

# Informe sobre la Inflación

---

Enero – Marzo 2010



BANCO DE MÉXICO

---

ABRIL, 2010



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

GUILLERMO GÚEMEZ GARCÍA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB



## **ADVERTENCIA**

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 27 de abril de 2010. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## CONTENIDO

### Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2010

<b>1. Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Evolución Reciente de la Inflación.....</b>	<b>3</b>
2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2010.....	3
2.2. Índice Nacional de Precios Productor.....	9
2.3. Salarios.....	12
<b>3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Primer Trimestre de 2010.....</b>	<b>14</b>
3.1. Condiciones Externas.....	14
3.1.1. Actividad Económica Mundial.....	14
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	16
3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior.....	17
3.1.4. Mercados Financieros Internacionales.....	19
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	22
3.2.1. Actividad Económica.....	22
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País.....	27
<b>4. Determinantes de la Inflación.....</b>	<b>32</b>
<b>5. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2010.....</b>	<b>37</b>
<b>6. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....</b>	<b>42</b>

### Recuadros

<b>1. Evidencia sobre la Ausencia de Efectos de Segundo Orden en el Proceso de Formación de Precios Asociados a las Modificaciones Tributarias Aprobadas por el H. Congreso de la Unión para 2010.....</b>	<b>6</b>
<b>2. La Importancia de los Precios Productor en la Identificación de Presiones Inflacionarias.....</b>	<b>10</b>





## 1. Introducción

---

La recuperación de la economía mundial continuó durante el primer trimestre del año a un ritmo mayor al anticipado, aunque con marcadas diferencias entre regiones y países. El crecimiento de las economías avanzadas es considerablemente más moderado que el de las emergentes y continúa dependiendo en buena medida del estímulo de políticas macroeconómicas acomodaticias, lo cual se ha traducido en una creciente vulnerabilidad fiscal. La reactivación de estas economías también se ha basado en un aumento en las exportaciones netas y, en general, en una restitución de inventarios. Por su parte, las economías de países emergentes, además de haber mostrado fundamentos económicos sólidos, han sido favorecidas por el crecimiento del comercio internacional, así como por la fuerte demanda global de materias primas.

Los mercados internacionales de valores han venido normalizándose. En particular, las condiciones de acceso a éstos en cuanto a costo y plazos se han venido recuperando rápidamente. Sin embargo, continúa la debilidad del crédito bancario, particularmente en las economías avanzadas. De ahí que la sostenibilidad de la recuperación de la actividad económica internacional dependerá, en gran medida, de la capacidad del sector bancario para recapitalizarse, fortalecer sus balances y proveer de crédito al sector privado.

Las presiones inflacionarias se han mantenido bajo control en la mayoría de las economías avanzadas, fundamentalmente debido a su nivel de producción debajo del potencial y la consecuente presencia de capacidad ociosa, así como al elevado desempleo que presentan, lo que ha conducido a que las expectativas de inflación se hayan mantenido estables en niveles reducidos. Ante la necesidad de seguir impulsando la recuperación y el saneamiento de los sistemas financieros, los bancos centrales de dichas economías han optado por dejar sin cambios su postura de política monetaria. En contraste, los países emergentes que registraron un menor impacto de la crisis global y que, por tanto, muestran menor holgura en sus economías, han iniciado el retiro de las políticas de estímulo monetario y crediticio.

Las economías emergentes continuaron registrando importantes entradas de capital, en parte impulsadas por la expectativa de que los diferenciales de las tasas de interés seguirán siendo elevados en el futuro previsible. También han contribuido a este fenómeno las perspectivas de una continua apreciación de sus tipos de cambio y de un mayor crecimiento relativo a las economías avanzadas. De hecho la postura de política monetaria y fiscal extraordinariamente acomodaticia en estas últimas, se ha constituido en un factor que podría complicar el manejo macroeconómico en las economías emergentes.

En México, la producción manufacturera continuó mostrando una tendencia positiva durante el primer trimestre de 2010. A ello contribuyó el mayor dinamismo de la actividad industrial en Estados Unidos, lo cual indujo mayores niveles de exportaciones de productos mexicanos. En contraste, la reactivación del gasto doméstico ha sido más débil. En particular, la inversión privada ha mostrado una escasa reactivación. En este contexto, la economía continúa operando por debajo de su nivel potencial de producción.

La inflación general anual aumentó de 3.98 por ciento promedio en el cuarto trimestre de 2009 a 4.75 por ciento durante el primer trimestre de 2010, ubicándose en la cota superior del intervalo de pronóstico que publicó el Banco de México en el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009 publicado en noviembre de ese año. La presión alcista que registró la inflación general se concentró en el componente no subyacente del INPC, ya que la tasa de crecimiento del subyacente –que refleja en mayor grado la tendencia de mediano plazo de la inflación– disminuyó. El incremento de la inflación no subyacente fue afectado por los deslices en los precios de los energéticos y los ajustes a tarifas y derechos que determinan gobiernos locales, como es el caso del Metro y de los derechos por suministro de agua en la Ciudad de México. También fue influido por un alza extraordinaria en las cotizaciones de algunas hortalizas como consecuencia de condiciones climáticas adversas que afectaron su producción. Por lo que toca a la reducción de la inflación subyacente, ésta fue apoyada por la apreciación del tipo de cambio que aminoró el impacto sobre los precios del reciente ajuste tributario, en un contexto en que los ajustes salariales fueron moderados y las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanecieron relativamente estables.

El pronóstico de la inflación para el resto de 2010 y 2011, se mantiene inalterado con relación a la última proyección que publicó el Instituto Central. El pronóstico se mantiene sin modificaciones considerando que el impacto de los cambios impositivos, de la política de deslices en los precios de los energéticos, así como del ajuste a derechos y tarifas determinados por gobiernos locales ha sido acorde a lo previsto, que no parecen existir presiones de demanda agregada toda vez que la economía continúa operando por debajo de su capacidad, y que el tipo de cambio se ha apreciado de manera notoria.

No obstante, el proceso de formación de precios todavía enfrenta diversos riesgos que pudiesen alterar el curso previsto de la inflación. Entre los principales se encuentra una reversión abrupta y repentina en los flujos de capital que pudiese conducir a un ajuste cambiario súbito. Asimismo, en la medida en que se reduzca la holgura en la economía, su contribución a atenuar las presiones inflacionarias irá disminuyendo.

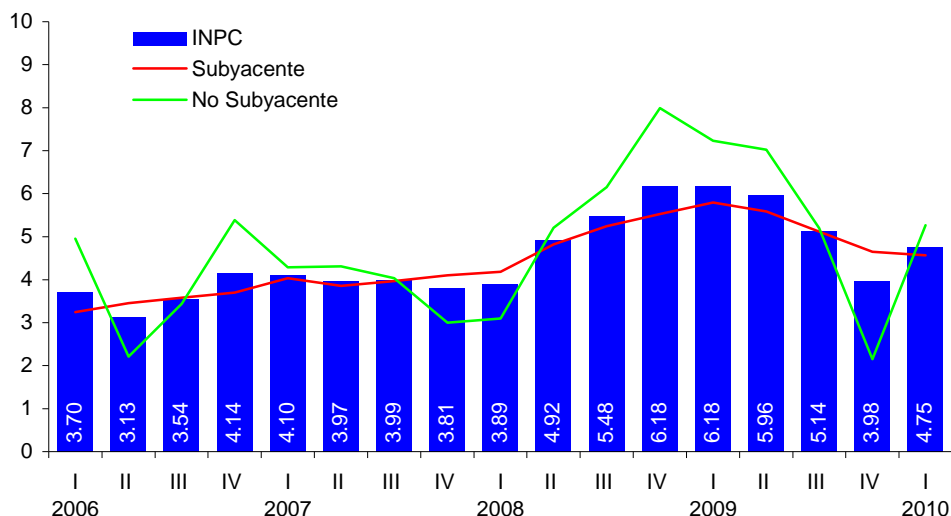
En este entorno, en lo que va de 2010 la Junta de Gobierno del Banco de México ha mantenido en 4.5 por ciento el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria. No obstante, la Junta ha señalado que vigilará la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, así como otros indicadores que pudiesen alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. En particular, pondrá atención a la velocidad con la cual se vaya cerrando la brecha del producto. Esto con el fin de que, en su caso, el Instituto Central ajuste la política monetaria para alcanzar la meta de inflación del 3 por ciento hacia finales del próximo año.

## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2010

Durante el primer trimestre de 2010 la inflación general anual promedio se ubicó en 4.75 por ciento, mientras que el trimestre previo fue 3.98 por ciento (Gráfica 1 y Cuadro 1). Ello situó a la inflación en el límite superior del intervalo de pronóstico de 4.25 a 4.75 por ciento.

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



Fuente: Banco de México.

La elevación de la inflación general fue consecuencia del alza del componente no subyacente del INPC. Así, la inflación no subyacente anual alcanzó 5.26 por ciento durante el primer trimestre de 2010 (en el cuarto trimestre fue 2.15 por ciento). Ello fue determinado por la interacción de tres factores: i) la reanudación de la política de deslices en los precios de los energéticos; ii) los aumentos en derechos y tarifas que determinan los gobiernos locales; y, iii) un importante incremento en las cotizaciones de algunas hortalizas. Los primeros dos fueron anticipados desde el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009, y su contribución fue de 63 puntos base de los 77 que repuntó la inflación general durante el periodo de análisis (Cuadro 1). Respecto al tercero, la posibilidad de que se materializara un alza de consideración en los precios de las frutas y verduras fue advertido en dicho documento. Es pertinente hacer algunas consideraciones con respecto a estos tres factores:

1. La reanudación de la política de deslices en los precios de los energéticos ha tenido como finalidad atenuar el costo fiscal y económico que implica la desalineación de los precios internos de las gasolinas y el gas licuado con sus referencias externas (Gráfica 2a). Al implicar una corrección de precios relativos y un fortalecimiento de las finanzas públicas, estas medidas coadyuvarán a tener menor inflación en el futuro.

**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**  
 Variaciones anuales promedio por trimestre (por ciento)

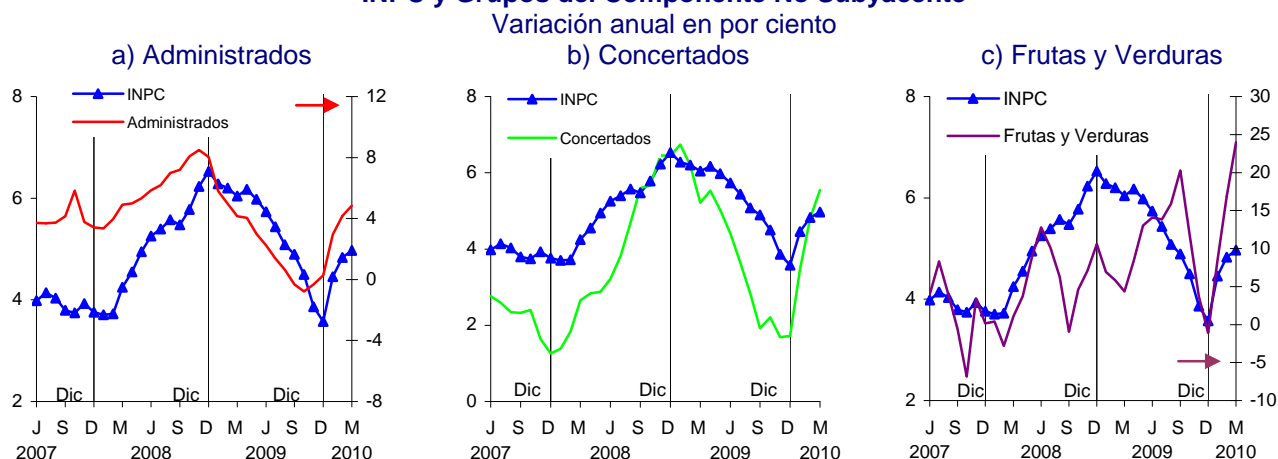
	Variación Anual		Incidencias <sup>1/</sup>		
	Promedio por Trimestre		Trim IV	Trim I	Diferencia
	2009	2010	2009 (a)	2010 (b)	
<b>INPC</b>	<b>3.98</b>	<b>4.75</b>	<b>3.98</b>	<b>4.75</b>	<b>0.77</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.65</b>	<b>4.57</b>	<b>3.40</b>	<b>3.34</b>	<b>-0.06</b>
<b>Mercancías</b>	<b>6.04</b>	<b>5.46</b>	<b>2.13</b>	<b>1.94</b>	<b>-0.19</b>
Alimentos	6.55	5.81	1.04	0.94	-0.11
Resto de Mercancías	5.62	5.17	1.08	1.00	-0.08
<b>Servicios</b>	<b>3.35</b>	<b>3.72</b>	<b>1.27</b>	<b>1.40</b>	<b>0.13</b>
Vivienda	2.61	2.78	0.44	0.47	0.03
Educación	4.13	4.15	0.26	0.26	0.00
Resto de Servicios	3.88	4.62	0.57	0.67	0.11
<b>No Subyacente</b>	<b>2.15</b>	<b>5.26</b>	<b>0.58</b>	<b>1.42</b>	<b>0.84</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>4.88</b>	<b>7.15</b>	<b>0.44</b>	<b>0.65</b>	<b>0.21</b>
Frutas y Verduras	4.61	16.31	0.17	0.56	0.39
Cebolla	-28.02	157.02	-0.06	0.18	0.25
Jitomate	7.12	38.83	0.04	0.14	0.10
Pecuarios	5.05	1.62	0.28	0.09	-0.19
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>0.76</b>	<b>4.29</b>	<b>0.14</b>	<b>0.76</b>	<b>0.63</b>
Administrados	-0.26	3.99	-0.02	0.37	0.39
Electricidad	-0.30	6.46	-0.01	0.19	0.20
Gas doméstico	-4.93	0.65	-0.13	0.02	0.14
Gasolina de Bajo Octanaje	3.06	4.32	0.10	0.14	0.04
Gasolina de Alto Octanaje	2.83	3.51	0.01	0.02	0.00
Concertados	1.87	4.61	0.16	0.40	0.24
Autobús Urbano	7.23	11.08	0.10	0.16	0.06
Metro o Transporte Eléctrico	0.56	42.74	0.00	0.04	0.04
Derechos por el Suministro de Agua	6.48	10.55	0.05	0.09	0.04

1/ La incidencia se refiere a la contribución en puntos porcentuales de cada componente del INPC a la inflación general. Esta se calcula utilizando los ponderadores de cada subíndice, así como los precios relativos y sus respectivas variaciones. En ciertos casos, la suma de los componentes de algún grupo de subíndices puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

2. En los aumentos en los derechos y tarifas que determinan los gobiernos locales, que se reflejan en el índice de precios concertados, destacaron las alzas a las tarifas del Metro, autobús urbano y derechos por el suministro de agua que tuvieron lugar en el Área Metropolitana de la Ciudad de México.<sup>1</sup> También, las tarifas del autobús urbano registraron aumentos con una incidencia elevada sobre la inflación en Guadalajara, Campeche y Veracruz (Gráfica 2b).
3. En lo que corresponde a las alzas en los precios de las hortalizas, éstas fueron inesperadamente elevadas en el caso del jitomate y la cebolla (38.8 y 157.0 por ciento). Ello fue consecuencia de una contracción de la oferta ante la ocurrencia de condiciones climáticas adversas que ya han comenzado a revertirse (Gráfica 2c).

