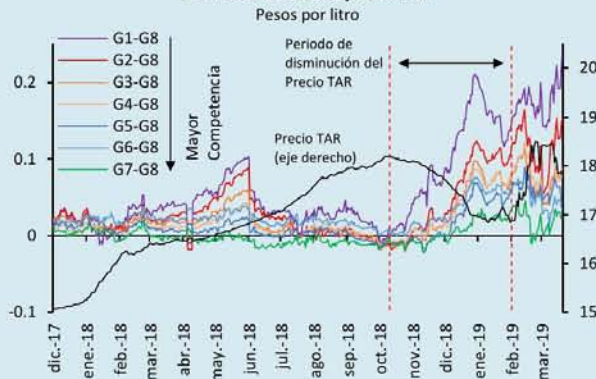
positivas la mayor parte del tiempo; es decir, que los grupos de menor competencia registran márgenes mayores y, por lo tanto, precios más altos que el Grupo 8. En general, si bien el orden de las series no se conserva todo el tiempo según su nivel de competencia (como en las Gráficas 1 y 2), el hecho estilizado 1 se observa claramente a partir de noviembre de 2018 (cuando los precios TAR van disminuyendo y no hay estímulos fiscales).^{13,14}

Gráfica 5
Diferencia entre el Precio de la Gasolina Regular de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR. Controles de Oferta y Demanda



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

Gráfica 6
Diferencia entre el Margen de Venta de cada Grupo de Competencia y el del Grupo 8 (Alta Competencia), y Precio TAR. Controles de Oferta y Demanda



Nota: el precio TAR es el promedio simple de todas las TAR.

Además, la velocidad de traspaso sigue siendo menor a menor competencia en esta estimación con controles. En la Gráfica 6, se observa que el diferencial de los márgenes de cada uno de los grupos con respecto al Grupo 8 se incrementa en el periodo

⁸ Se utilizó la base de asegurados del IMSS para obtener el salario base de cotización promedio para el año de 2018, por municipio.

⁹ Se utilizaron los datos del parque vehicular publicados por el INEGI para el año de 2017.

¹⁰ La marca de la gasolina es la reportada por la CRE.

¹¹ Se agruparon las gasolineras en 7 grupos por distancia lineal a la TAR, y se incluyeron efectos fijos por cada uno de estos radios en km por cada TAR: 1) Menos de 2; 2) entre 2 y 5; 3) entre 5 y 10; 4) entre 10 y 15; 5) entre 15 y 50; 6) entre 50 y 100, y 7) más de 100.

¹² Otro factor importante de controlar al incluir las gasolineras en municipios fronterizos es la entrada en vigor del estímulo adicional del IVA e ISR que se aplicó en enero 2019.

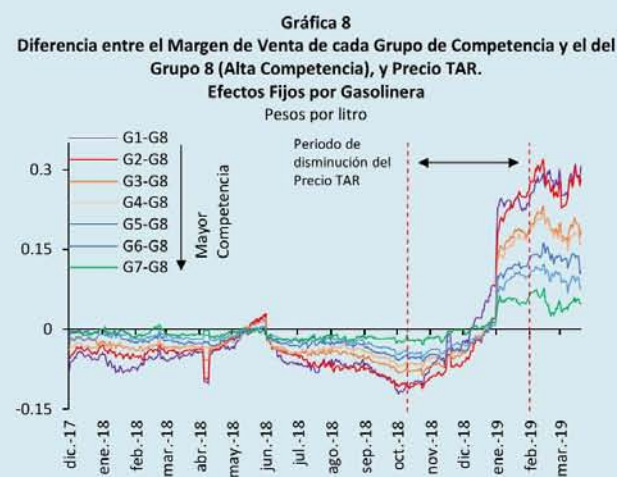
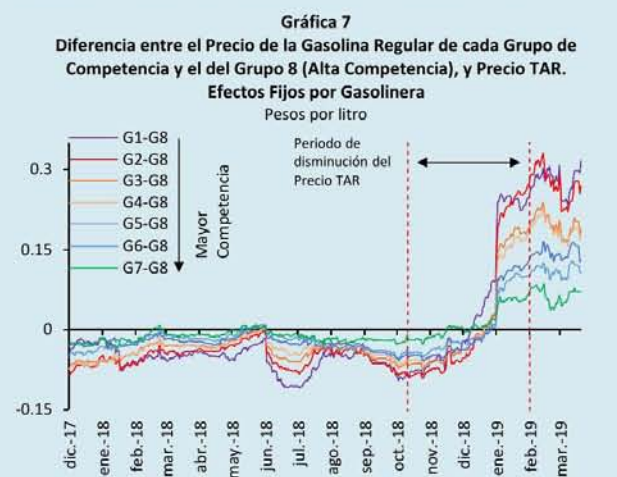
¹³ También se calcularon las correlaciones de Spearman para cada día a partir de las series en las gráficas 5 y 6. La correlación está por encima de 0.85 a partir del 15 de diciembre. Sin embargo, en el periodo previo fluctúa entre 1 y -1, con un promedio de 0.59 de diciembre de 2017 al 30 de noviembre de 2018 y un promedio de 0.96 a partir de diciembre de 2018.

¹⁴ El periodo de reducciones sostenidas de los precios TAR coincide con que hay menor variación en los estímulos fiscales, pues entre la última semana de noviembre de 2018 y hasta la primera semana de marzo de 2019 no hubo estímulo para las gasolineras.

de disminución de precios TAR, por lo que se infiere que a menor competencia la velocidad de la disminución de precios es menor.

C. Efectos Fijos por Gasolinera

En las Gráficas 7 y 8 se introduce un efecto fijo para cada gasolinera. Al introducir este efecto fijo se está controlando por todas las características de cada gasolinera que no cambian en el tiempo. Dentro de las características de la gasolinera que son absorbidas por el efecto fijo está el nivel de precios promedio de la gasolinera, por lo que en las Gráficas 7 y 8 por definición es imposible analizar el diferencial de niveles al que hace referencia el hecho estilizado 1. Sin embargo, la ganancia de utilizar efectos fijos a nivel gasolinera está en que se puede analizar con mayor robustez los demás hechos estilizados. A diferencia de la sección anterior, en esta estimación se incluyen las gasolineras en los municipios de la frontera norte.



Para cada momento en el tiempo, se grafican las diferencias de precios y márgenes con respecto al grupo de mayor competencia, donde h es el subíndice de la gasolinera:

$$\overline{D}_k^p = (\overline{P}_h - \overline{P}_h)_{G_k} - (\overline{P}_h - \overline{P}_h)_{G_8}$$

$$\overline{D}_k^m = (\overline{M}_h - \overline{M}_h)_{G_k} - (\overline{M}_h - \overline{M}_h)_{G_8}$$

Durante el periodo de disminución de los precios TAR, se observa que tanto \overline{D}_k^p como \overline{D}_k^m se incrementan monótonicamente, lo que quiere decir que tanto los precios como los márgenes de los grupos de menor competencia disminuyen menos (cada día) que los precios y márgenes del grupo de mayor competencia.

En el caso más extremo, al comparar el Grupo 1 de menor competencia con el Grupo 8 de mayor competencia, se observa que durante las fechas en que el precio TAR disminuye (de t_1 a t_2 , correspondientes al 11 de octubre de 2018 y al 1 de febrero de 2019, respectivamente), el diferencial de precios entre el Grupo 1 y el Grupo 8 se amplía considerablemente en \$0.35:

$$[P_{G_1}]_{t_2} - [P_{G_8}]_{t_2} - ([P_{G_1}]_{t_1} - [P_{G_8}]_{t_1}) = [(\overline{P}_h - \overline{P}_h)_{G_1} - (\overline{P}_h - \overline{P}_h)_{G_8}]_{t_2} - [(\overline{P}_h - \overline{P}_h)_{G_1} - (\overline{P}_h - \overline{P}_h)_{G_8}]_{t_1} = \$0.35$$

Cuadro 3
Cambio en el Diferencial de Precios de cada Grupo con Respecto al Grupo de Mayor Competencia en el Periodo de Disminución de los Precios TAR

Pesos por litro						
G1-G8	G2-G8	G3-G8	G4-G8	G5-G8	G6-G8	G7-G8
\$0.35	\$0.37	\$0.26	\$0.25	\$0.18	\$0.15	\$0.08

Nota: Para el cálculo de estos números, referirse a la Ecuación 1, sustituyendo los distintos G_k en lugar de G_1 . Las fechas t_1 y t_2 corresponden al inicio y fin del periodo de disminución del precio TAR marcado por las líneas rojas punteadas en las gráficas, 11 de octubre de 2018 y 1 de febrero de 2019, respectivamente.