<sup>1</sup> Las ponderaciones en el INPC del Metro, autobús urbano y derechos por suministro de agua son, respectivamente, 0.13396, 1.31665 y 0.74243.

**Gráfica 2**  
**INPC y Grupos del Componente No Subyacente**



Por su parte, la inflación subyacente promedio anual disminuyó de 4.65 por ciento en el cuarto trimestre de 2009 a 4.57 por ciento en el primer trimestre del año en curso (Cuadro 1). Esta reducción fue resultado de dos efectos contrapuestos: primero, una contribución a la baja del grupo de las mercancías debido tanto a menores presiones sobre los costos de producción de los alimentos procesados (al disminuir los precios internacionales de los productos primarios agrícolas durante el trimestre) como a la apreciación de la paridad cambiaria; y, segundo, un impacto al alza en los precios de los bienes y servicios derivado de las medidas tributarias, al parecer sin que esto haya implicado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios (Recuadro 1).

Lo anterior se reflejó en una contribución a la baja del subíndice de las mercancías, cuyo efecto fue el dominante, y uno en sentido opuesto del subíndice de los servicios. Respecto a este último, su tasa de variación promedio pasó de 3.35 a 3.72 por ciento del cuarto trimestre de 2009 al primero de 2010 (Cuadro 1). Es pertinente señalar que este incremento fue influido en buena parte por el cambio que tuvo el periodo vacacional de Semana Santa este año respecto al anterior –lo que incidió en las cotizaciones de genéricos asociados al turismo–. Además, el efecto sobre los precios de diversos servicios asociado con el aumento de 1 punto porcentual del Impuesto al Valor Agregado, se vio exacerbado por el impacto específico que tuvo en este subíndice la fijación del Impuesto Especial sobre la Producción y Servicios de 3.0 por ciento sobre el servicio de televisión por cable o satélite.

Indicadores complementarios de la inflación confirman que el repunte que ésta exhibió durante el trimestre en cuestión se concentró en un número relativamente reducido de bienes y servicios. Es decir, el mayor ritmo de crecimiento del INPC no ha sido reflejo de una aceleración generalizada de los precios en la economía, sino más bien ha resultado de alzas elevadas de precios de un grupo relativamente reducido de genéricos que pertenecen al componente no subyacente del INPC.

**Recuadro 1**
**Evidencia sobre la Ausencia de Efectos de Segundo Orden en el Proceso de Formación de Precios Asociados a las Modificaciones Tributarias Aprobadas por el H. Congreso de la Unión para 2010**

En este recuadro se analiza la evolución de los precios de los específicos que forman parte del cálculo del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC).<sup>1</sup> Ello con la finalidad de tratar de identificar posibles impactos de segundo orden en la formación de precios asociados con las modificaciones tributarias aprobadas por el H. Congreso de la Unión para 2010.<sup>2</sup> En particular, se contrasta la frecuencia y magnitud de las alzas de precios que se registraron durante el primer trimestre de 2010 con el promedio en el mismo trimestre entre 2003 y 2009.<sup>3</sup>

La evidencia que se analiza sugiere que, hasta el momento, no se han presentado efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios. Ello en virtud de dos consideraciones:

- i) En el grupo de bienes y servicios que no están sujetos a la tasa general del Impuesto al Valor Agregado o al Impuesto Especial sobre Producción y Servicios, IEPS, (grupo al que se denominará *sin IVA ni IEPS*) se observa que las alzas de precios que se presentaron en el primer trimestre de 2010 fueron de una frecuencia y magnitud similar al promedio que se registró para el mismo trimestre en el periodo comprendido entre 2003 y 2009 (en el texto se referirá a éste como *periodo de referencia*).
- ii) En el grupo de los bienes y servicios gravables con la tasa general del IVA, en el que se incluyen algunos que también están sujetos al IEPS (grupo que se denominará *con IVA e IEPS*) la magnitud de los incrementos de precios fue menor en el trimestre más reciente con relación al periodo de referencia (esto, que parecería contraintuitivo, se debe a un cambio en la composición de este grupo, lo que se detalla en la Sección 2.2 de este recuadro). Por otra parte, aunque la frecuencia de revisión de precios aumentó, en lo fundamental esto ocurrió en enero de 2010, ya que en los siguientes meses las frecuencias de las alzas de precios tienden a converger con las que se habían registrado en el periodo de referencia.

**1. Datos**

Los datos que se utilizan en este análisis corresponden a los precios de los específicos que fueron cotizados por el Banco de México para calcular el INPC desde junio de 2002 hasta marzo de 2010. La información utilizada en el estudio excluyó aquellas cotizaciones de los bienes y servicios administrados y concertados debido a que no necesariamente responden a condiciones de mercado, así como a datos que fueron imputados, o que no se cotizan de manera directa (en particular,

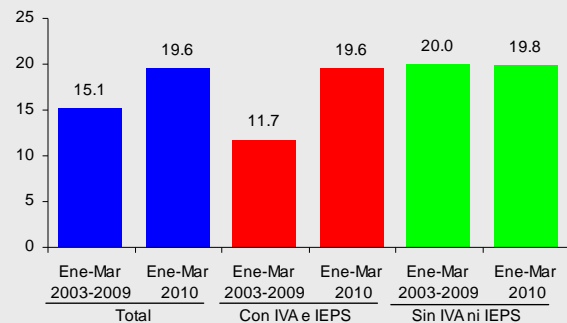
información sobre seguros de automóvil a la que se aplica la variación promedio de las primas a todos los específicos). Así, la base de datos en la que se sustenta el estudio representa, de acuerdo a su ponderación, 68 por ciento de la canasta del INPC. Es pertinente señalar que en la literatura especializada en el análisis de la frecuencia y magnitud de los cambios de precios es una práctica común excluir la información con las características señaladas.<sup>4</sup> El número de observaciones de precios que contiene la base de datos que se utiliza en el estudio contiene poco más de 223,000 observaciones por mes.<sup>5</sup>

Al interior de la canasta de los genéricos analizados, el grupo con IVA e IEPS representa el 59.5 por ciento, mientras que el grupo sin IVA ni IEPS incorpora al 40.5 por ciento restante. Este último grupo comprende a los siguientes rubros: alimentos, medicinas, consulta médica y educación.

**2. Resultados**
**2.1. Frecuencia de Alzas de Precios**

En el primer trimestre de 2010 el promedio de la frecuencia mensual de alzas de precios para la canasta total de bienes y servicios que se analiza fue 19.6 por ciento. En contraste, en el periodo de referencia la frecuencia promedio fue 15.1 por ciento (Gráfica 1). Este aumento se explica exclusivamente por el grupo de bienes y servicios gravables con la tasa general del IVA e IEPS, ya que la frecuencia de alza en los precios del grupo sin IVA ni IEPS incluso disminuyó, al pasar de 20.0 en el periodo de referencia, a 19.8 por ciento en el periodo enero-marzo de 2010.

**Gráfica 1**  
Frecuencias de Cambio en Precios al Alza  
Cifras en por ciento



La mayor frecuencia de incremento de precios en el grupo de bienes y servicios con IVA e IEPS se concentra en el primer mes del trimestre. En particular, en enero de 2010 el 32.0 por ciento de los específicos aumentó su precio, mientras que entre 2003 y

<sup>1</sup> Un específico es la unidad más básica de cotización de precios. Cada específico está definido de manera única, su tipificación incluye la ciudad y el establecimiento en donde se cotiza, el genérico al que pertenece y la descripción detallada del bien o servicio que se está cotizando.

<sup>2</sup> En el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2009 se presenta una descripción detallada de las referidas modificaciones tributarias.

<sup>3</sup> La frecuencia de cambio de precios se define como el porcentaje de específicos que modificó sus precios respecto al mes anterior. Asimismo, la frecuencia de incrementos en precios se refiere al porcentaje de específicos que cotizaron al alza con respecto al periodo previo. Por su parte, la magnitud promedio de cambio considera únicamente aquellos específicos que modificaron sus precios, y se calcula como la tasa de crecimiento de las cotizaciones con respecto a las observadas el mes previo. Tanto la frecuencia como la magnitud corresponden a un promedio ponderado, de acuerdo al peso de los bienes y servicios que integran la canasta del INPC.

<sup>4</sup> Véase por ejemplo: Álvarez, L. y Hernando, I., (2004), "Price Setting Behaviour in Spain. Stylised Facts Using Consumer Price Micro Data", ECB Working Paper No. 416; Baumgartner J., Glatzer, E., Rumler, F. y Stiglbauer, A., (2005), "How Frequently do Consumer Prices Change in Austria? Evidence from Micro CPI Data", ECB Working Paper No. 523; y, Gagnon, E., (2009), "Price Setting During Low and High Inflation: Evidence from Mexico", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 124, 3, 1121-1263.

<sup>5</sup> Se excluyeron cotizaciones referentes a relojes, joyas y bisutería; renta de vivienda; vivienda propia; seguro de automóvil; hoteles; y, administrados y concertados.

2009 el promedio fue 12.0 por ciento. En los meses siguientes la frecuencia de alzas de precios fue convergiendo a la del periodo de referencia. Así, en marzo de 2010 la frecuencia fue 12.6 por ciento y el promedio del mismo mes de 2003 a 2009 fue 11.4 por ciento (Cuadro 1).

**Cuadro 1**  
**Frecuencias de Incrementos en Precios**  
Cifras en por ciento

	Enero		Febrero		Marzo	
	2003-09	2010	2003-09	2010	2003-09	2010
Total	15.7	28.8	15.2	15.7	14.4	14.4
Con IVA e IEPS	12.0	32.0	11.8	14.1	11.4	12.6
Sin IVA ni IEPS	21.1	24.2	20.2	18.0	18.9	17.1

**2.2 Magnitudes de Cambio en Precios al Alza**

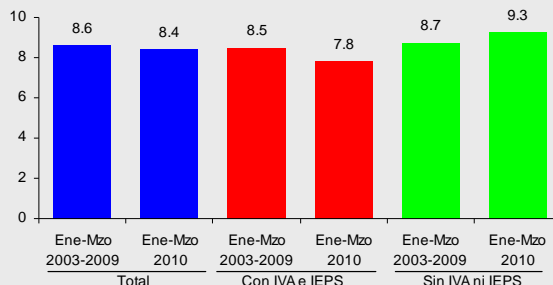
La magnitud de los aumentos de precios observados en el total de la canasta de bienes y servicios que se estudia durante el primer trimestre de 2010 fue de 8.4 por ciento (en el periodo de referencia fue 8.6 por ciento). Esta caída proviene, en lo principal, del grupo con IVA e IEPS, cuya magnitud de alza disminuyó a 7.8 por ciento (en el periodo de referencia fue 8.5 por ciento, Gráfica 2). La razón por la que disminuye la magnitud de cambio en este grupo es la inclusión de específicos que usualmente revisan su precio en un trimestre distinto al primero, por lo que el incremento de éstos, en lo principal, es el correspondiente al incremento de 1 punto porcentual que tuvo la tasa general del IVA y en los casos que corresponde el IEPS (en ambos casos cifra menor a la magnitud promedio en el periodo de referencia).<sup>6</sup>

Por lo que toca al incremento en la magnitud de los aumentos de precios del grupo sin IVA ni IEPS, esto obedece principalmente a las variaciones elevadas de un grupo muy reducido de productos agropecuarios (jitomate, cebolla, carne molida y otras legumbres) cuyo peso en el grupo sin IVA ni IEPS es de 4.8 por ciento. La exclusión de los referidos alimentos en la estimación de la magnitud promedio de las alzas de precios del grupo sin IVA ni IEPS arroja cifras muy parecidas entre los dos periodos que se analizan (8.4 vs. 8.5 por ciento, Cuadro 2).

<sup>6</sup> Los bienes del INPC en los que se registró un incremento en la tasa del IEPS fueron los siguientes (entre paréntesis se indica el incremento que tuvo el impuesto): cerveza (1.5 puntos porcentuales), bebidas alcohólicas de más de 20°GL (3 puntos), cigarrillos (4 centavos por cigarrillo), servicio telefónico y servicio de televisión de paga (3 puntos en ambos casos).

En suma, la evidencia que se presenta en este recuadro muestra que si bien las modificaciones fiscales (alza en IVA e IEPS) tuvieron un impacto en las revisiones de los precios en la economía, éste se limitó al grupo de bienes y servicios gravables con la tasa general del IVA y sujetos al IEPS. Además, el efecto en el grupo referido ha sido de una sola vez, ya que la frecuencia de alzas en los precios ha ido convergiendo con la experiencia histórica. Así, los resultados apuntan a una ausencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios de la economía.

**Gráfica 2<sup>1/</sup>**  
**Magnitudes de Cambio en Precios al Alza**  
Cifras en por ciento



1/ Excluye variaciones de precios negativas y nulas.

**Cuadro 2**  
**Magnitudes de Cambio de Precios al Alza: Grupo sin IVA ni IEPS Excluyendo Genéricos con Variaciones Extremas<sup>1/</sup>**  
Cifras en por ciento

	Ene - Mzo 2003-2009	Ene - Mzo 2010
Total	8.6	8.4
Con IVA e IEPS	8.5	7.8
Sin IVA ni IEPS (excluye jitomate, cebolla, carne molida y otras legumbres)	8.4	8.5

1/ Los genéricos excluidos representan 4.8 por ciento de la canasta del grupo sin IVA ni IEPS.

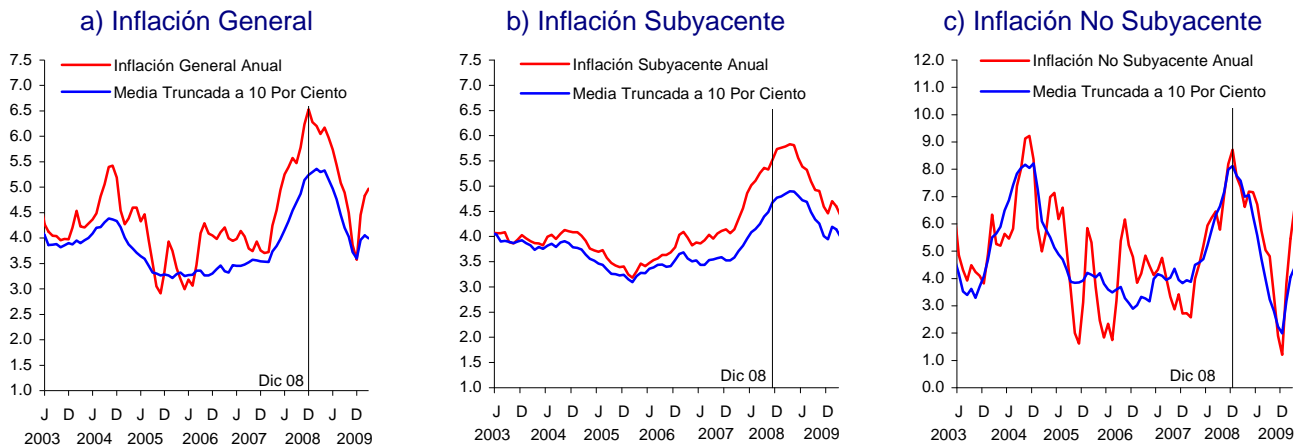
El indicador de media troncada de la inflación general anual en promedio fue 4.00 por ciento durante el primer trimestre de 2010.<sup>2</sup> Ello significó un incremento de 0.22 puntos porcentuales con relación a la cifra correspondiente al cuarto trimestre de 2009 (Gráfica 3a). Cabe recordar que el alza que tuvo la inflación general anual en el mismo periodo fue de 0.77 puntos (pasó de 3.98 a 4.75 por ciento). Esto sugiere que la elevación de la inflación general obedeció, en su mayor parte, a las variaciones extremas que se registraron en los precios de un número limitado de bienes y servicios.

<sup>2</sup> La media troncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos bienes y servicios a la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los bienes y servicios del índice de precios se ordenan de mayor a menor; ii) se excluyen los bienes y servicios con mayor y menor variación, considerando en cada cola de la distribución hasta el 10 por ciento de la canasta del índice de precios, respectivamente; iii) con los bienes y servicios restantes, que por construcción se ubican en el centro de la distribución, se calcula el indicador de media troncada.

En el caso de la media troncada del subíndice subyacente se registró una variación pequeña durante el trimestre de referencia, al pasar de 4.07 por ciento promedio en el cuarto trimestre de 2009 a 4.11 por ciento promedio en el primer trimestre de 2010 (Gráfica 3b). Esto sugiere que la evolución de la inflación anual subyacente no se vio particularmente afectada por las variaciones extremas en el precio de algunos bienes y servicios incluidos en este subíndice. En efecto, la evolución de los precios de la mayoría de los genéricos de éste fue congruente con una tasa de variación anual que se mantuvo relativamente estable durante el primer trimestre del año.

Por el contrario, el indicador de media troncada de la inflación no subyacente registró un aumento significativo, al pasar de 2.35 por ciento promedio en el cuarto trimestre del año pasado a 3.87 por ciento promedio en el primero de 2010. Esto sugiere que el considerable aumento en la inflación no subyacente, que como se indicó pasó de 2.15 a 5.26 por ciento en el mismo lapso, fue reflejo de que los incrementos de precios de algunos de los genéricos que pertenecen a este subíndice fueron importantes (Gráfica 3c). No obstante, la magnitud del repunte del indicador troncado fue significativamente menor al de la inflación no subyacente, lo que indica que al interior de este grupo un número reducido de bienes y servicios tuvieron elevaciones de precios extremas, destacando especialmente los casos del servicio telefónico local y de los derechos por suministro de agua que durante el periodo de análisis registraron alzas considerables.

**Gráfica 3**  
**Inflación Anual e Indicadores de Inflación sin la Contribución de**  
**Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Troncadas al 10 por Ciento**  
 Por ciento anual



Fuente: Banco de México.

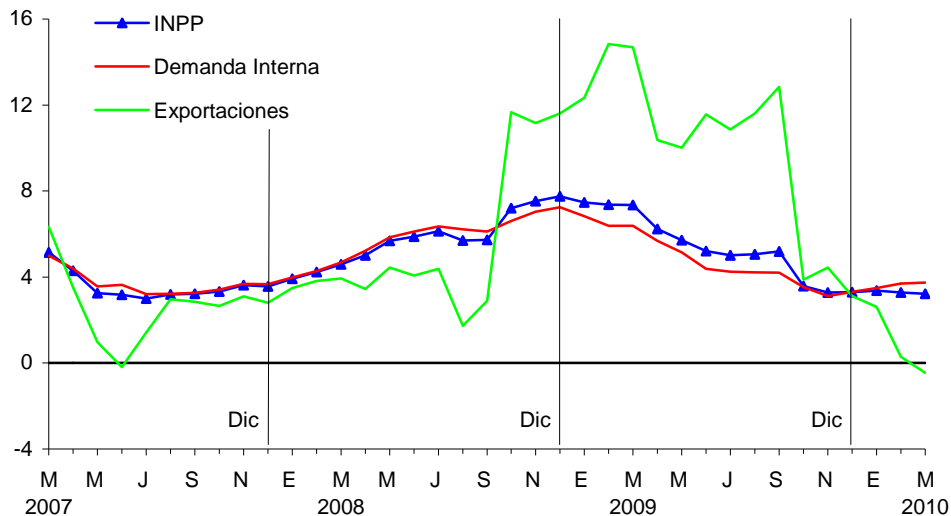
En suma, los bienes y servicios que registraron aumentos importantes en sus precios durante el primer trimestre del año se concentraron, principalmente, en el subíndice de precios no subyacente. Ello, sugiere que el repunte de la inflación no subyacente no se ha trasladado al proceso de formación de precios reflejado en el componente subyacente.



## 2.2. Índice Nacional de Precios Productor

La tasa de crecimiento del Índice Nacional de Precios Productor sin petróleo (INPP) tuvo un comportamiento distinto a la del INPC, al disminuir durante el periodo de análisis. Esto se debió en gran parte a dos factores: primero, al efecto directo que tuvo la apreciación cambiaria sobre las cotizaciones de los bienes de exportación; y, segundo, al hecho de que, a diferencia del INPC, las cotizaciones del INPP excluyen al IVA y al IEPS, por lo que el incremento a la tasa general del primero y los diversos ajustes al segundo no lo impactaron.<sup>3</sup> En particular, el INPP de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, registró una variación anual promedio de 3.29 por ciento (el trimestre previo esta cifra fue 3.38 por ciento, Gráfica 4). Como se detalla en el Recuadro 2, la información contenida en el INPP es útil para predecir la inflación del INPC. En esta ocasión, la evolución del INPP sugiere que no parece haber presión al alza sobre del INPC por esta vía.

**Gráfica 4**  
**Índice Nacional de Precios Productor, Excluyendo Petróleo**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

<sup>3</sup> Únicamente en el caso de las cotizaciones del INPP del diesel y la gasolina se incluye el IEPS debido al rezago con el que se publica esta información y su uso en la actualización de costos de la obra pública.

**Recuadro 2**
**La Importancia de los Precios Productor en la Identificación de Presiones Inflacionarias**
**Introducción**

Es natural esperar que choques a los precios productor, al transmitirse a lo largo de la cadena productiva, puedan tener cierto efecto sobre los precios al consumidor, en particular ante choques de oferta en las etapas iniciales del proceso productivo. Así, la información contenida en los precios productor puede ser útil para identificar los choques de oferta a los que está expuesta la economía en su conjunto y de esta forma, mejorar las predicciones que se realicen sobre la evolución futura de la inflación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC).

La experiencia reciente del Banco de México al identificar presiones inflacionarias utilizando el Índice Nacional de Precios Productor (INPP) parece apoyar las consideraciones anteriores. Como se muestra en la Gráfica 1a, tanto el INPP como el INPC parecen moverse conjuntamente a través del tiempo, lo que sugiere una posible relación de largo plazo entre ambas series. Por otra parte, la Gráfica 1b señala que en algunos de los episodios recientes en los que la trayectoria de la inflación del INPC cambió de curso, el INPP parece haber otorgado advertencias tempranas sobre los puntos de inflexión en la dinámica inflacionaria. De ahí que el menor incremento en los precios productor en relación con el incremento en los precios al consumidor en el primer trimestre de 2010, podría indicar que en fechas recientes se han atenuado las presiones inflacionarias por el lado de los choques de oferta que afectan a los precios productor.

Sin embargo, la experiencia internacional sugiere que la relación entre los precios productor y los precios al consumidor no es tan cercana como las consideraciones anteriores parecen implicar. Por ejemplo, estudios empíricos para Estados Unidos (Clark, 1995; Blomberg y Harris, 1995) encuentran que el índice de precios productor no presenta un contenido predictivo en la evolución futura de la inflación de precios al consumidor. Para Canadá, Dion (1999) encuentra cierta evidencia de que los precios productor para bienes energéticos pueden ser útiles para fines de monitoreo, aunque esta evidencia se desvanece al analizar otros índices de precios productor.

La falta de evidencia robusta respecto a una relación causal entre los precios productor y los precios al consumidor, aunada al hecho de que la mayoría de los bancos centrales diseñan su política monetaria con objetivos de inflación en términos de alguna medida sobre precios al consumidor, ha llevado a algunos bancos centrales a subestimar la importancia de los precios productor como un indicador relevante para identificar presiones inflacionarias. Este argumento se refuerza mediante una inspección casual a las publicaciones de 24 bancos centrales durante el periodo 2007-2009, las cuales incluyen reportes de inflación, comunicados, y minutas. De estas publicaciones, 19 mencionan a los precios productor, pero sólo 6 de éstas se refieren a los precios productor como indicadores de presiones inflacionarias.<sup>1</sup>

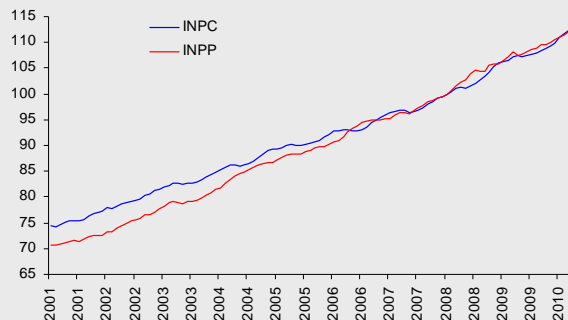
**1. Consideraciones Metodológicas Respecto del Impacto del INPP al INPC.**

Entre las limitaciones principales de los estudios internacionales previos se destacan dos: la primera se refiere a la construcción y medición de los índices de precios, tanto productor como al consumidor; la segunda se refiere a la metodología estadística utilizada para estimar la relación causal entre los índices de precios. Como se explicará más adelante, estas limitaciones pueden resolverse en el caso específico de México dada la forma con la que el INPP y el INPC se calculan periódicamente por el Banco de México, así como por la metodología empírica que se sigue para identificar las propiedades estadísticas y las relaciones dinámicas de las series de tiempo del INPP e INPC.

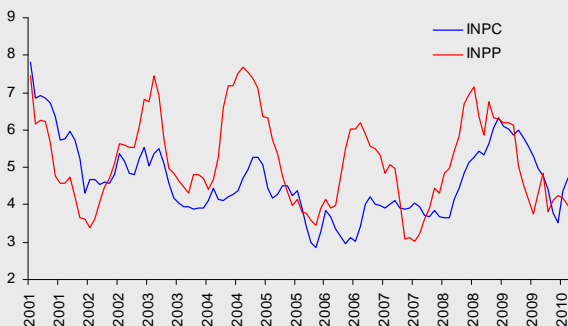
Con respecto a la medición de los índices de precios en análisis previos, es preciso mencionar que, en muchos países, la canasta de bienes incluidos en los índices de precios productor y precios al consumidor difiere significativamente entre sí, dificultando una comparación sistemática entre estos. De hecho, es común en la experiencia internacional que la canasta incluida en los índices de precios productor incluya sólo bienes de producción, mientras que índices de precios al consumidor incluyen regularmente un conjunto amplio de bienes y servicios.