En el Cuadro 3 se muestra el cambio en el diferencial de precios entre cada Grupo del 1 al 7 con respecto al de mayor competencia. Este cambio en el diferencial de precios entre grupos está determinado por la diferencia entre lo que cada grupo traslada al consumidor de la disminución en el precio TAR. Además en ese cuadro, se observa amplia heterogeneidad en el traslado observado para los distintos grupos.

4. Consideraciones Finales

México comparado con otros países tiene una baja densidad de gasolineras.¹⁵ Ello podría estar influido por el contexto de precios controlados que regía las condiciones de mercado, pero que podría modificarse en un contexto de precios liberalizados.

¹⁵ De acuerdo a COFECE (2017), en 2015 los EUA había 1,640 vehículos por gasolinera; en Australia 2,220; en Canadá 2,760; en España 2,890, y en México 3,326. Para el año 2016,

en México había 10, 560 habitantes por gasolinera, mientras que en Brasil había 5,461 y en EUA 2,677, de acuerdo a COFECE (2019).

Siguiendo los resultados del Recuadro, la baja densidad puede tener efectos negativos sobre los consumidores al afectar directamente los precios que estos pagan, pues la menor densidad geográfica de gasolineras propicia menor competencia y mayores precios, así como menores velocidades de traspaso a los consumidores de las reducciones en los precios al mayoreo.

Para aumentar la densidad de gasolineras y establecer la infraestructura necesaria para que estas operen, es preciso que se fortalezca el marco institucional del país, incluyendo una mejor regulación,¹⁶ los derechos de propiedad, las condiciones de seguridad -y en particular, evitando el robo de combustibles-, el cumplimiento de los contratos, la certeza jurídica, y el estado de derecho. En el mismo sentido, es necesario fortalecer el referido marco en lo relacionado a la competencia y a la libre concurrencia establecidos como derechos fundamentales en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Es así que el fortalecimiento señalado en el marco institucional facilitaría generar las inversiones necesarias para incrementar la densidad de gasolineras y darle vigor al mercado interno de gasolinas. De manera simultánea, facilitaría que se generen las inversiones en la infraestructura de terminales portuarias y otras terminales de internación terrestre, ya sea por ferrocarril o carretera, almacenamiento, ductos y demás infraestructura que contribuya a fortalecer el mercado interno integrando los

sistemas de logística que se requieren para favorecer la competencia en el abasto de combustibles a los consumidores, así como en el abasto de la cadena mayorista previa.

5. Referencias

Comisión Federal de Competencia Económica (Cofece), Transición hacia Mercados Competidos de Energía: Gasolinas y Diésel. Cuadernos. Primera Edición. Enero de 2019.

Comisión Federal de Competencia Económica (Cofece), Transición hacia Mercados Competidos de Gasolinas y Diésel. 2017.

Chesnes, Matthew. Asymmetric Pass-Through in U.S. Gasoline Prices. *Energy Journal* 37(1): 153-180. (2016).

Davis, Lucas W., Shaun McRae, y Enrique Seira Bejarano. An Economic Perspective on Mexico's Nascent Deregulation of Retail Petroleum Markets. National Bureau of Economic Research No. w24547. (2018).

Eckert, Andrew. Empirical Studies of Gasoline Retailing: A Guide to the Literature. *Journal of Economic Surveys* 27(1): 140-166. (2013).

Verlinda, Jeremy. Do Rockets Rise Faster and Feathers Fall Slower In An Atmosphere of Local Market Power? Evidence From the Retail Gasoline Market. *The Journal of Industrial Economics* 51(3): 581-612. (2008).

¹⁶ Entre estas condiciones se encuentran el establecimiento de mejores regulaciones, particularmente en cuanto a normas locales que fijan arbitrariamente la distancia mínima entre gasolineras, así como los actos arbitrarios, de acción y de omisión, de

autoridades en los diversos órdenes de gobierno que impiden que la infraestructura se instale.

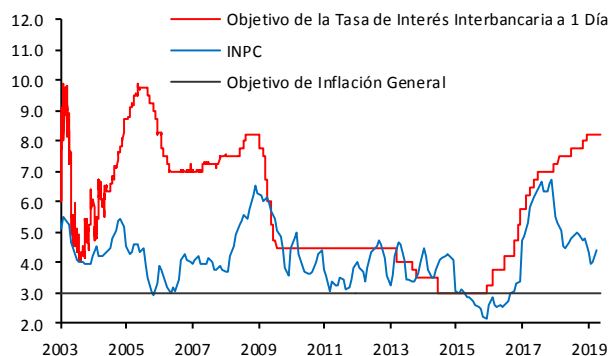
4. Política Monetaria y Determinantes de la Inflación

Para tomar sus decisiones de política monetaria, la Junta de Gobierno del Banco de México da seguimiento cercano a la evolución de la inflación respecto a la trayectoria prevista, considerando el horizonte en el que opera la política monetaria, así como la información disponible de todos los determinantes de la inflación y sus expectativas de mediano y largo plazos, incluyendo el balance de riesgos que se tenga para estos. Asimismo, considera que la política monetaria debe responder con prudencia si por diversas razones se eleva de manera importante la incertidumbre que enfrenta la economía. De este modo, si bien la inflación general y la subyacente han aumentado, se considera que esto es transitorio y que la postura monetaria actual es congruente con la convergencia de la inflación hacia su meta en el horizonte en el que opera la política monetaria.

Respecto de las decisiones de política monetaria, durante el periodo que cubre este Informe el Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. En particular, en sus reuniones de febrero, marzo y mayo de 2019, la Junta de Gobierno mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 8.25%. En estas decisiones la Junta de Gobierno destacó que la actividad económica en México mostró un bajo crecimiento a finales de 2018 y señaló que en el primer trimestre de 2019 se acentuó la debilidad que la economía mexicana había exhibido desde el trimestre previo. Ello como consecuencia tanto de factores externos como internos, algunos de ellos de carácter transitorio. Por consiguiente, mencionó que el balance de riesgos para el crecimiento se ha tornado más incierto y que mantiene un sesgo a la baja. En cuanto a los riesgos para la inflación, manifestó que si bien se habían intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. En este contexto, mencionó que se considera que aún persiste un

balance al alza para la inflación respecto a su pronóstico, en un entorno de marcada incertidumbre (Gráfica 70). Considerando las acciones de política monetaria descritas, así como la evolución de las expectativas de inflación a 12 meses, la tasa de interés real ex ante se mantuvo alrededor de 4.3% (Gráfica 71).¹⁶

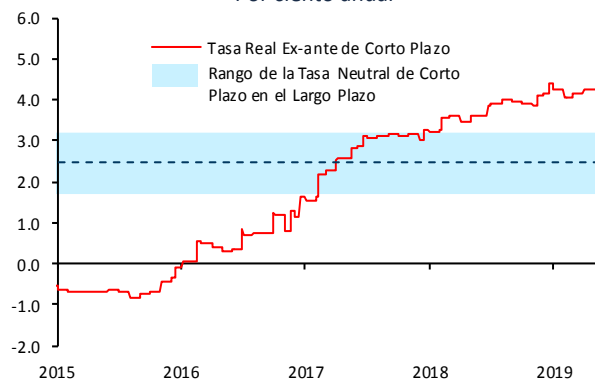
Gráfica 70
Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día e Inflación General^{1/}
 Por ciento anual



1/ Hasta el 20 de enero de 2008 se muestra la Tasa de Interés Interbancaria 1 día. El último dato de inflación corresponde a abril 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 71
Tasa Real Ex-Ante de Corto Plazo y Rango Estimado para la Tasa Neutral Real de Corto Plazo en el Largo Plazo^{1/}
 Por ciento anual



1/ La tasa real ex-ante de corto plazo se calcula como la diferencia entre el Objetivo de la Tasa de Interés Interbancaria a un día y la media de las expectativas de inflación a 12 meses extraídas de la Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. La línea punteada corresponde al punto medio del rango para la tasa neutral de corto plazo en el largo plazo en términos reales, el cual se ubica entre 1.7 y 3.2%.

Fuente: Banco de México.

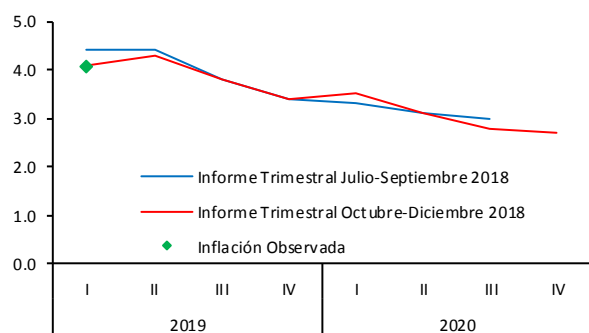
Septiembre 2016. A partir del Informe Trimestral Enero - Marzo 2018, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2017.