La dificultad encontrada en otros países para comparar la canasta de bienes y servicios incluidos en los índices de precios productor y en los índices de precios al consumidor no se encuentra presente en nuestro país, dada la cobertura de bienes y servicios en el cálculo mensual del INPP que realiza el Banco de México. Si bien desde 1981 se inició el cálculo del INPP, es a partir de 1996 que se amplió la cobertura del INPP para incluir todos los sectores de la economía, incluyendo al sector

**Gráfica 1**  
**INPP vs. INPC**  
**a) Nivel del INPC y del INPP**  
**Índice Ene-08=100**



**b) Inflación del INPC y del INPP**  
**Variación anual en por ciento**



Fuente: Banco de México.

<sup>1</sup> Los bancos centrales inspeccionados incluyen a la Reserva Federal de Estados Unidos, El Banco de Japón y 22 bancos centrales con objetivos de inflación: Australia, Banco Central Europeo, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Corea del Sur, Filipinas, Hungría, Indonesia, Inglaterra, Israel, Noruega, Nueva Zelanda, Perú, Polonia, Sudáfrica, Suecia, Suiza, Tailandia, Turquía y República Checa.

servicios. Así, el rango de bienes y servicios incluidos en ambos índices es similar. En adición, la metodología empleada para calcular ambos índices de precios ha sido homogénea desde 1996, contemplando una cobertura geográfica nacional, con el fin de asegurar la representatividad territorial en la medición de los precios en México.<sup>2</sup>

De acuerdo a la limitación metodológica en identificar la relación causal entre el INPP y el INPC, cabe mencionar que la literatura previa no ha otorgado la relevancia suficiente al papel que juegan las propiedades estadísticas y las interacciones dinámicas de las series de tiempo de los precios productor y de los precios al consumidor. En particular, estudios previos no consideran la relación de equilibrio que puede existir entre estos índices de precios, lo que puede ocasionar un sesgo en los resultados encontrados. Además, se han enfocado en medir la relación causal empleando exclusivamente las tasas de inflación, tanto de los precios productor como de los precios al consumidor, sin considerar que también puede existir una relación causal entre el nivel del INPP y el nivel del INPC, la cual de omitirse, podría ocasionar un sesgo en las conclusiones encontradas.

**2. Evidencia Empírica para México**

Para evaluar la causalidad del INPP hacia el INPC se utiliza un modelo econométrico que permite identificar, tanto el efecto sobre las tasas de inflación como sobre los niveles de precios entre ambos índices.<sup>3</sup>

Todas las estimaciones consideran el periodo de junio de 2000 a diciembre de 2009, una sub-muestra caracterizada por la estacionariedad de ambas tasas de inflación, lo cual se infiere a partir de una prueba de cambios en persistencia. Esta evidencia es consistente con los resultados para México que aparecen en Chiquiar et al. (2007) y en Capistrán y Ramos-Francia (2009), los cuales muestran un cambio en la persistencia de la inflación del INPC, de un régimen no estacionario a uno estacionario alrededor del año 2000.<sup>4</sup>

**2.1 Relación de Equilibrio entre los Niveles de Precios**

Como primer paso, se estima un modelo econométrico para determinar si, en adición a la posible relación entre las tasas de inflación del INPP y del INPC, existe una relación de equilibrio

entre los niveles de los índices de precios. En caso de que ésta se presente, indicaría que estudios previos omiten un mecanismo de transmisión relevante para el análisis de causalidad del INPP hacia el INPC.

El resultado de este ejercicio señala que sí existe una relación de largo plazo entre estos índices de precios y que el grado de relación entre los niveles del INPP y el INPC en México es de alrededor del 80%. Esta relación de equilibrio sugiere un posible nivel de traspaso de los precios productor hacia los precios al consumidor que, aunque no es completo (i.e., 100%), podría implicar un impacto considerable del INPP hacia el INPC. Este escenario podría presentarse, por ejemplo, bajo un marco de competencia monopolística de empresas con una estructura de costos fijos considerables.

**2.2 Causalidad Estadística**

Dada la presencia de una relación de equilibrio entre las series de tiempo analizadas, se emplea un modelo de corrección de errores (MCE) para investigar la presencia de causalidad estadística del INPP, tanto de su tasa de inflación como de su nivel de precios, hacia la inflación del INPC.

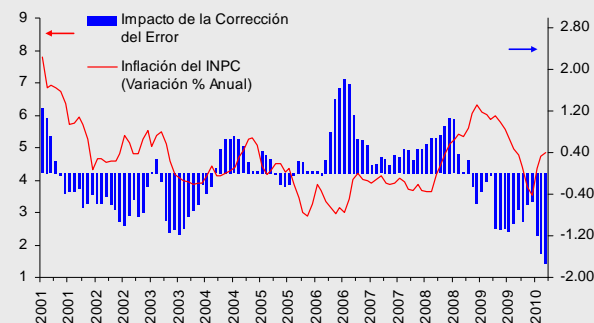
En general, el modelo estimado señala que un choque positivo al nivel de precios productor incrementa temporalmente la inflación del INPC hasta que la relación de equilibrio entre ambos índices se restablece; este mecanismo se corrige alrededor de 7% cada mes, de manera que el efecto total sobre la inflación del INPC se completa en aproximadamente un año.

Por otra parte, no parece existir influencia alguna de las tasas de inflación del INPP sobre la inflación del INPC. Sin embargo, ésta última parece responder temporalmente a choques de oferta que provocan un desequilibrio en la relación de los índices de precios. De hecho, este mecanismo de ajuste parece ir en dirección del INPP al INPC exclusivamente y no viceversa, lo que resalta la utilidad del INPP como indicador adelantado de presiones inflacionarias.

**2.3 Mecanismo de Corrección**

La Gráfica 2 presenta la evolución de la inflación anual del INPC desde enero de 2001, junto con el impacto que han tenido sobre ésta los desequilibrios en la relación de largo plazo entre el INPC y el INPP. De esta forma, valores positivos de éste denotan presiones al alza sobre la inflación del INPC en el futuro ya que dicha inflación tiene que incrementarse hasta que la relación de largo plazo se restablezca. En el caso opuesto, cuando el impacto es negativo, éste sugiere presiones a la baja sobre la inflación del INPC ya que el nivel del INPC se encuentra aumentando por encima de su relación de largo plazo con el INPP y, por tanto, la inflación del INPC se tiene que ajustar a la baja hasta alcanzar el punto de equilibrio nuevamente.

**Gráfica 2**  
Inflación del INPC y Relación de Largo Plazo entre INPP e INPC



Fuente: Banco de México.

<sup>2</sup> No obstante, el INPC y el INPP se construyen con canastas, estructuras de ponderación y muestras de bienes y servicios distintas. En particular, en el primer caso, la cotización se realiza con los minoristas en el punto de venta final, mientras que en el segundo, se lleva a cabo directamente con los productores, sin considerar impuestos y costos de transporte.

<sup>3</sup> La metodología econométrica empleada para evaluar el contenido predictivo del INPP sobre el INPC es la denominada prueba de causalidad *à la* Granger (1969), la cual tiene como objetivo identificar si la información contenida en la evolución de los precios productor ayuda a predecir el comportamiento futuro de los precios al consumidor. En primer lugar, se prueba la existencia de una relación de equilibrio (i.e., cointegración) entre el INPP y el INPC a través de la metodología propuesta por Engle y Granger (1987). Para evaluar la presencia de una posible causalidad estadística, tanto en el corto como en el largo plazo, se emplea un modelo de corrección de errores (MCE), el cual estima el traspaso y la velocidad de ajuste en los precios al consumidor de un choque temporal a los precios productor. Para un análisis a detalle de la metodología aplicada consultar el documento de investigación del Banco de México "A Note on the Predictive Content of PPI over CPI Inflation: The Case of Mexico" (Sidaoui et al., 2009).

<sup>4</sup> Se implementó la metodología desarrollada por Leybourne et al. (2007), la cual permite estimar, de manera consistente, cambios en la persistencia de una serie de tiempo. Los resultados de este ejercicio indican que la tasa de inflación del INPC sigue un proceso estacionario a partir de mayo de 2000, mientras que la tasa de inflación del INPP sigue un proceso estacionario a partir de abril de 2000.

Esta evidencia sugiere una posible respuesta de largo plazo de los precios al consumidor ante choques a los precios productor, que implican ajustes temporales en la inflación del INPC hasta que la relación de largo plazo se satisface nuevamente.

De acuerdo al ejercicio de causalidad estadística realizado, la Gráfica 2 señala que en el primer trimestre de 2010 no parecen haber existido presiones inflacionarias por el lado de los choques de costos que afectan a los precios productor, al ser negativo el impacto del mecanismo de corrección del error sobre la inflación del INPC.

#### 2.4 Habilidad del INPP para Pronosticar la Inflación del INPC

La evidencia que se presentó en la sección anterior sugiere la posibilidad de utilizar la información del índice de precios productor para realizar pronósticos más precisos de la inflación del INPC.

Para calcular el poder predictivo marginal del INPP sobre la inflación del INPC, se emplean dos modelos de pronóstico. El primero es un modelo autoregresivo sencillo que sólo utiliza valores pasados de la inflación del INPC como predictores. El segundo es un modelo que, además de incluir la información del primer modelo, toma en cuenta la inflación del INPP y sus rezagos, así como la relación de equilibrio entre los índices de precios.

Se realizó una evaluación de estos modelos para pronosticar la inflación del INPC en 1, 4, 8 y 12 meses hacia adelante. Los resultados indican que, para horizontes de corto plazo (menos de 8 meses hacia adelante), el modelo aumentado por la información contenida en el INPP tiene el mismo poder predictivo que el modelo autoregresivo simple. Sin embargo, el modelo aumentado por la información contenida en el INPP genera pronósticos más precisos en horizontes mayores a 8 meses. En particular, para pronósticos 12 meses hacia adelante se obtiene una ganancia significativa en la habilidad de predicción de alrededor del 30% sobre el modelo autoregresivo sencillo.<sup>5</sup>

#### Conclusión

Los resultados sugieren que la información contenida en el INPP es útil para predecir la inflación del INPC. En particular, esta relación de causalidad parece provenir de la respuesta de la inflación del INPC ante choques a la relación de equilibrio entre los precios productor y los precios al consumidor. Ante un choque positivo a los precios productor, la inflación del INPC aumenta temporalmente hasta que el nivel del INPC se ajusta a la relación de equilibrio que guarda con el INPP. En cambio, un

menor incremento del INPP en relación al INPC, como el observado durante el primer trimestre de 2010, sugiere, por esta vía, presiones a la baja sobre la inflación del INPC en el futuro.

En este recuadro se ha mostrado la importancia que guardan los precios productor en la identificación de presiones inflacionarias, ya que parece existir un canal de transmisión de los precios productor hacia los precios al consumidor. Sin embargo, aunque los precios productor tengan un poder predictivo sobre la evolución de los precios al consumidor, no es posible derivar de éste una respuesta puntual de la política monetaria ante cambios en la evolución de precios productor, ya que es preciso combinar esta información con la trayectoria de otros indicadores relevantes de presiones inflacionarias y con su importancia relativa en la coyuntura económica. El enfoque aquí mostrado sólo indica que, dentro del conjunto de indicadores que pueden considerarse, el INPP parece ser una fuente de información valiosa para identificar presiones inflacionarias, la cual parece mejorar los pronósticos de inflación del INPC en horizontes de mediano plazo.

#### Referencias

- Blomberg, S.B. y E.S. Harris (1995). "The Commodity-Consumer Price Connection: Fact or Fable?". Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, v. 1 n. 3.
- Capistrán, C. y M. Ramos-Francia. (2009). "Inflation Dynamics in Latin America". Contemporary Economic Policy, 27(3), 349-362.
- Chiquiar, D., A.E. Noriega and M. Ramos-Francia (2007). "A Time Series Approach to Test a Change in Inflation Persistence: The Mexican Experience". Documento de Investigación del Banco de México 2007-01. Por aparecer en Applied Economics.
- Clark, T. (1995). "Do Producer Prices Lead Consumer Prices?". Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review (Tercer Trimestre).
- Dion, R. (1999). "Indicator Models of Core Inflation for Canada". Documento de Investigación del Banco de Canadá 99-13.
- Leybourne, S., T. Kim y A.M. Taylor (2007). "Detecting Multiple Changes in Persistence". Studies in Nonlinear Dynamics and Econometrics, 11(3), 1-32.
- Engle, R.F. y C.W.J. Granger (1987). "Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing". Econometrica, 55, 251-276.
- Granger, C.W.J. (1969). "Investigating Causal Relations by Econometric Methods and Cross Spectral Methods". Econometrica, 37, 424-438.
- Sidaoui, J., C. Capistrán, D. Chiquiar y M. Ramos-Francia (2009). "A Note on the Predictive Content of PPI over CPI Inflation: The Case of Mexico". Documento de Investigación del Banco de México 2009-14.