¹⁶ Para una descripción de la estimación de la tasa de interés neutral de corto plazo, ver el Recuadro “Consideraciones sobre la Evolución de la Tasa de Interés Neutral en México” en el Informe Trimestral Julio -

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

En cuanto a la evolución de la inflación respecto a sus proyecciones, destaca que entre el cuarto trimestre de 2018 y el primer trimestre de 2019, la inflación general disminuyó, en línea con las proyecciones publicadas desde noviembre pasado, mismas que se mantuvieron en febrero de este año. Esta reducción de la inflación general obedeció a los menores niveles del componente no subyacente anual. Por su parte, la inflación subyacente mostró resistencia a disminuir, ubicándose en niveles ligeramente por arriba de los anticipados (Gráficas 72 y 73).

Gráfica 72
Pronósticos de la Inflación General
Variación anual en por ciento



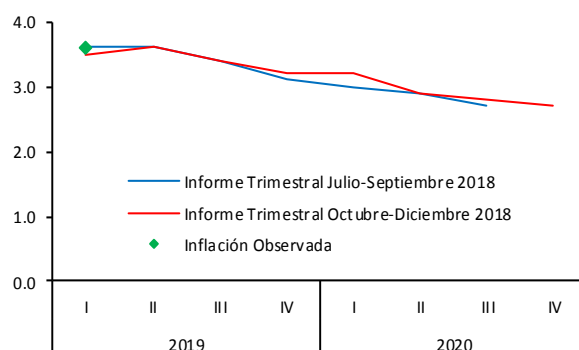
Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

En relación con las expectativas de inflación, las correspondientes al cierre de 2019 se redujeron entre diciembre de 2018 y marzo de 2019, para posteriormente repuntar en abril. Respecto de las expectativas de inflación al cierre de 2020, las correspondientes a las inflaciones general y no subyacente han disminuido, si bien las primeras repuntaron ligeramente en abril, mientras que las de la inflación subyacente aumentaron. Por su parte, las de mediano y largo plazos mostraron una mayor

¹⁷ La mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2019 de la Encuesta Citibanamex disminuyó de 4.00 a 3.77% entre las encuestas del 19 de diciembre de 2018 y la del 21 de mayo de 2019.

estabilidad. Destaca que todas han permanecido visiblemente por encima de la meta de 3%. En particular, las correspondientes a la inflación general para 2019 y 2020, si bien disminuyeron entre diciembre de 2018 y marzo de 2019 de 3.89% a 3.60% y de 3.79% a 3.57%, respectivamente, en abril aumentaron a 3.70% y 3.60%. La disminución que hasta el mes de marzo registraron estas expectativas estuvo influida por los menores incrementos de los productos agropecuarios y en los precios de los energéticos a principios de año, y por los datos observados de la inflación general que se ubicaron, en gran parte del periodo reportado, por debajo de las expectativas de los analistas. A su vez, el repunte registrado en el mes de abril estuvo asociado al incremento que mostró la inflación en dicho mes. El ajuste en las expectativas de inflación general de corto plazo durante el periodo que cubre este Informe se explica, principalmente, por una disminución significativa en las expectativas implícitas para el componente no subyacente. En particular, de diciembre del año pasado a abril de 2019, las correspondientes a los cierres de 2019 y 2020 se redujeron de 5.10% a 4.13%, y de 5.09% a 3.91%, respectivamente. Por su parte, las correspondientes al componente subyacente aumentaron en el mismo periodo. En particular, las medianas correspondientes a la inflación subyacente para el cierre de 2019 y 2020 aumentaron de 3.50% a 3.56% y de 3.37% a 3.50%, respectivamente (Gráficas 74 y 75).¹⁷

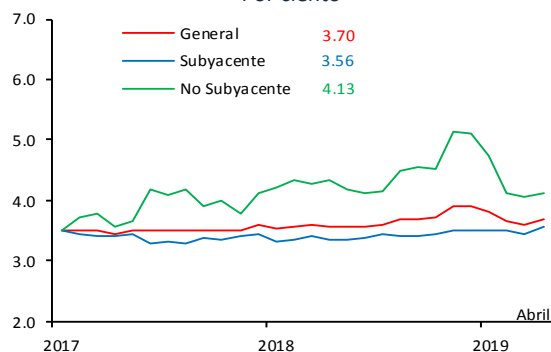
Gráfica 73
Pronósticos de la Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



Nota: La inflación observada corresponde al promedio del trimestre.
Fuente: Banco de México e INEGI.

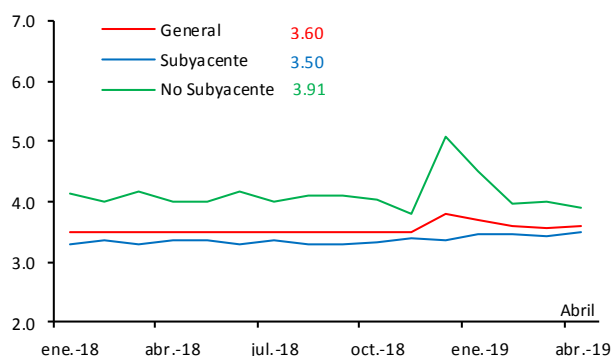
Por su parte la mediana de la expectativa de inflación general para el cierre de 2020 de la Encuesta Citibanamex se ubicó en 3.68% en la encuesta del 21 de mayo de 2019.

Gráfica 74
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2019
 Por ciento



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

Gráfica 75
Medianas de las Expectativas de Inflación General, Subyacente y No Subyacente al Cierre de 2020
 Por ciento



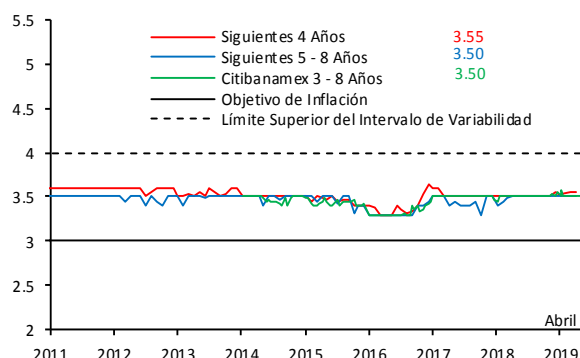
Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

La mediana de las expectativas de inflación general en el mediano plazo osciló entre 3.50 y 3.55%, mientras que la correspondiente al componente subyacente aumentó de 3.45 a 3.50%. Respecto a las medianas de las expectativas de largo plazo, estas se han mantenido estables en 3.50% para la inflación general y en 3.40% para la inflación subyacente, luego de que estas últimas se ubicaran en 3.30% la mayor parte de 2018 (Gráfica 76).¹⁸ No obstante, respecto de la evolución de las expectativas de inflación de mediano plazo (próximos 4 años) y largo plazo (próximos 5 a 8 años) cabe señalar que: i) las medianas para el componente subyacente han

¹⁸ Por lo que respecta a la mediana de las expectativas de inflación de largo plazo de la Encuesta de Citibanamex (para los siguientes 3 a 8 años), se mantuvo alrededor de 3.5% entre las encuestas del 19 de diciembre de 2018 y la del 21 de mayo de 2019.

aumentado en las lecturas recientes y con menor dispersión; y ii) los niveles en los que estas se sitúan están por encima del objetivo de inflación de 3%. Lo anterior, ha ocurrido en un contexto con incertidumbre sobre el proceso de formación de precios y la evolución de algunos precios clave en la economía. Hacia adelante, este Instituto Central debe procurar que la formación de precios y las expectativas de mediano y largo plazos no se vean afectadas de manera adversa, ante el complejo panorama que enfrenta la inflación y que esta converja hacia la meta de 3.0%.

Gráfica 76
Medianas de las Expectativas de Inflación General a Distintos Plazos
 Por ciento

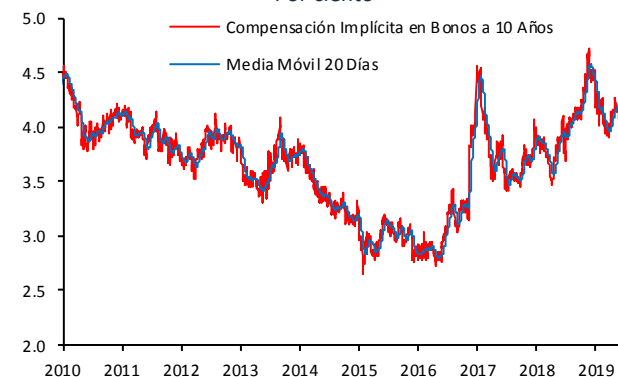


Fuente: Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado y Encuesta Citibanamex.

La compensación por inflación y riesgo inflacionario extraída de instrumentos de mercado (diferencia entre las tasas de interés nominal y real de largo plazo) registró una disminución entre diciembre del año pasado y finales de marzo de 2019 y posteriormente aumentó ligeramente (Gráfica 77). En relación con sus componentes estimados, las expectativas de largo plazo (promedio de 6 a 10 años) se mantuvieron alrededor de 3.10% entre diciembre de 2018 y abril de este año (Gráfica 78). No obstante, la estimación de la prima por riesgo inflacionario disminuyó en el periodo referido y también aumentó ligeramente en el margen (Gráfica 79).¹⁹

¹⁹ Para una descripción de la estimación de las expectativas de inflación de largo plazo, ver el Recuadro "Descomposición de la Compensación por Inflación Esperada y Riesgo Inflacionario" en el Informe Trimestral Octubre - Diciembre 2013. A partir de este Informe Trimestral, se actualizó la estimación para incluir datos hasta diciembre de 2018.

Gráfica 77
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario Implícita en Bonos
 Por ciento



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

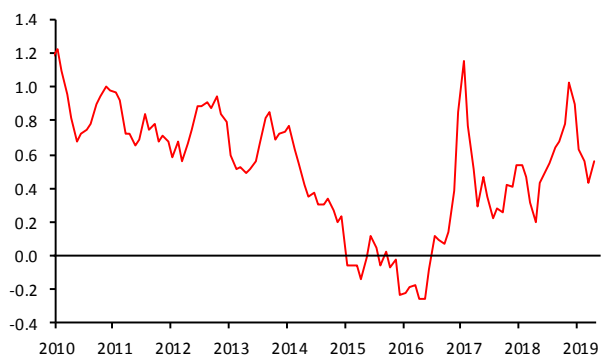
Gráfica 78
Estimación de las Expectativas de Inflación Anual Extraídas de Instrumentos de Mercado ^{1/}
 Por ciento



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

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

Gráfica 79
Estimación de la Prima por Riesgo Inflacionario a 10 Años ^{1/}
 Por ciento



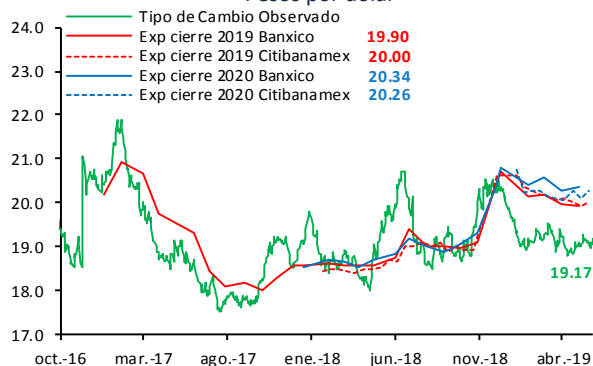
^{1/} La prima por riesgo inflacionario se calcula con base en un modelo afín usando datos de Bloomberg, PiP y Valmer, con base en Aguilar, Elizondo y Roldán (2016).

Fuente: Estimaciones del Banco de México con datos de Bloomberg, Valmer y PiP.

Con respecto a los determinantes de la inflación, en cuanto a la posición cíclica de la economía se estima que las condiciones de holgura se relajaron hacia finales de 2018 y principios de 2019. En el periodo que se reporta las estimaciones de la brecha del producto presentaron niveles menores a los registrados en los trimestres previos.

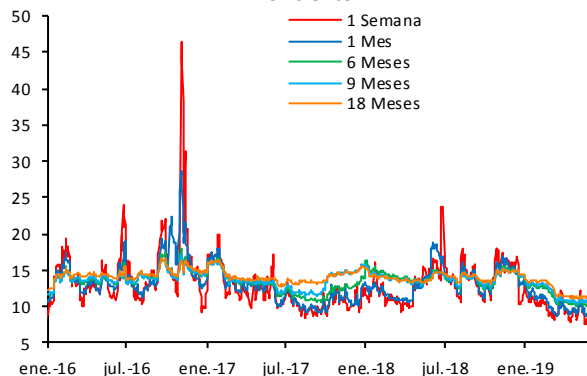
En cuanto a la evolución del tipo de cambio, destaca que de finales de diciembre a la fecha, la moneda nacional registró una disminución en su volatilidad y una apreciación de aproximadamente 2.9% (Gráficas 80 y 81). Entre los factores que contribuyeron a este comportamiento destacan: i) las acciones de política monetaria que ha llevado a cabo la Junta de Gobierno del Banco de México; ii) las expectativas de una política monetaria en las principales economías avanzadas más acomodaticia que lo previamente anticipado; iii) la reducción de las tasas de interés de mediano y largo plazo en Estados Unidos; iv) el optimismo que se percibió en parte del periodo reportado en torno a un posible acuerdo comercial entre China y Estados Unidos; y v) el mayor apetito por riesgo en los mercados financieros globales y, en consecuencia, mayores flujos de capitales hacia las economías emergentes, principalmente hacia instrumentos de renta fija. No obstante, el peso ha mostrado algunos periodos de volatilidad en un contexto en donde se ha visto presionado por la persistencia de riesgos locales y globales, entre ellos: i) el cambio de perspectiva en la calificación crediticia del país de estable a negativa por parte de una calificadora, así como la reducción de la calificación crediticia de Pemex; ii) la intensificación reciente de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus socios comerciales; iii) la posibilidad de una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea; y iv) preocupaciones sobre una desaceleración económica global (Gráfica 82). Así, el tipo de cambio ha oscilado en un rango de entre 18.80 y 19.60 pesos por dólar, para ubicarse actualmente en un nivel de 19.17 pesos por dólar. Es importante subrayar que, en caso de que la economía enfrente un escenario que requiera un ajuste del tipo de cambio real, al igual que en otras ocasiones, el Banco de México estará atento para que este se dé de manera ordenada y sin efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.

Gráfica 80
Tipo de Cambio Nominal ^{1/}
Pesos por dólar



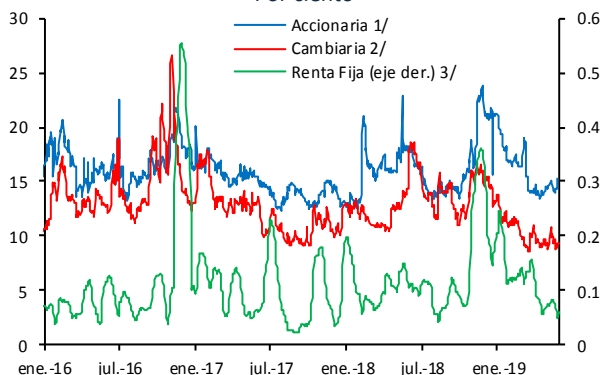
^{1/} El tipo de cambio observado es el dato diario del tipo de cambio FIX. Los números al lado de las expectativas corresponden a los promedios de la encuesta de Banco de México del mes de abril y de la encuesta Citibanamex del 21 de mayo de 2019. Fuente: Banco de México y Citibanamex.

Gráfica 81
Volatilidad Implícita en Opciones del Tipo de Cambio
Por ciento



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 82
Volatilidad en los Mercados Financieros en México
Por ciento



^{1/} Se refiere al índice de volatilidad de S&P de la Bolsa Mexicana de Valores.
^{2/} Se refiere a la volatilidad implícita de las opciones a un mes del peso mexicano.
^{3/} Se refiere a la desviación estándar con una ventana móvil de 30 días de las tasas de interés de 10 años en México.

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

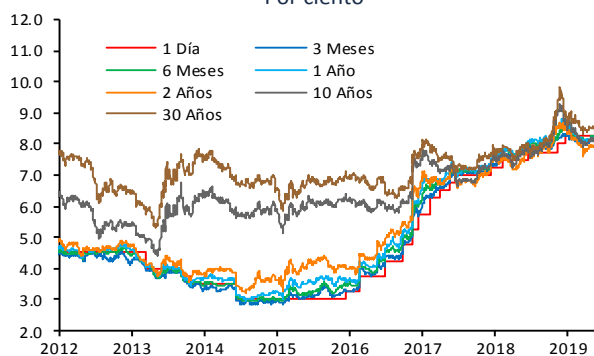
Por su parte, en cuanto a la postura de política monetaria relativa entre México y Estados Unidos, en marzo, la Reserva Federal mantuvo sin cambio el rango objetivo para la tasa de fondos federales y reiteró su mensaje de que serán pacientes para realizar ajustes en este. En este contexto, la mediana de las proyecciones del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) sugiere que no habría aumentos en el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 2019. Posteriormente, en la reunión de mayo, la Reserva Federal decidió mantener sin cambio el objetivo para la tasa de fondos federales, como se esperaba.