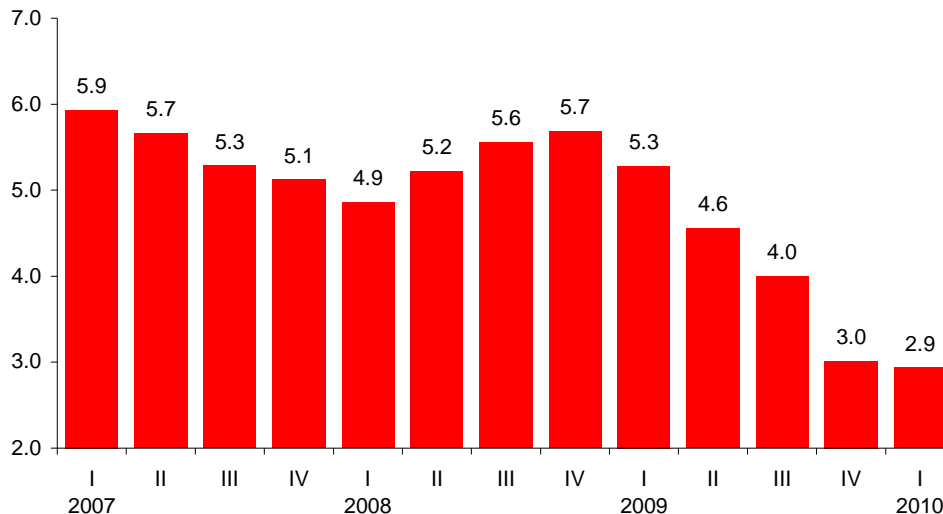
<sup>5</sup> Para la evaluación de pronósticos se emplean pruebas estadísticas de habilidad predictiva, utilizando el error cuadrático medio (ECM) como criterio de evaluación de los modelos analizados. Para más información sobre estas pruebas, consultar Sidaoui, et al. (2009).

### 2.3. Salarios

Durante el periodo que se analiza las remuneraciones de los trabajadores no constituyeron un elemento de presión en los costos de las empresas. Así, durante el primer trimestre de 2010 el salario base de cotización (SBC) al IMSS y los salarios contractuales tuvieron aumentos similares a los observados en los periodos comparables anteriores. El SBC alcanzó una tasa de crecimiento promedio anual de 2.9 por ciento en el primer trimestre de 2010, mientras que durante el último trimestre del año previo dicha cifra se ubicó en 3.0 por ciento (Gráfica 5 y Cuadro 2). En el mismo periodo, el incremento promedio

de los salarios contractuales fue 4.5 por ciento (4.4 por ciento en el primer trimestre del año anterior, Cuadro 2).<sup>4</sup>

**Gráfica 5**  
**Salario Base de Cotización al IMSS<sup>1/</sup>**  
 Variación anual en por ciento



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

1/ Este indicador considera a los cotizantes afiliados al IMSS. Cobertura: 14.0 millones de cotizantes en promedio durante los primeros tres meses de 2010, lo que corresponde al 34.4 por ciento del personal ocupado remunerado total.

**Cuadro 2**  
**Principales Indicadores Salariales**  
 Variación anual en por ciento

	2009					2010
	Ene-Dic	I	II	III	IV	I
<b>Salario Base de Cotización al IMSS</b>	4.2	5.3	4.6	4.0	3.0	2.9
Sector Primario	3.7	5.0	4.0	3.5	2.3	2.1
Sector Secundario	5.2	6.7	5.7	5.4	3.1	2.7
Sector Terciario	3.7	4.5	4.0	3.3	3.1	3.2
<b>Salarios Contractuales Total</b>	4.4	4.4	4.4	4.7	4.1	4.5
Empresas Públicas	4.3	4.6	4.8	4.9	3.9	4.0
Empresas Privadas	4.4	4.4	4.3	4.6	4.6	4.6

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información del IMSS y de la Secretaría de Trabajo y Previsión Social.

<sup>4</sup> El salario base de cotización (SBC) considera el sueldo diario que, en promedio, recibieron los trabajadores afiliados al IMSS durante el lapso de tiempo indicado, así como algunas prestaciones (por ejemplo: gratificaciones, prima vacacional y comisiones). Por su parte, los salarios contractuales comprenden únicamente el incremento directo al tabulador que negocian los trabajadores de las empresas de jurisdicción federal, mismos que estarán vigentes durante los siguientes doce meses. Cabe señalar que la composición mensual de este último indicador se integra con la información de las empresas que llevaron a cabo sus revisiones salariales usualmente en el mismo periodo del año, razón por la que éste exhibe un patrón estacional. Debido a lo anterior, resulta conveniente realizar el análisis del salario base de cotización comparando periodos de tiempo sucesivos, mientras que en el caso de los salarios contractuales la comparación relevante es interanual.

En lo que concierne al SBC, es pertinente señalar que esta estadística topa los salarios mayores en un nivel equivalente a 25 salarios mínimos, por lo que no refleja exactamente la dinámica salarial de los trabajadores cuyas percepciones rebasan el límite referido. Cabe mencionar que, en marzo de 2010, 1.7 por ciento de los cotizantes del IMSS recibieron un SBC mayor o igual a 25 salarios mínimos.

### 3. Entorno Económico y Financiero Prevalciente en el Primer Trimestre de 2010

---

#### 3.1. Condiciones Externas

##### 3.1.1. Actividad Económica Mundial

El entorno internacional continúa caracterizándose por una reactivación de la economía mundial, aunque a un ritmo desigual entre países. La mayoría de las economías avanzadas crecen a un ritmo moderado, mientras que las emergentes, particularmente las asiáticas, se expanden con mayor vigor. La recuperación en la actividad real y la mayor estabilidad financiera se han retroalimentado favorablemente, aunque el crédito bancario, particularmente en algunos sectores de las economías avanzadas, ha seguido contrayéndose.

En las principales economías avanzadas la expansión de la actividad económica continúa dependiendo de políticas macroeconómicas acomodaticias. Su recuperación también se ha basado en un aumento en las exportaciones netas y en una restitución de inventarios. Sin embargo, se prevé que la expansión de la demanda interna continúe siendo moderada con respecto a los niveles observados antes de la crisis. En particular, en los Estados Unidos, la zona del euro y Japón se anticipa que el gasto privado siga limitado por el elevado desempleo, la necesidad de que el sector privado mejore sus balances y las condiciones todavía restrictivas de otorgamiento de crédito (Gráfica 6a). Por tanto, se espera que la brecha del producto tarde en cerrarse en esas economías.

El PIB de Estados Unidos aumentó 5.6 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el cuarto trimestre de 2009 (Gráfica 6b). Este incremento reflejó un fuerte impulso del componente de inventarios, que contribuyó con casi cuatro puntos porcentuales al crecimiento, un incremento en el gasto de las empresas en equipo y software y, de manera más moderada, una recuperación del consumo privado y de la inversión residencial. Por su parte, durante el primer trimestre de 2010 la producción industrial continuó con la fuerte expansión que ha venido mostrando desde la segunda mitad de 2009, apoyada por el repunte de las exportaciones y, en menor medida, por el referido aumento del gasto en inversión en equipo y software.<sup>5</sup> No obstante, los bajos niveles de capacidad utilizada, tanto en el sector industrial como en el de servicios, así como la elevada tasa de desempleo, apuntan a que la economía de Estados Unidos operará en condiciones de holgura durante cierto tiempo.

El gasto en consumo privado incrementó su ritmo de crecimiento en los primeros meses de 2010 con relación a la expansión observada durante la segunda mitad de 2009, impulsado por un incremento en el ingreso salarial y un aumento de la riqueza neta de los hogares. Aunque el consumo privado ha contribuido con más de un punto porcentual en cada trimestre a partir del tercero de 2009, su aportación al crecimiento continúa estando por debajo de su norma histórica.

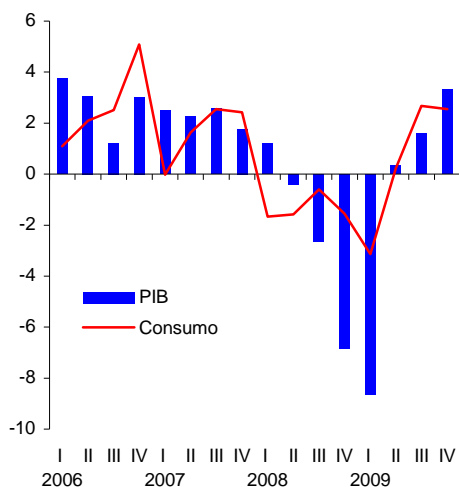
---

<sup>5</sup> La producción industrial se expandió a una tasa trimestral anualizada de 7.8 por ciento en el primer trimestre de 2010, comparado con 6.9 por ciento en el cuarto trimestre de 2009.

En cuanto a la inversión, el gasto en construcción no residencial siguió mostrando signos de debilidad durante el primer trimestre de 2010, mientras que la inversión en equipo y software continuó expandiéndose, aunque a un ritmo más moderado que en el trimestre previo. Dentro de este último rubro destaca el mayor dinamismo de la inversión en el sector de alta tecnología. El gasto en bienes de capital apunta a que la recuperación de la inversión fija no residencial continúe, debido a la mejor posición financiera de las empresas. Por otra parte, el gasto en construcción residencial tendió a debilitarse en este periodo, después de un repunte en la segunda mitad de 2009 atribuido al impulso temporal del crédito fiscal para la adquisición de inmuebles.<sup>6</sup>

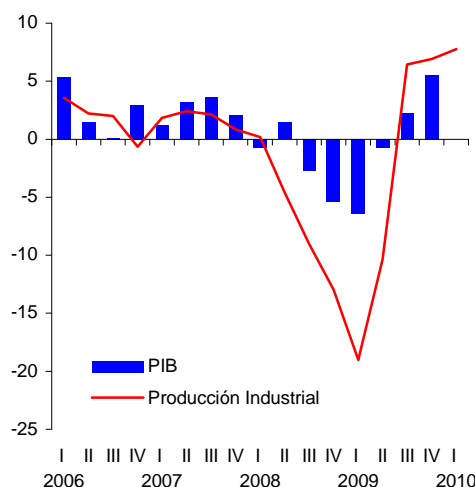
**Gráfica 6**
**Actividad Económica en Principales Economías Avanzadas**

Variación trimestral anualizada en por ciento; cifras con ajuste estacional

 a) Consumo Privado y PIB en Economías del G3<sup>1/</sup>      b) EUA: Crecimiento del PIB y Producción Industrial


Fuente: BEA, Eurostat, Cabinet Office y FMI.

1/ Ponderaciones basadas en paridades de poder de compra. Incluye a EUA, Japón y zona del euro.



Fuente: BEA y Federal Reserve.

Las condiciones en el mercado laboral han empezado a mejorar. La nómina no agrícola privada parece haberse estabilizado a principios de 2010 y registró un incremento significativo en marzo, si bien se encuentra en un nivel similar al que tenía en 1999. Además, la tasa de desempleo disminuyó ligeramente en relación a sus todavía muy elevados niveles.

En otras economías avanzadas la recuperación siguió su curso a tasas más modestas. La zona del euro tuvo un débil desempeño en el cuarto trimestre de 2009, y las perspectivas para el primero de 2010 son de una recuperación moderada, debido a que el proceso de desendeudamiento de varios sectores continúa, y a que la baja utilización de la capacidad instalada siguió afectando el gasto de inversión. En particular, la expansión del consumo interno en esta región se ha rezagado en comparación con lo observado en los Estados Unidos y

<sup>6</sup> El programa denominado "American Recovery and Reinvestment Act of 2009" otorgaba un crédito fiscal por hasta 8,000 dólares a primeros compradores de casa habitación durante enero-noviembre de 2009. En noviembre 6 de 2009, el programa se extendió para casas habitación adquiridas o bajo contrato hasta el 30 de abril de 2010, y se amplió el programa otorgándose también un crédito por hasta 6,500 dólares a familias que, habiendo vivido en su actual residencia por al menos 5 años, desearan adquirirla.

Japón. En buena medida, ello se debe al mayor nivel de desempleo y a que persisten problemas importantes en el sector bancario. La economía del Reino Unido dejó de contraerse en el cuarto trimestre de 2009.

El PIB de Japón tuvo un fuerte crecimiento durante el último trimestre de 2009, impulsado por las exportaciones netas, el gasto público en infraestructura y el gasto en consumo de bienes duraderos. Los indicadores disponibles sugieren una ampliación del crecimiento hacia otros sectores en el primer trimestre de 2010. Así, las cifras más recientes de actividad y las últimas encuestas de negocios muestran una mayor actividad del sector de pequeños negocios y una expansión del gasto de capital.

Las principales economías emergentes, en particular las asiáticas, han encabezado el crecimiento mundial y, en algunos casos, su producción ya excede los niveles previos a la crisis. Ello se debe principalmente a la recuperación del comercio mundial, a la fuerte demanda por productos primarios y a la expansión de la demanda interna. En algunos casos, la mejora en las condiciones crediticias locales también ha contribuido a la reactivación. En especial, las economías de China e India continuaron mostrando fuertes expansiones de sus economías, habiendo registrado la producción industrial, en ambos casos, crecimientos a tasas anuales de dos dígitos en el primer trimestre de 2010. En las principales economías de América Latina, en los últimos tres meses de 2009, la actividad económica registró tasas de crecimiento trimestrales anualizadas positivas. Los indicadores de producción industrial muestran que la recuperación en la región continuó en el primer trimestre de 2010.

### 3.1.2. Precios de las Materias Primas

La tendencia ascendente que mostraron los precios de la mayoría de los productos primarios a partir del segundo trimestre de 2009, relacionada con la recuperación de las economías emergentes, continuó en el primer trimestre de 2010, aunque a un ritmo más moderado. Lo anterior en un contexto de inventarios relativamente elevados. No obstante, se observaron diferencias importantes entre productos (Gráfica 7). Mientras que los precios de los energéticos y los metales de uso industrial continuaron aumentando durante el primer trimestre de 2010 (3.4 y 5.4 por ciento del cierre de 2009 al 31 de marzo de 2010, respectivamente), reflejando en buena medida la mayor confianza en la recuperación de la economía mundial, los precios agrícolas se redujeron (16.9 por ciento durante el periodo referido).

Los pronósticos del FMI para los precios de los productos primarios señalan incrementos en los próximos tres trimestres de 2010 para el petróleo y los metales, aunque éstos todavía se situarían muy por debajo de los niveles máximos alcanzados a mediados de 2008, mientras que los precios de los alimentos, bebidas y las materias primas agrícolas registrarían caídas moderadas.<sup>7</sup> En este contexto, el escenario en torno a la incidencia de los precios de los productos primarios sobre la inflación global es desigual, pero con riesgos al alza debido al mayor efecto que tienen los energéticos sobre la inflación.