En cuanto al comportamiento de las tasas de interés en México y sus diferenciales con las de Estados Unidos, pueden distinguirse dos episodios. Primero, de principios de enero a finales de marzo, ambos indicadores registraron disminuciones para todos los plazos, especialmente en los correspondientes al mediano y largo plazos. El comportamiento de las tasas de interés estuvo influido, en buena medida, por la expectativa de un proceso de normalización monetaria más lento que lo previsto en las principales economías avanzadas, principalmente en Estados Unidos (Gráficas 83 y 84). En particular, durante el primer periodo, las tasas para plazos de 3 meses, 2 años y 10 años disminuyeron de 8.3 a 8.1%, de 8.6 a 7.7% y de 8.8 a 8.0%, respectivamente. Posteriormente, de finales de marzo a la fecha, las tasas de interés y sus diferenciales con Estados Unidos mostraron un ligero incremento. Así, las tasas de interés para plazos de 3 meses, 2 años y 10 años aumentaron a 8.2, 7.9 y 8.1%, respectivamente. Por su parte, destaca que los diferenciales entre ambos países correspondientes a las tasas de interés de mediano y largo plazos permanecen en niveles elevados y mayores a los observados para otras economías emergentes (Gráficas 85, 86 y 87).

La pendiente de la curva de rendimientos (definida como la diferencia entre la tasa de interés de 10 años y la de 3 meses) disminuyó hasta finales de marzo y a partir de esta fecha ha permanecido en niveles cercanos a cero, los cuales son inferiores a los de otras economías emergentes (Gráficas 88 y 89). Al respecto, cabe destacar que, como se señaló previamente, la información que una posible inversión de la curva de rendimientos conlleva respecto de la actividad económica futura depende,

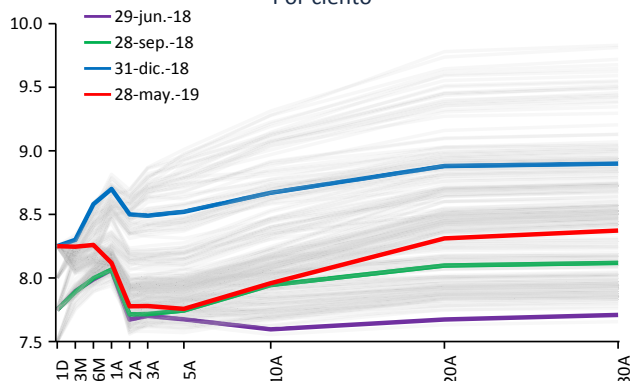
en buena medida, del nivel de la prima por plazo y de la expectativa que se tenga para ella. En particular, si la prima por plazo es reducida la señal que la pendiente de la curva de rendimientos proporciona sobre un menor dinamismo de la actividad económica futura es más débil. En este sentido, es importante señalar que si bien la prima por plazo en México se ubica en niveles todavía mayores a los registrados en los últimos años, desde finales de 2018 ha venido mostrando una tendencia descendente, si bien en el margen ha mostrado volatilidad (Gráfica 90).

Gráfica 83
Tasas de Interés de Valores Gubernamentales en México
Por ciento



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

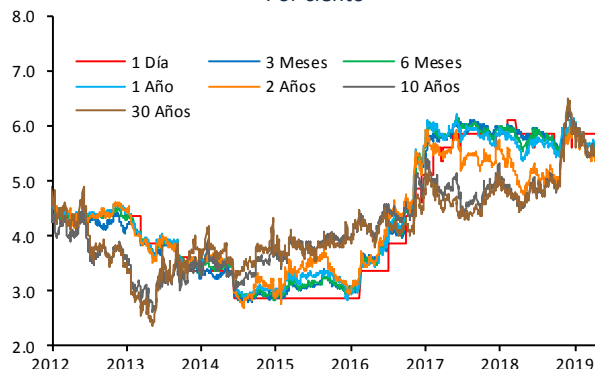
Gráfica 84
Curva de Rendimientos de México
Por ciento



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

Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

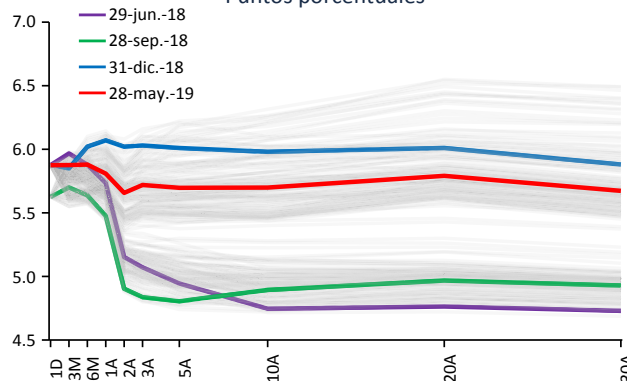
Gráfica 85
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos^{1/}
Por ciento



1/ Para la tasa objetivo de Estados Unidos se considera el promedio del intervalo considerado por la Reserva Federal.

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

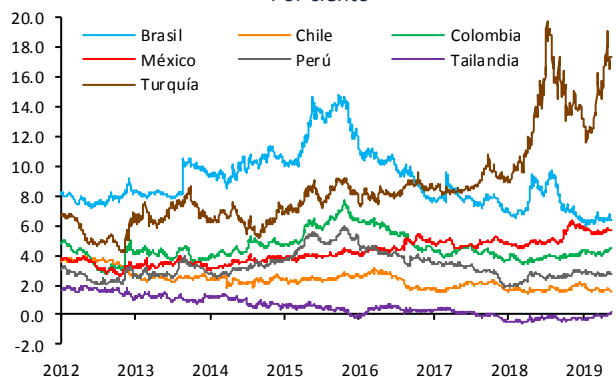
Gráfica 86
Curva de Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
Puntos porcentuales



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

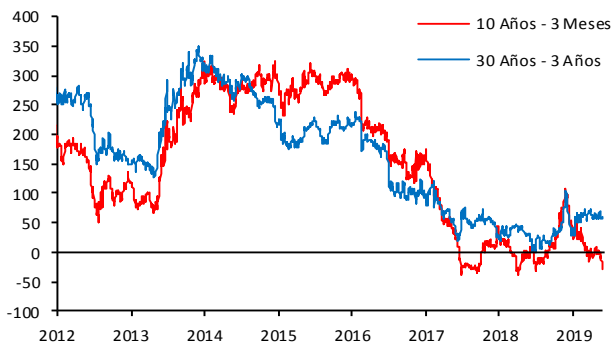
Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 87
Diferenciales de Tasas de Interés de 10 Años de Varios Países con respecto a Estados Unidos
Por ciento



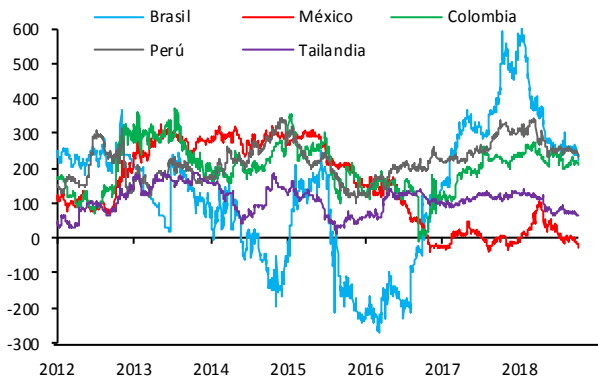
Fuente: Bloomberg, Proveedor Integral de Precios (PiP) y Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

Gráfica 88
Pendiente de la Curva de Rendimientos
 Puntos base



Fuente: Proveedor Integral de Precios (PiP).

Gráfica 89
Pendiente de la Curva de Rendimientos de Varios Países
 (10 años-3 meses)
 Puntos base



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 90
Prima por Plazo en México ^{1/}
 Puntos base

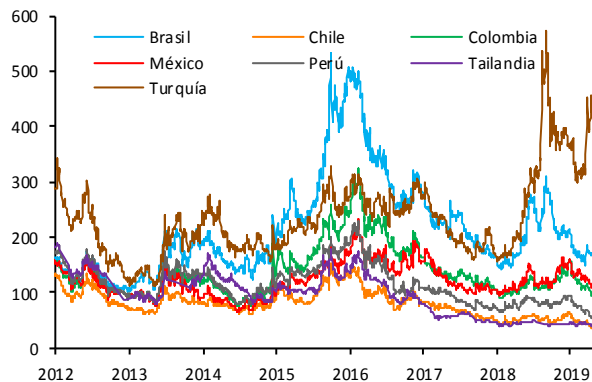


1/ Para el cálculo de la prima por plazo primero, se estima la expectativa promedio de la tasa de interés de corto plazo implícita en la tasa de largo plazo (tasa de bonos cupón cero compuesta a 10 años) mediante un modelo afín. A partir de esta estimación la prima por plazo se calcula como el residual entre la tasa de largo plazo y la expectativa mencionada. Esta última medida considera un interés compuesto continuamente.

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

Por último, cabe destacar que las condiciones más favorables que prevalecieron de principios de enero a finales de marzo en los mercados financieros internacionales contribuyeron a un buen desempeño de los activos financieros en México. No obstante, algunos factores de riesgo han implicado que los activos nacionales continúen cotizando con un descuento o prima de riesgo adicional. Entre estos factores se encuentran, la incertidumbre sobre: i) el entorno externo el cual podría ocasionar ajustes de portafolio y; ii) en la parte interna, las perspectivas crediticias de Pemex y de la economía en general. En este contexto, si bien los indicadores de mercado que miden el riesgo de crédito soberano disminuyeron en México de principios de enero a mediados de abril, en línea con lo observado en la mayoría de las economías emergentes, estos han aumentado a partir de esa fecha y permanecen en niveles elevados respecto a los de otras economías emergentes y a los que corresponderían a su calificación de riesgo soberano (Gráfica 91).

Gráfica 91
Indicadores de Mercado que Miden el Riesgo de Crédito Soberano Nacional ^{1/}
 Puntos base



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

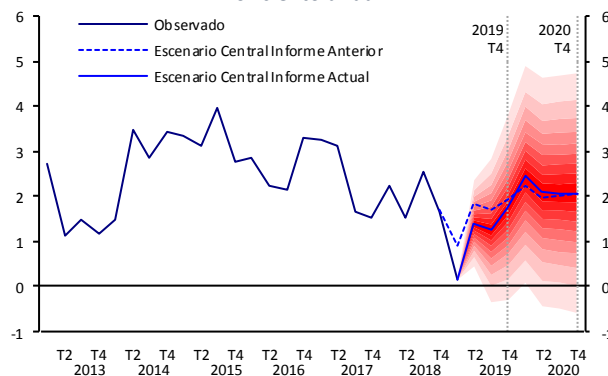
Fuente: Bloomberg.

5. Previsiones y Balance de Riesgos

5.1. Previsiones para la Actividad Económica

Crecimiento de la economía nacional: Las perspectivas de crecimiento de la economía mexicana para 2019 se revisan de una expansión esperada de entre 1.1 y 2.1% en el Informe anterior a una de entre 0.8 y 1.8%. Para 2020, se continúa esperando que el crecimiento del PIB se ubique en un intervalo de entre 1.7 y 2.7% (Gráficas 92 y 93).²⁰ El ajuste para 2019 refleja principalmente el hecho de que el desempeño de la economía durante el primer trimestre de 2019 fue menor a lo previsto lo que, como ya se mencionó, se asocia, en parte, a la afectación ocasionada por diversos factores de carácter transitorio. Asimismo, si bien para los próximos trimestres se anticipa que la economía retome una senda de crecimiento, apoyada por contribuciones positivas tanto de la demanda interna, como externa, esta última podría mostrar una desaceleración mayor a la anticipada derivada de una moderación del crecimiento de la economía global en general y de la producción industrial en Estados Unidos en particular.²¹ Adicionalmente, se estima que cualquier recuperación de la inversión se dé de manera gradual. Estas previsiones consideran que se mantendrá un marco macroeconómico sólido y finanzas públicas sostenibles.

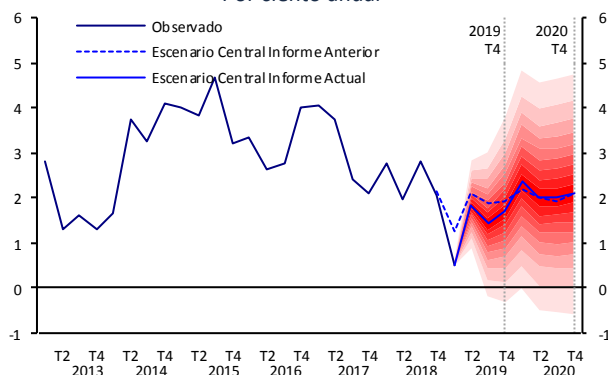
Gráfica 92
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 93
Gráfica de Abanico: Crecimiento del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a. e.
Por ciento anual



a. e. / Cifras desestacionalizadas.

Fuente: INEGI y Banco de México.

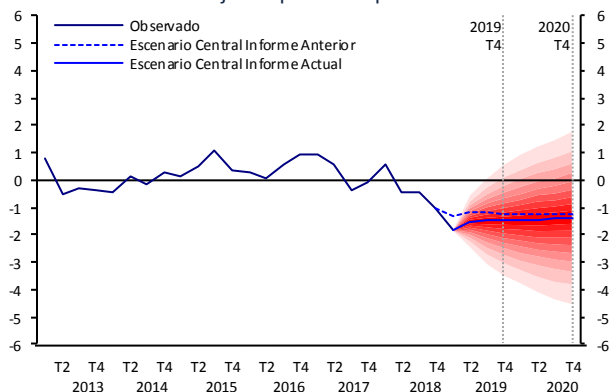
Con respecto a la posición cíclica de la economía, se sigue anticipando que las condiciones de holgura mantengan cierto relajamiento a lo largo del horizonte de pronóstico (Gráficas 94, 95 y 96).

²⁰ Cabe notar que, por ser año bisiesto, en 2020 habrá un día adicional relativo a 2019. Ello conducirá a que la tasa de crecimiento anual del PIB calculada con cifras originales sea mayor que la calculada con cifras ajustadas por estacionalidad, toda vez que esta última controla por este efecto. Como referencia, en 2016 la diferencia entre estas dos tasas de crecimiento fue de tres décimas.

²¹ De acuerdo con los analistas encuestados por Blue Chip en mayo de 2019, se esperan expansiones de la producción industrial en Estados Unidos para 2019 y 2020 de 2.2 y 1.6%, tasas menores que las de 2.8 y 1.7% reportadas en el Informe anterior.

Gráfica 94

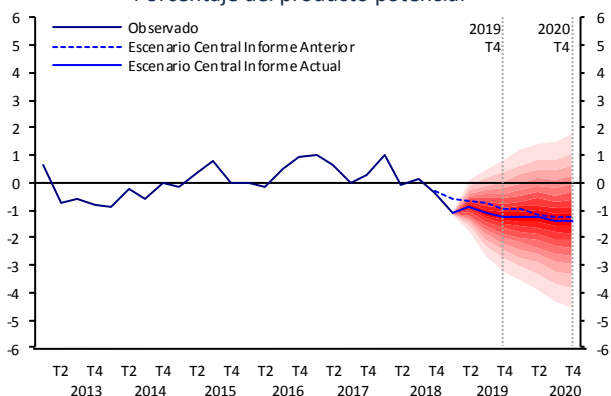
Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto, a. e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 95

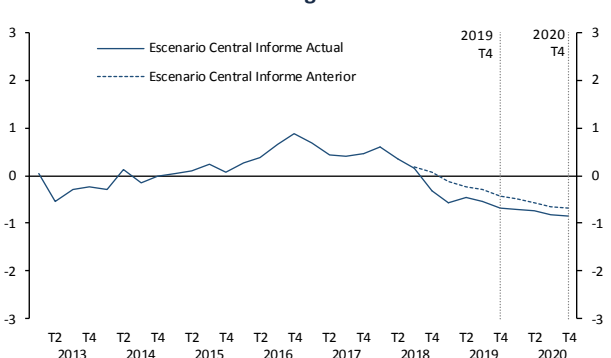
Gráfica de Abanico: Estimación de la Brecha del Producto Excluyendo el Sector Petrolero, a. e.
Porcentaje del producto potencial



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

Gráfica 96

Indicador de Holgura Trimestral



Notas: i) En el Escenario Central del Informe Actual el pronóstico inicia en 2019 T1. En el caso del Escenario Central del Informe Anterior el pronóstico iniciaba en 2018 T4. ii) El comportamiento que se prevé para este indicador es congruente con los pronósticos para el producto que excluye al sector petrolero. iii) No es factible calcular una gráfica de abanico para el indicador de holgura trimestral por la naturaleza con la que se construyó su pronóstico.
Fuente: Banco de México.

Empleo: En congruencia con la modificación a las perspectivas de crecimiento y con el menor dinamismo observado en la creación de puestos de trabajo registrados en el IMSS, la expectativa para el crecimiento de este último indicador para 2019 se revisa de un intervalo de entre 620 y 720 mil en el Informe anterior, a uno de entre 530 y 630 mil. Para 2020, el intervalo se mantiene sin cambio en uno de entre 650 y 750 mil.

Cuenta Corriente: Para 2019 se anticipan déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.5 y 24.3 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden), cifras que se comparan con las previsiones en el Informe previo de 11.8 y 25.2 miles de millones dólares, respectivamente (de 0.9 y 2.0% del PIB, en el mismo orden). Para 2020, se prevén déficits en la balanza comercial y en la cuenta corriente de 13.7 y 25.6 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 1.9% del PIB, en el mismo orden), previsiones que se comparan con las reportadas en el Informe anterior de 14.0 y 28.0 miles de millones de dólares, respectivamente (de 1.0 y 2.0% del PIB, en el mismo orden).