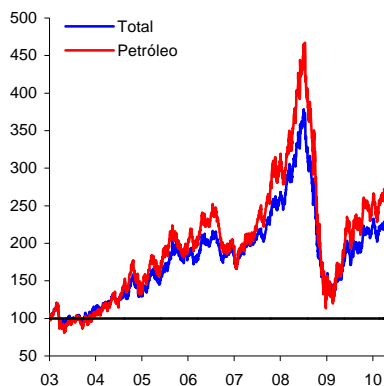
<sup>7</sup> Ver Fondo Monetario Internacional, World Economic Outlook, Abril 2010.



**Gráfica 7**

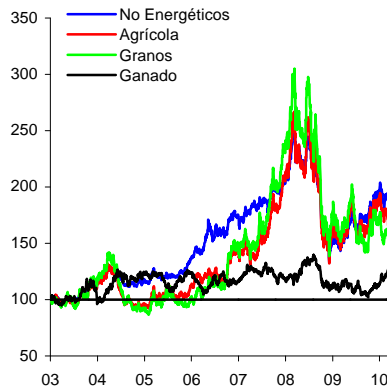
**Precios de Productos Primarios**  
Índice 31 de diciembre de 2002=100

a) Precio de Productos Primarios y Petróleo



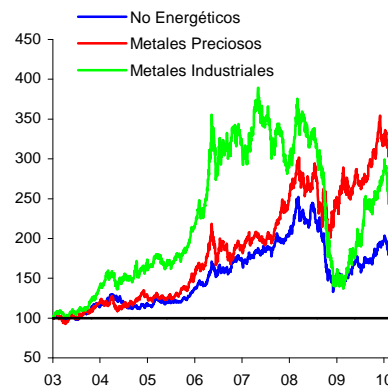
Fuente: S&P GSCI.

b) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Agrícolas



Fuente: S&P GSCI.

c) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Metales



Fuente: S&P GSCI.

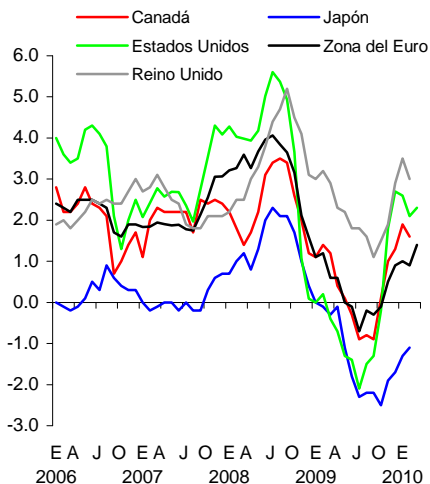
**3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior**

La inflación al consumidor en las principales economías avanzadas se mantuvo relativamente baja durante el primer trimestre de 2010, si bien resintió en alguna medida el impacto de los aumentos de los precios de las materias primas energéticas. La inflación subyacente continuó en niveles reducidos, ante la debilidad de la actividad económica (Gráfica 8). En línea con lo anterior, las expectativas inflacionarias se han mantenido relativamente estables en estos países, dada la significativa capacidad ociosa y el elevado desempleo.

**Gráfica 8**

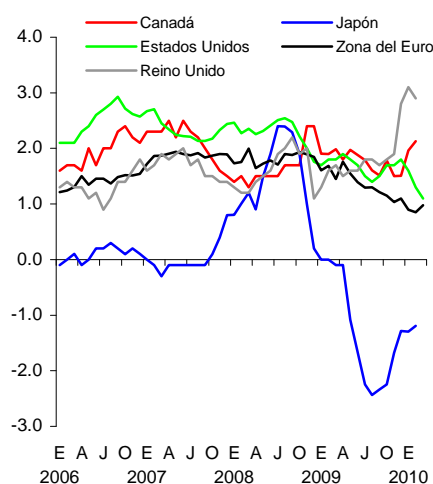
**Inflación en Economías Avanzadas Seleccionadas**  
Variación anual en por ciento

a) General



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

b) Subyacente



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor disminuyó en el primer trimestre, registrando en marzo 2.3 por ciento a tasa anual. Ante las

menores presiones inflacionarias, la holgura en su economía y la incipiente recuperación del sistema financiero, el Banco de la Reserva Federal mantuvo su objetivo para la tasa de referencia cercano a cero, y reiteró que lo mantendría en ese nivel por un período prolongado. En la zona del euro, la inflación a tasa anual mostró cierta aceleración en marzo, situándose en 1.4 por ciento, impulsada por mayores precios del petróleo. Sin embargo, la inflación subyacente continuó mostrando debilidad al registrar en marzo una variación anual de 1.0 por ciento, cerca de su nivel más bajo desde que existe el índice para dicha región. El Banco Central Europeo mantuvo inalterada su tasa de política. En Japón, durante el primer trimestre de 2010, tanto la inflación general como la subyacente continuaron ubicándose en terreno negativo por lo que el banco central mantuvo sin cambio su tasa de política monetaria en 0.1 por ciento.

En diversos países emergentes, en los que el impacto de la crisis global fue menor y donde inicialmente había menos holgura en sus economías, se observó un aumento en la inflación en el primer trimestre de 2010, ante lo cual las autoridades de algunos de ellos han comenzado a retirar las políticas de estímulo monetario (Gráfica 9). En marzo, los precios al consumidor en China aumentaron 2.4 por ciento a tasa anual, luego de haber registrado tasas negativas durante la mayor parte de 2009. En este entorno, si bien el Banco Central de China mantuvo sin cambios su tasa de política, ha continuado esterilizando el exceso de liquidez a través de operaciones de mercado abierto y aumentos en el encaje legal, así como endureciendo las directrices crediticias.<sup>8, 9</sup> En India, se acentuaron las presiones inflacionarias al cierre del trimestre y los precios al mayoreo observaron un alza de 9.9 por ciento a tasa anual, la más significativa desde octubre de 2008. El Banco de la Reserva de India incrementó tanto sus tasas de referencia como el encaje legal en marzo y abril.<sup>10</sup> La inflación en Rusia continuó desacelerándose, en el contexto de una fuerte caída en la actividad económica, por lo que su banco central redujo su tasa de política. La inflación al consumidor en América Latina (excluyendo Colombia), registró una ligera aceleración en el primer trimestre. Sin embargo, los institutos centrales de la región mantuvieron sin cambio sus tasas de política.

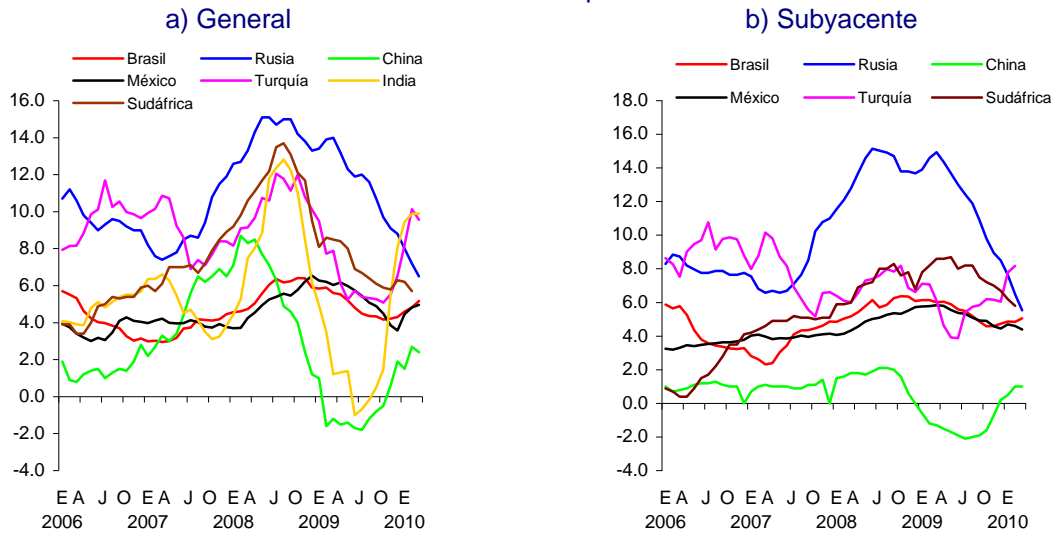
---

<sup>8</sup> El encaje legal para bancos grandes se incrementó en 50 puntos base en enero y febrero, respectivamente, para situarse en 16.5 por ciento.

<sup>9</sup> El Consejo Estatal anunció a mediados de abril una serie de medidas destinadas a moderar la expansión del mercado hipotecario y el rápido aumento en los precios de las propiedades inmobiliarias. Entre las principales medidas se encuentran: incrementos en los enganches y en la tasa de interés mínima para la adquisición de casas habitación; suspensión de solicitudes de adquisición de una tercera hipoteca en regiones con un elevado crecimiento de los precios de las propiedades inmobiliarias y para compradores no residentes; y, límites discrecionales al número de casas que se pueden adquirir en cierto periodo de tiempo.

<sup>10</sup> La tasa de recompra de referencia y la tasa de recompra inversa aumentaron 25 puntos base tanto en marzo como en abril, para ubicarse en 5.25 y 3.75 por ciento, respectivamente. Por su parte, el encaje legal aumentó en cada uno de esos meses en 25 puntos base, llegando a 6.0 por ciento.

**Gráfica 9**  
**Inflación en Economías Emergentes Seleccionadas**  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

### 3.1.4. Mercados Financieros Internacionales

A nivel global, las condiciones financieras externas han venido mejorando, aunque el acceso al crédito todavía no se ha normalizado. En particular, contrasta el incremento en la emisión de valores con la debilidad del crédito bancario. La reactivación de este último al sector privado será fundamental para apoyar la consolidación de la recuperación de la economía mundial.

En cuanto a los diversos programas de apoyo al sistema financiero, en algunas de las principales economías avanzadas se ha continuado con su retiro paulatino. El Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos llevó a cabo el cierre programado de las facilidades de acceso a liquidez, con la excepción de la Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respaldados por Activos (TALF, por sus siglas en inglés).<sup>11</sup> En Europa, el Banco Central Europeo realizó su última operación de refinanciamiento a un plazo de 6 meses a finales del primer trimestre de 2010. Por su parte, el Banco de Inglaterra decidió no incrementar su programa de compra de activos. Durante los primeros meses de 2010, la demanda de las instituciones financieras por las facilidades especiales creadas por los bancos centrales de las principales economías siguió disminuyendo. Por ejemplo, en Estados Unidos continuó la decreciente participación de las instituciones bancarias en las subastas de fondos de la Facilidad de Préstamos a Plazo (TAF, por sus siglas en inglés), misma que finalizó el 8 de marzo de 2010.

En las principales economías avanzadas, los mercados esperan que se mantengan las políticas monetarias acomodaticias por algún tiempo, debido a que, por un lado, la actividad económica aún presenta niveles de exceso de

<sup>11</sup> La Reserva Federal también concluyó a finales de marzo su programa de compras por 1,250 miles de millones de dólares de valores respaldados por hipotecas de agencias gubernamentales y por cerca de 175 mil millones de dólares de deuda de estas agencias.

capacidad y, por el otro, las expectativas inflacionarias se han mantenido estables en niveles reducidos. A esta expectativa contribuye el menor margen de maniobra en las finanzas públicas de estos países. Esta postura de la política monetaria está ayudando a la recuperación de la demanda interna y al saneamiento del sistema financiero. En particular, el diferencial entre las tasas activas y pasivas, así como a lo largo de la curva de rendimientos, han apoyado la capitalización de los bancos.

En contraste, como se mencionó anteriormente, en algunas economías emergentes las autoridades han comenzado a retirar los estímulos monetarios y de apoyo al crédito como resultado del dinamismo de la recuperación. Debe señalarse que el diferente ciclo de ajuste por el que atraviesan las políticas monetarias de las principales economías avanzadas y emergentes pudiera influir en las decisiones de política monetaria de estas últimas.

La expectativa de que los diferenciales de las tasas de interés se mantengan elevados (implícita en el párrafo anterior), aunada a la depreciación esperada del dólar estadounidense, así como a las perspectivas de una continua apreciación de los tipos de cambio y de un mayor crecimiento en las economías emergentes, sigue reflejándose en importantes flujos de capitales hacia éstas, exacerbados por las operaciones de “acarreo”, conocidas en los mercados financieros como de “carry trade” (Gráfica 10).<sup>12</sup> En este entorno, las sobretasas de deuda soberana (EMBI) tuvieron otra reducción importante, a pesar de los episodios de aumento de la aversión al riesgo provocados por la crisis en Grecia (Gráfica 11a y b). Asimismo, las bolsas de valores de los países emergentes también registraron ganancias, si bien se observó cierta volatilidad durante el trimestre (Gráfica 11c).