Balance de riesgos para el crecimiento: La economía mexicana continúa enfrentando riesgos que, de materializarse, podrían generar efectos adversos sobre el crecimiento. Así, los elementos de riesgo internos y externos que persisten dan lugar a que en el horizonte de pronóstico el balance de riesgos para la actividad económica se ha tornado más incierto y mantiene un sesgo a la baja. Entre los riesgos a la baja en este horizonte destacan:

- i. Persiste incertidumbre respecto a la posibilidad de un surgimiento de nuevas disputas comerciales, de un escalamiento de las ya existentes, o de la adopción de mayores medidas proteccionistas a nivel mundial que afecten al crecimiento, la inversión y el comercio globales, así como a los mercados financieros internacionales, en detrimento de la actividad económica en México.
- ii. Que se observen episodios de volatilidad en los mercados financieros internacionales originados por diversos factores: a) mayores tensiones comerciales a nivel global que den como lugar un menor apetito por riesgo; b) posibles sorpresas inflacionarias que ocasionen aumentos

- imprevistos en las tasas de referencia de los principales bancos centrales; c) un posible contagio proveniente de otras economías emergentes; o d) acontecimientos geopolíticos que pudieran reducir las fuentes de financiamiento.
- iii. Que se observe una desaceleración mayor a la esperada de la economía y el comercio globales una vez que expiren los estímulos fiscales vigentes en algunas de las principales economías, principalmente la de Estados Unidos, o derivado de una desaceleración mayor a la esperada de la producción industrial en ese país.
 - iv. Que el proceso de ratificación e implementación del acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá se retrase y genere mayor incertidumbre, afectando a la inversión.
 - v. Que se deteriore el actual ambiente de incertidumbre interna que ha venido afectando a la inversión, y que ello ocasione que diversas empresas pospongan o no lleven a cabo sus planes de inversión o que los consumidores reduzcan su gasto de manera precautoria.
 - vi. Que se observe un deterioro en la calificación de la deuda de Pemex que complique la situación financiera de la empresa, o revisiones a la baja por parte de las agencias calificadoras en las notas crediticias de otras empresas productivas del Estado o en la del país.
 - vii. Que se presenten nuevas afectaciones a la producción o distribución de bienes y servicios (huelgas o interrupciones a las vías de comunicación o a la distribución de combustibles, así como mayores retrasos en los cruces fronterizos con Estados Unidos).

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

- i. Que se formalice el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos y Canadá y que ello dé lugar a un mayor impulso de la inversión.
- ii. Que un dinamismo de la producción industrial en Estados Unidos mayor al anticipado favorezca el desempeño de las exportaciones manufactureras de México.
- iii. Que se observe un dinamismo de la demanda agregada mayor al previsto, derivado de un aumento en el gasto de los consumidores o de que algunos sectores productivos enfrenten mejores condiciones para aumentar sus inversiones.

5.2. Previsiones para la Inflación

Inflación: Los pronósticos para la inflación general anual se ajustan ligeramente al alza por mayores previsiones en relación al Informe anterior para los precios de los energéticos derivadas de la dinámica de las referencias internacionales de estos bienes y por los aumentos recientes que ha presentado la inflación subyacente. No obstante, se prevé que el aumento que ha presentado la inflación general, si bien afecta las previsiones de menor plazo, se considera transitorio, por lo cual el pronóstico muestra una convergencia a la meta del Banco de México en el tercer trimestre de 2020. Por su parte, la revisión al alza en los pronósticos para la inflación subyacente anual se debe, en buena medida, a la evolución que han venido presentando los precios de los grupos de servicios de vivienda y de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, en los que se han registrado niveles mayores a los que se tenían previstos. Esta evolución pudiera estar asociada a las posibles presiones de costos, entre las cuales se incluyen aumentos en los energéticos y los mayores incrementos salariales. No obstante, se continúa esperando que la inflación subyacente se ubique en 3% desde el segundo trimestre de 2020 (Cuadro 3 y Gráficas 97 y 98).

Cuadro 3
Pronósticos de la Inflación General y Subyacente
 Variación anual en por ciento

	2019				2020				2021	
	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
INPC										
Informe Actual ^{1/}	4.8	4.1	4.3	4.0	3.7	3.8	3.2	3.1	3.0	3.0
Informe Anterior ^{2/}	4.8	4.1	4.3	3.8	3.4	3.5	3.1	2.8	2.7	
Subyacente										
Informe Actual ^{1/}	3.7	3.6	3.8	3.6	3.4	3.4	3.0	3.0	3.0	3.0
Informe Anterior ^{2/}	3.7	3.5	3.6	3.4	3.2	3.2	2.9	2.8	2.7	

1/ Pronóstico a partir de mayo de 2019.

2/ Pronóstico a partir de febrero de 2019.

Fuente: Banco de México e INEGI.

Cabe señalar que el entorno actual presenta riesgos de mediano y largo plazos que pudieran afectar la evolución de la inflación. Además, en el horizonte en el que opera la política monetaria, las previsiones para la inflación están sujetas a riesgos, entre los que destacan los siguientes.

Al alza:

- i. La posibilidad de que la cotización de la moneda nacional se vea presionada por factores externos o internos.
- ii. Que se observen mayores presiones en los precios de los energéticos o en los productos agropecuarios, especialmente en aquellos en los que los precios internacionales se han visto presionados al alza.
- iii. Que se presente un escalamiento de medidas proteccionistas y compensatorias a nivel global.
- iv. Que se deterioren las finanzas públicas.
- v. Que dada la magnitud de los aumentos en el salario mínimo, además de su posible impacto directo, se enfrenta el riesgo de que estos propicien revisiones salariales elevadas en diversos sectores. De hecho, en algunos de ellos estas han rebasado las ganancias en productividad, lo que podría generar presiones de costos, con afectaciones en el empleo formal y contribuyendo a que la inflación subyacente se mantenga elevada, evitando que la ampliación en las condiciones de holgura se traduzca en menores presiones sobre la inflación.

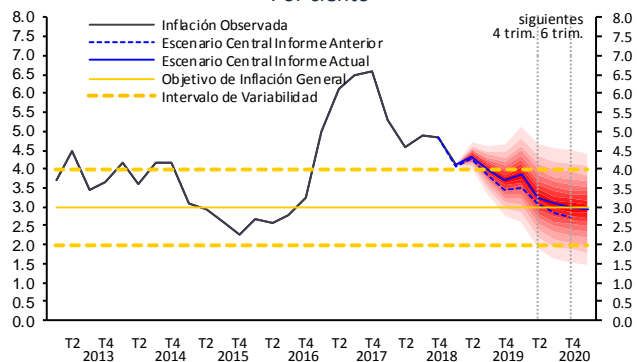
vi. La persistencia que ha mostrado la inflación subyacente podría dar lugar a una mayor resistencia de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos a disminuir.

A la baja:

- i. Que se presenten menores variaciones en los precios de algunos bienes incluidos en el subíndice no subyacente.
- ii. Que las condiciones de holgura se amplíen más de lo previsto.

De esta forma, si bien se han intensificado algunos de los factores de riesgo a la baja, como la mayor holgura en la economía, otros podrían mantenerla en niveles elevados y, en consecuencia, desviarla de la trayectoria prevista, ello considerando los factores que han evitado que la inflación subyacente disminuya. Por tanto, en un entorno de marcada incertidumbre, se considera que aún persiste un balance de riesgos al alza para la inflación respecto a su pronóstico.

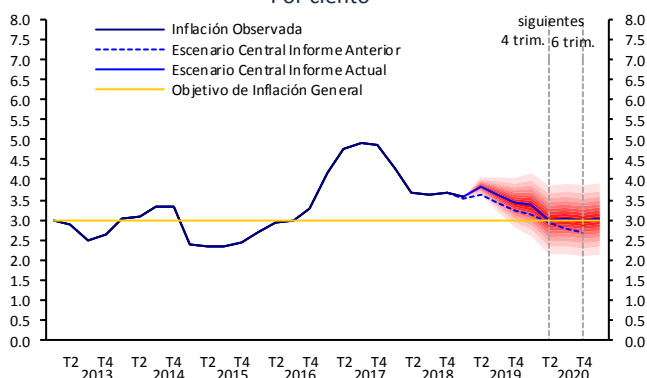
Gráfica 97
Gráfica de Abanico: Inflación General Anual 1/
 Por ciento



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

Fuente: Banco de México e INEGI.

Gráfica 98
Gráfica de Abanico: Inflación Subyacente Anual 1/
 Por ciento



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

Fuente: Banco de México e INEGI.