En efecto, la entrada de capitales a las economías emergentes se ha traducido en un incremento importante en los precios de los activos primordialmente financieros y en una apreciación de los tipos de cambio. Así, las monedas de varios países emergentes tendieron a fortalecerse frente al dólar. En particular, el peso mexicano estuvo entre las monedas que más se apreciaron, 6 por ciento durante el primer trimestre de 2010 (Gráfica 12). En este contexto, la apreciación cambiaria ha contribuido a aminorar las presiones inflacionarias en estas economías, propiciando asimismo condiciones monetarias menos laxas. Sin embargo, dado que se considera probable que una parte de los flujos de capital podría estar respondiendo a una renovada búsqueda por rendimientos en los mercados internacionales de capitales, el aumento importante en los precios de los activos –que en el corto plazo pudieran inclusive dar pie a que se desarrollara una burbuja– podría revertirse repentinamente de cambiar las condiciones en el exterior. Esta reversión podría ocurrir cuando las economías avanzadas comiencen el retiro de sus estímulos monetarios, o cuando los mercados perciban inminente el comienzo de dicho retiro. Derivado de lo anterior, los bancos centrales de las economías emergentes deberán de estar particularmente vigilantes del entorno externo en los siguientes meses. Sobre

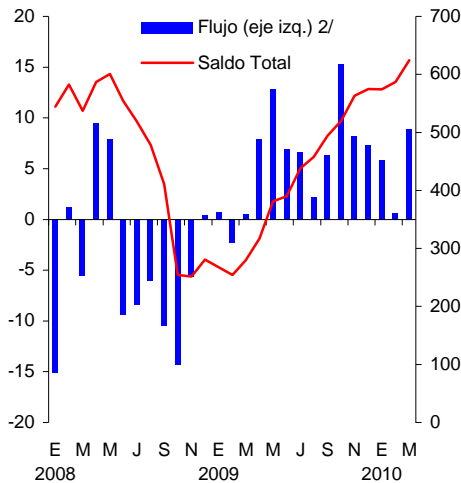
<sup>12</sup> Las operaciones de “acarreo” (“carry trade”) consisten esencialmente en financiarse en una divisa a una tasa de interés baja e invertir el importe en otra divisa cuya tasa de interés sea más alta. La utilidad que se deriva de esta operación, surge de la apreciación relativa entre ambas divisas (apreciación de la moneda en la que el inversionista se pone “largo” con respecto a la moneda con la que fondea la operación, esto es, la moneda con respecto a la cual el inversionista se pone “corto”) y el diferencial en tasas de interés. El principal riesgo asociado con estas operaciones es que el tipo de cambio se mueva en sentido opuesto al esperado, de tal forma que se elimine la utilidad proporcionada por el diferencial de tasas de interés.

todo, considerando que, si bien existe una baja probabilidad de que el retiro del estímulo monetario en las economías avanzadas se dé en el corto plazo, siempre hay incertidumbre respecto a cuándo empezará dicho retiro. También podría generar una mayor turbulencia y concomitantemente una mayor aversión al riesgo, de profundizarse los problemas fiscales y de renovación de deuda que enfrentan algunos países del Sur de Europa, como ha sucedido ya en Grecia.

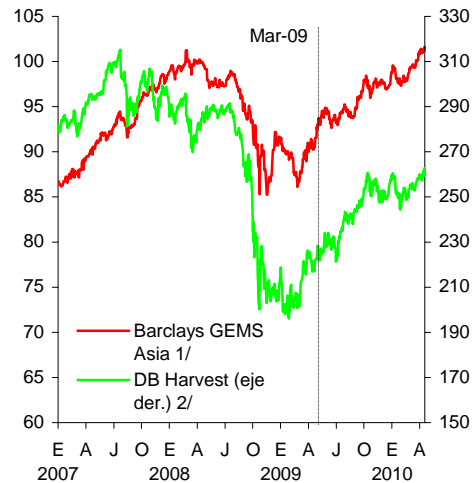
**Gráfica 10**

**Inversión en Mercados Emergentes**

- a) Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Acciones y Bonos)<sup>1/</sup>  
 En miles de millones de dólares
- b) Indicadores de Rendimiento de "Operaciones de Acarreo"  
 Índices



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

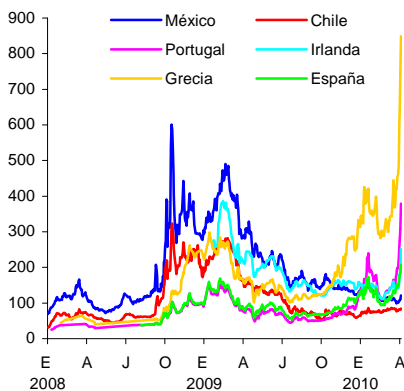


Fuente: Deutsche Bank y Barclays.  
 1/ Base julio de 2001 = 100. Este índice reproduce una estrategia de inversión en el mercado de dinero de 8 países asiáticos, calculando el rendimiento en dólares de inversiones en dichas monedas.  
 2/ Base marzo de 1993 = 100. Este índice, que se construye con monedas del G10, refleja el rendimiento de invertir en monedas con tasas de interés altas y financiarse en monedas con tasas de interés bajas.

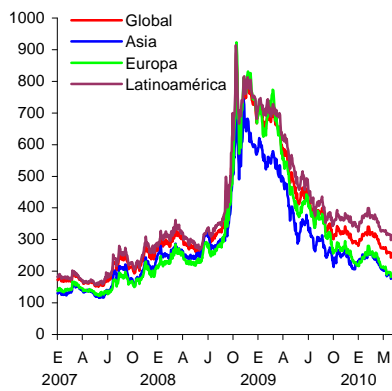
**Gráfica 11**

**Indicadores de Riesgo y Precios de Activos**

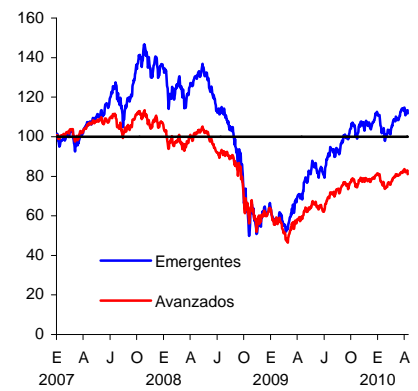
- a) Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago  
 En puntos base
- b) Márgenes de Riesgo Soberano (EMBI)  
 En puntos base
- c) Mercados Accionarios Índice 01/01/2007=100



Fuente: Bloomberg.

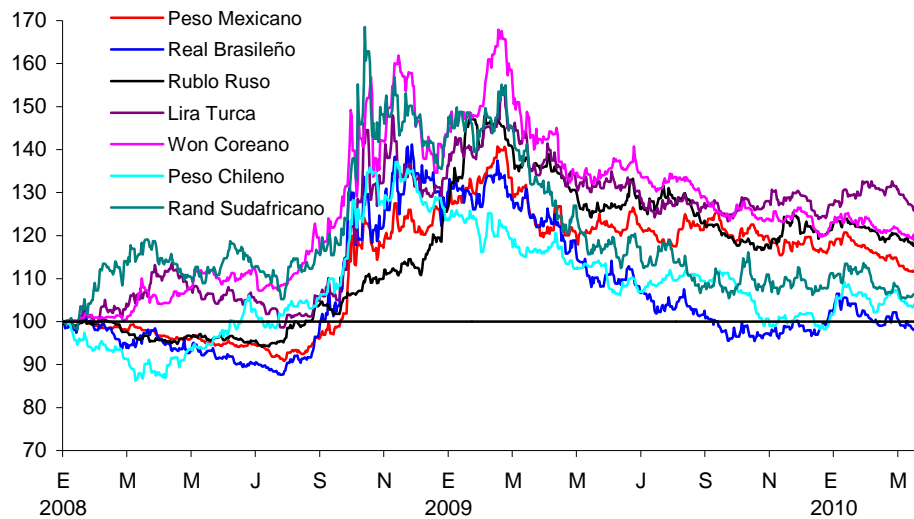


Fuente: Bloomberg.



Fuente: MSCI.

**Gráfica 12**  
**Tipos de Cambio de Monedas de Países Emergentes Frente al Dólar<sup>1/</sup>**  
 Índice 31/12/2007 = 100



Fuente: Bloomberg.

1/ Un incremento del índice equivale a una depreciación frente al dólar.

## 3.2. Evolución de la Economía Mexicana

### 3.2.1. Actividad Económica

La crisis financiera global que se detonó a partir de los problemas en el mercado inmobiliario estadounidense se tradujo en una fuerte caída en los niveles de actividad económica y de comercio mundial y en una marcada astringencia en los mercados financieros. Esto propició que México enfrentara una caída importante en sus ingresos por exportaciones y una fuerte restricción de financiamiento externo, sobre todo a finales de 2008 y durante la primera mitad de 2009. A esto se sumó un choque a los términos de intercambio, al reducirse de manera importante el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación. Un agravante adicional fue la erupción de la epidemia causada por el virus A(H1N1) hace exactamente un año.

El impacto de estos choques sobre la actividad económica, en particular sobre el gasto doméstico, depende de varios elementos, entre otros, de si las perturbaciones se perciben como permanentes o como temporales. En este contexto, es claro que una parte de los choques se revertirá relativamente rápido. Por ejemplo, una parte del choque de demanda externa se tendería a revertir en la medida en la que la economía global se recupere. Sin embargo, es de esperarse que otra parte de los choques tarde más tiempo en recuperarse. Este es el caso, por ejemplo, de: i) el volumen y precio de nuestras exportaciones petroleras, que se estima permanezcan por debajo de los niveles observados antes de la crisis; ii) el menor flujo de remesas familiares, el cual podría continuar siendo afectado por la lentitud con la que posiblemente se recupere el sector de la construcción en Estados Unidos; iii) el menor dinamismo de la demanda por nuestras exportaciones, dadas las perspectivas de que el consumo en Estados Unidos crezca a un menor ritmo que el observado antes de la crisis; y, iv) la dificultad para captar financiamiento del exterior, dada la mayor competencia por recursos que podría darse en los siguientes años como consecuencia de la

situación fiscal que enfrentan las economías avanzadas. En suma, al compararse con la situación previa a la crisis, es probable que hacia el futuro las perturbaciones que afectaron en su conjunto a la economía impliquen un menor flujo de recursos para el financiamiento del gasto doméstico en los siguientes años.

Por supuesto, ante estas condiciones, una respuesta necesaria de política económica para llevar a cabo este proceso de forma ordenada y, por lo tanto con menores costos, debe de ser el fortalecimiento de las finanzas públicas, lo que efectivamente se llevó a cabo con el paquete fiscal para 2010. Por otro lado, al enfrentar la economía una situación en donde es previsible un menor dinamismo en los flujos de ingresos del exterior y una reducción en la tasa de crecimiento del gasto doméstico, los precios relativos de la economía se ajustan, incrementándose los precios de los bienes comerciables internacionalmente, en términos relativos a los precios de los insumos domésticos y los bienes no comerciables producidos internamente. Por supuesto, este cambio de precios hace más atractiva la producción de los bienes que son comerciados internacionalmente, como lo son las manufacturas, en comparación con la producción de bienes destinados exclusivamente al mercado interno. De este modo, se induce una reasignación de los recursos productivos hacia sectores como el manufacturero, por lo que la economía eventualmente ve incrementadas sus exportaciones y su producción de este tipo de bienes. El proceso anterior, describe cómo se ajusta el tipo de cambio real de una economía, al enfrentar ésta el tipo de perturbaciones que México sufrió a la luz de la crisis (Gráfica 13).<sup>13</sup> De este modo, era de esperarse que la respuesta de la economía, especialmente una vez que la demanda externa iniciara un proceso de recuperación, consistiera en un restablecimiento más rápido de los niveles de actividad de los sectores productores de manufacturas, que de los del resto de la economía.

En efecto, durante el primer trimestre de 2010 continuó observándose una trayectoria positiva de las exportaciones manufactureras del país, lo cual ha reflejado el mayor dinamismo de la economía mundial y, en particular, de la producción industrial en Estados Unidos, junto con la depreciación en términos reales que exhibió la moneda nacional a finales de 2008 y principios de 2009. Esta evolución, a su vez, condujo a que la producción manufacturera mantuviera una tendencia positiva durante el periodo que se reporta (Gráfica 14).

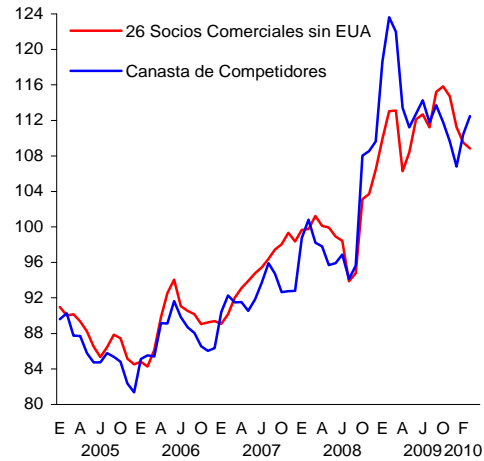
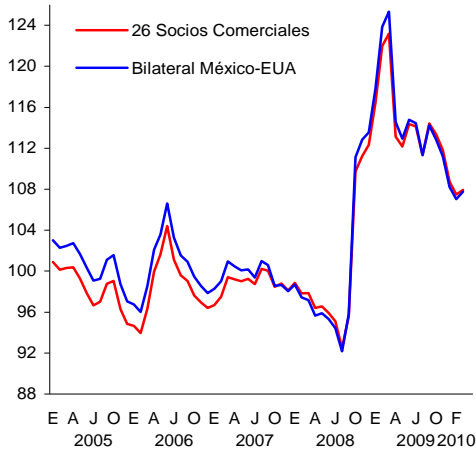
---

<sup>13</sup> El índice de tipo de cambio real correspondiente a los 26 principales socios comerciales que se utiliza en la Gráfica 13a incluye a Alemania, Argentina, Bélgica, Brasil, Canadá, Chile, China, Colombia, Corea del Sur, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, Estados Unidos, Francia, Guatemala, Holanda, India, Italia, Japón, Panamá, Perú, Reino Unido, República Dominicana, Suiza y Venezuela. Estos países fueron seleccionados por constituir los principales mercados de destino de las exportaciones mexicanas, representando aproximadamente el 97 por ciento del valor total de las exportaciones. Por su parte, el índice correspondiente a la canasta de competidores de México en el mercado de Estados Unidos que se utiliza en la Gráfica 1b incluye a China, Corea del Sur, Filipinas, Hong Kong, Hungría, Indonesia, Malasia, Polonia, Portugal, Tailandia y Turquía.