Para atender los retos y rezagos que enfrenta la economía mexicana, es necesario adoptar y mantener políticas que sienten bases sólidas para el crecimiento del país y que corrijan los problemas estructurales e institucionales que le han impedido alcanzar una mayor productividad y que desincentivan la inversión en el país. En este sentido, como se ha señalado en Informes anteriores, es prioritario robustecer el estado de derecho, de modo que, además de combatir la inseguridad, la corrupción y la impunidad, las autoridades competentes garanticen la certeza jurídica, el cumplimiento del marco legal y el respeto a la propiedad privada. Asimismo, una agenda clara con objetivos de largo plazo de políticas que impulsen el adecuado funcionamiento microeconómico, la competencia y una mayor eficiencia del uso de recursos de la economía, en conjunto con un marco macroeconómico sólido caracterizado tanto por disciplina fiscal, como por la estabilidad de precios, contribuiría a una mayor certidumbre y generaría mayor confianza en el país. Ello permitiría fomentar la inversión, elevar la productividad e incrementar el potencial de crecimiento del país, lo que redundaría en un mayor bienestar para todos los mexicanos.

Anexo 1. Publicaciones del Banco de México en el Trimestre Enero - Marzo 2019

1. Publicaciones

1.1. Informes Trimestrales

27/02/2019	Informe trimestral, octubre-diciembre 2018
30/01/2019	Programa de política monetaria para 2019

1.2. Reporte sobre las Economías Regionales

14/03/2019	Reporte sobre las economías regionales, octubre-diciembre 2018
------------	--

1.3. Informes sobre el presupuesto aprobado de gasto corriente e inversión física

30/01/2019	Informe sobre el presupuesto aprobado de gasto corriente e inversión física de 2019
------------	---

1.4. Informes sobre el ejercicio del presupuesto

30/01/2019	Informe sobre el ejercicio del presupuesto al tercer trimestre de 2018
04/03/2019	Informe sobre el ejercicio del Presupuesto al cuarto trimestre de 2018

2. Documentos de investigación

15/03/2019	2019-05 Dinámica de exportaciones de firmas y tipo de cambio: un análisis cuantitativo
05/03/2019	2019-04 La participación laboral y el ciclo económico en México
05/03/2019	2019-03 Estática comparativa Bayesiana
19/02/2019	2019-02 La microeconomía de la oferta de exportación: evidencia a nivel empresa para México
17/01/2019	2019-01 Financiamiento en moneda extranjera y mercados de divisas: el caso de México después de GFC

3. Comunicados

3.1. Política monetaria

3.1.1. Anuncios de las decisiones de política monetaria

28/03/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento
07/02/2019	El objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día (tasa objetivo) se mantiene sin cambio en 8.25 por ciento

3.1.2. Minutas de las decisiones de política monetaria

21/02/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 7 de febrero de 2019
03/01/2019	Minuta de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 20 de diciembre de 2018

3.2. Banco de México

3.2.1. Estado de cuenta semanal

26/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de marzo de 2019
20/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de marzo de 2019
12/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de marzo de 2019
05/03/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 1 de marzo y del mes de febrero de 2019
26/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 22 de febrero de 2019
19/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 15 de febrero de 2019
12/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 8 de febrero de 2019
06/02/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 1 de febrero y del mes de enero de 2019
29/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 25 de enero de 2019
22/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 18 de enero de 2019
15/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 11 de enero de 2019
08/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 4 de enero de 2019 y del mes de diciembre de 2018
02/01/2019	Estado de cuenta del Banco de México de la semana al 28 de diciembre de 2018

3.2.2. Información semanal del Estado de Cuenta Consolidado

26/03/2019	Información semanal al 22 de marzo de 2019
20/03/2019	Información semanal al 15 de marzo de 2019
12/03/2019	Información semanal al 8 de marzo de 2019
05/03/2019	Información semanal al 1 de marzo de 2019
26/02/2019	Información semanal al 22 de febrero de 2019
19/02/2019	Información semanal al 15 de febrero de 2019
12/02/2019	Información semanal al 8 de febrero de 2019
06/02/2019	Información semanal al 1 de febrero de 2019
29/01/2019	Información semanal al 25 de enero de 2019
22/01/2019	Información semanal al 18 de enero de 2019
15/01/2019	Información semanal al 11 de enero de 2019
08/01/2019	Información semanal al 4 de enero de 2019
02/01/2019	Información semanal al 28 de diciembre de 2018

3.2.3. Estado de Cuenta Consolidado mensual y Balance General

20/03/2019	31 enero y 28 febrero de 2019
20/03/2019	Estados Financieros diciembre de 2018
20/03/2019	Estados Financieros Dictaminados de 2018

3.3. Sector financiero

3.3.1. Agregados monetarios y actividad financiera

29/03/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en febrero de 2019
28/02/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en enero de 2019
31/01/2019	Agregados monetarios y actividad financiera en diciembre de 2018

3.4. Sector externo

3.4.1. Balanza de pagos

25/02/2019	La balanza de pagos anual 2018
------------	--------------------------------

3.4.2. Información revisada de comercio exterior

11/03/2019	Enero de 2019
11/02/2019	Diciembre de 2018
11/01/2019	Noviembre de 2018

3.5. Resultados de encuestas

3.5.1. Evolución trimestral del financiamiento a las empresas

20/02/2019	Evolución trimestral del financiamiento a las empresas durante el trimestre octubre-diciembre de 2018
------------	---

3.5.2. Encuesta nacional sobre la confianza del consumidor

05/03/2019	Indicador de confianza del consumidor: febrero 2019
06/02/2019	Indicador de confianza del consumidor: enero 2019
10/01/2019	Indicador de confianza del consumidor: diciembre 2018

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

01/03/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: febrero 2019
01/02/2019	Encuesta sobre las expectativas de los especialistas en economía del sector privado: enero 2019

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

08/02/2019	Encuesta sobre condiciones generales y estándares en el mercado de crédito bancario durante el trimestre octubre-diciembre de 2018
------------	--

3.5.5. Indicadores de opinión empresarial

01/03/2019	Indicador de pedidos manufactureros: febrero 2019
01/02/2019	Indicador de pedidos manufactureros: enero 2019
03/01/2019	Indicador de pedidos manufactureros: diciembre 2018

3.6. Misceláneos

19/03/2019	Condiciones de operación del SPEI el 19 de marzo de 2019
19/03/2019	El Consejo de Estabilidad del Sistema Financiero actualiza su balance de riesgos

08/03/2019	Publicación de disposiciones del Banco de México a las que se refiere la Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera
21/02/2019	Fe de erratas, minuta número 65 de la reunión de la Junta de Gobierno del Banco de México, con motivo de la decisión de política monetaria anunciada el 7 de febrero de 2019, en su versión en inglés
19/02/2019	Consulta pública sobre proyectos de disposiciones del Banco de México: modificaciones a las "Disposiciones aplicables a las operaciones de las instituciones de crédito y de la Financiera Nacional de Desarrollo Agropecuario, Rural, Forestal y Pesquero"
23/01/2019	La Comisión Permanente del H. Congreso de la Unión aprobó la designación de Jonathan Ernest Heath Constable como miembro de la Junta de Gobierno del Banco de México
23/01/2019	La Comisión Permanente del H. Congreso de la Unión aprobó la designación de Gerardo Esquivel Hernández como miembro de la Junta de Gobierno del Banco de México
21/01/2019	Banco de México es nombrado "Administrador de Reservas Internacionales del Año" por el Instituto Central Banking Publications
08/01/2019	La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) y el Banco de México (Banxico) presentaron el día de hoy ocho acciones que se llevarán a cabo para impulsar el sector financiero
07/01/2019	Se publican las bases para la cuarta edición del Reto Banxico, competencia académica dirigida a estudiantes de nivel licenciatura en México
03/01/2019	Consideraciones del Banco de México sobre la aplicación de las disposiciones de la Ley Federal de Remuneraciones de los Servidores Públicos y algunos conceptos del Presupuesto de Egresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal 2019
02/01/2019	Alejandro Díaz de León, Gobernador del Banco de México, es nombrado el banquero central del año 2019 para América, por la publicación especializada The Banker

3.7. Circulares emitidas por el Banco de México

08/03/2019	Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones de financiamiento colectivo en las operaciones que realicen en moneda extranjera y los reportes de información al Banco de México.
08/03/2019	Disposiciones de carácter general en materia de modelos novedosos.
08/03/2019	Disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones de crédito e instituciones de tecnología financiera en las operaciones que realicen con activos virtuales.
07/03/2019	Reformas a las reglas del sistema de pagos electrónicos interbancarios (SPEI), en materia de mitigación de riesgos
27/02/2019	Límite para la atención de retiros y entregas de monedas de 10 y 20 centavos, durante 2019.
01/02/2019	Modificaciones a la circular 3/2012 (anexo 20)
14/01/2019	Modificaciones a la circular 22/2017 (actualización del texto del código global de conducta)



BANCO DE MÉXICO

Mayo 2019

www.banxico.org.mx