**Gráfica 13**  
**Índices del Tipo de Cambio Real<sup>1/</sup>**  
 Índice 2008=100

a) Principales Socios Comerciales

b) Principales Socios Comerciales y Competidores



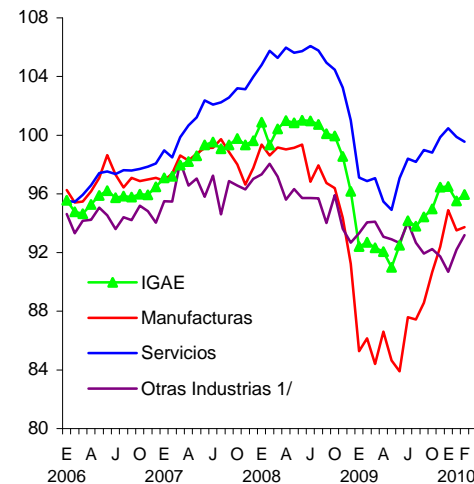
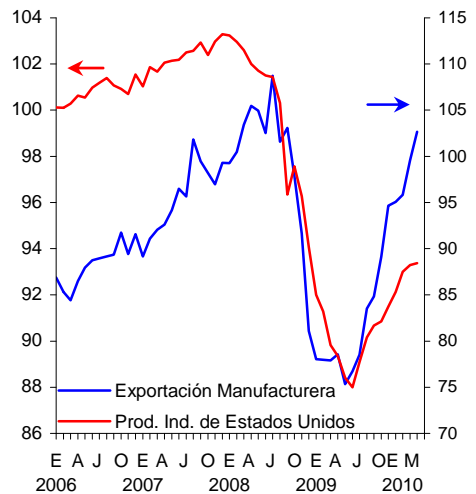
Fuente: Banco de México y FMI.

1/ Un aumento en el índice representa una depreciación de la moneda nacional en términos reales.

**Gráfica 14**  
**Exportaciones Manufactureras, Producción Industrial de Estados Unidos e Indicadores de Actividad Económica**  
 Índice 2008=100; datos desestacionalizados

a) Exportaciones Manufactureras y Producción Industrial de Estados Unidos

b) Indicador Global de la Actividad Económica y Producción Industrial



Fuente: Banco de México y la Reserva Federal de Estados Unidos.

Fuente: INEGI.

1/ Incluye construcción, minería y electricidad, agua y suministro de gas.

En contraste con la reactivación mostrada por la demanda externa, el gasto doméstico ha registrado una recuperación más débil, manteniéndose en niveles relativamente deprimidos. En efecto, si bien el consumo privado inició una fase expansiva desde el segundo trimestre de 2009, su tasa de crecimiento trimestral en los últimos tres trimestres de 2009 fue relativamente baja y, en consecuencia, sus niveles siguen muy por debajo de los observados antes de la

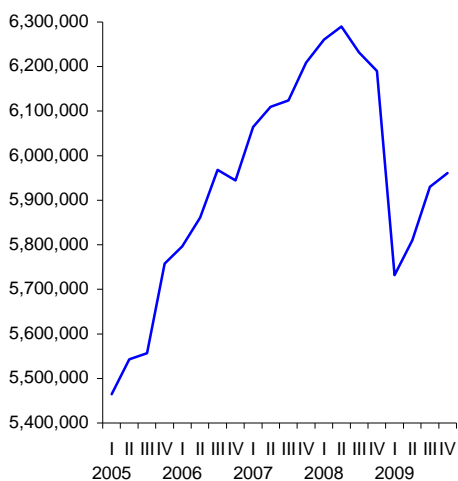


crisis (Gráfica 15a). Por su parte, los indicadores oportunos relativos a la inversión en la economía sugieren que ésta no ha mostrado una recuperación significativa (Gráfica 15b). Como se verá más adelante esto último es resultado de la disminución de la inversión llevada a cabo por el sector privado.

Con relación a lo anterior, es relevante considerar el papel que pudiese estar teniendo el crédito en la evolución de la demanda agregada. En este contexto, es difícil identificar la relación de causalidad que puede existir entre los bajos niveles de crédito y la debilidad en la recuperación del gasto doméstico. Si bien las condiciones de astringencia por el lado del crédito bancario (tema que se discute en la siguiente sección) podrían estar limitando la recuperación de algunos rubros del gasto, también es posible que la baja demanda por financiamiento, derivada del desempeño desfavorable del resto de los determinantes del gasto doméstico, sea lo que podría estar conduciendo a menores flujos de crédito (y, posiblemente, a presiones a la baja sobre las tasas de interés). Por supuesto, un reto importante que enfrenta la economía en este contexto es lograr que los flujos de capital externo que actualmente está recibiendo se canalicen preferentemente hacia proyectos productivos.

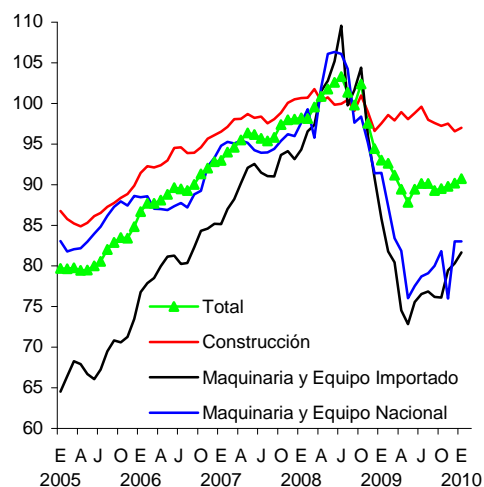
**Gráfica 15**  
**Indicadores de Gasto Doméstico**  
Datos desestacionalizados

a) Consumo Privado  
Millones de Pesos de 2003



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI.

b) Inversión Fija Bruta y sus Componentes  
Índice 2008=100; promedio móvil de tres meses, excepto a partir de 2008



Fuente: INEGI.

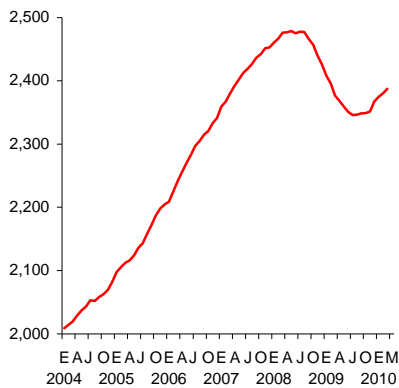
La debilidad de la recuperación del gasto doméstico refleja el hecho de que el desempeño de diversos de sus determinantes continúa siendo desfavorable (Gráfica 16). En particular, la masa salarial en el sector formal de la economía se mantiene en niveles inferiores a los observados antes de la crisis. Adicionalmente, las remesas provenientes de mexicanos en el exterior han mostrado sólo un cambio incipiente de tendencia en los últimos meses, mientras que esto aún no se aprecia en financiamiento bancario, tanto a hogares como a

empresas.<sup>14</sup> Finalmente, los niveles de confianza de los consumidores permanecen en niveles reducidos.

**Gráfica 16**  
**Masa Salarial, Remesas Familiares e Índice de Confianza del Consumidor**

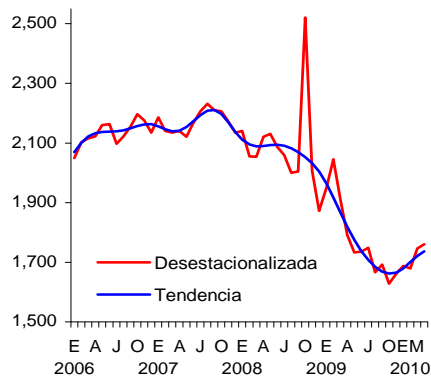
Datos desestacionalizados

a) Masa Salarial en el Sector Formal  
Millones de pesos



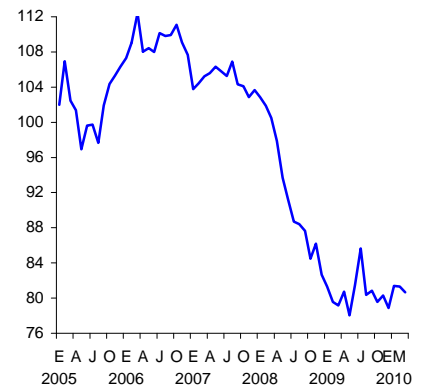
Fuente: Elaborada por Banco de México con información del IMSS.

b) Remesas Familiares  
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

c) Índice de Confianza del Consumidor  
Enero 2003=100



Fuente: INEGI y Banco de México.

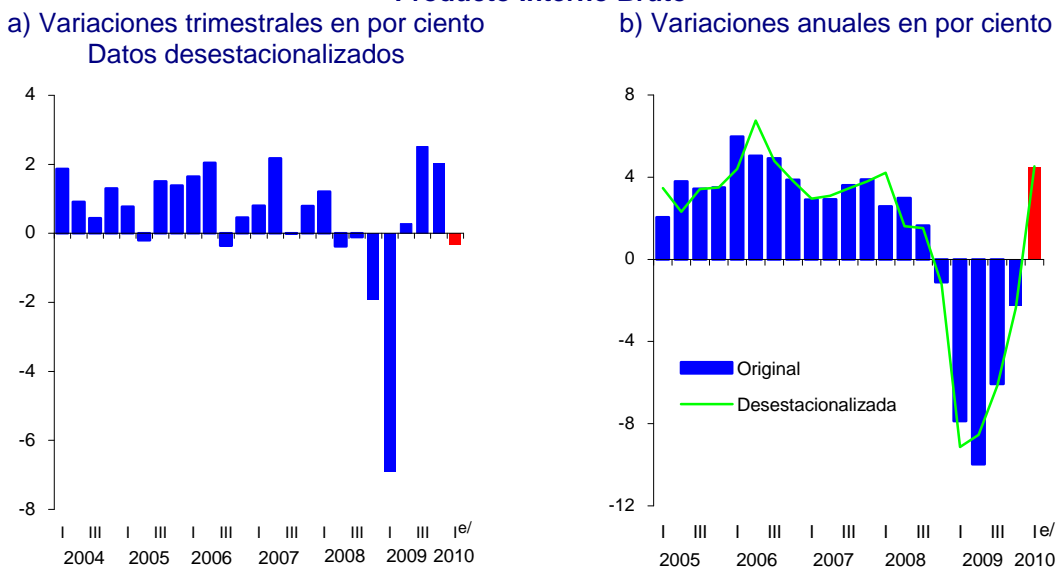
Reflejando los factores anteriores, la recuperación de diversos sectores productores de bienes no comerciables ha sido relativamente lenta o, como es el caso de la construcción, no ha iniciado. Esta debilidad contribuyó a que, en el primer bimestre de 2010, la actividad productiva mostrara un desempeño menos dinámico que el registrado en los últimos dos trimestres de 2009. En efecto, en enero el IGAE presentó una contracción de 1.03 por ciento en relación al nivel del mes previo, en términos ajustados por estacionalidad. Si bien esta contracción se vio influida por una caída mensual de 4.05 por ciento en la producción del sector primario, los sectores industrial y de servicios también mostraron disminuciones mensuales en términos desestacionalizados, de 0.14 y 0.60 por ciento, respectivamente. Por su parte, en febrero el IGAE registró un repunte de 0.46 por ciento mensual. Sin embargo, esto refleja en buena medida un restablecimiento de mayores niveles de actividad en el sector primario (3.17 por ciento mensual) y un aumento del industrial (0.59 por ciento mensual desestacionalizado), toda vez que el sector servicios volvió a mostrar una caída mensual de 0.33 por ciento.

Dados estos resultados, es previsible que en el primer trimestre de 2010 el PIB desestacionalizado se mantenga en niveles similares o, incluso, posiblemente inferiores a los observados el trimestre previo, lo cual contrasta con las elevadas variaciones trimestrales observadas en los dos trimestres anteriores (2.51 y 2.03 por ciento en el tercero y cuarto trimestres de 2009, respectivamente; Gráfica 17a). En su serie original se estima que la variación del PIB en el primer trimestre de 2010 se haya ubicado entre 3.5 y 4.5 por ciento. Es relevante mencionar que ésta sería la primera variación anual positiva del PIB, después de cinco trimestres consecutivos con contracciones (Gráfica 17b).

<sup>14</sup> En particular, los ingresos por remesas familiares ascendieron a 1,950 millones de dólares en marzo de 2010, lo cual implica una disminución anual de 7.3 por ciento.

Finalmente, es relevante mencionar que, en los últimos meses, los tipos de cambio de diversas economías emergentes se han apreciado como resultado de fuertes entradas de capital. En el caso de México, este fenómeno ha revertido parcialmente la depreciación real del peso que se observó a finales de 2008 y principios de 2009. Por supuesto, de continuar la apreciación de la paridad real como resultado de una mayor búsqueda de rendimientos a través de operaciones como las de "acarreo", podría llegarse a dificultar el ajuste de precios relativos que se describió al inicio de esta sección y, con ello, afectar el ritmo con el que se ha venido reactivando la producción manufacturera del país.

**Gráfica 17**  
**Producto Interno Bruto**



Fuente: INEGI y desestacionalización al primer trimestre de 2010 efectuada por el Banco de México.  
e/ Estimado.

### 3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

La reducción en la disponibilidad de recursos financieros que se observó a lo largo de los primeros tres trimestres de 2009 se detuvo en el cuarto. Ello se debió al repunte en términos anuales del financiamiento proveniente de las fuentes externas de recursos por un monto equivalente a 0.7 por ciento del PIB. Por el contrario, los flujos provenientes de fuentes internas, aunque positivos, continuaron disminuyendo en este periodo en términos del PIB, al situarse en 3.3 por ciento (Cuadro 3). La debilidad de las fuentes de financiamiento interno y el mayor dinamismo de las fuentes de financiamiento externo también se han observado en el primer bimestre de 2010 (Gráfica 18a). Al respecto, la mayor disponibilidad de recursos provenientes del exterior se ha dado en un entorno caracterizado por la recuperación económica mundial y por una clara mejoría de los sistemas financieros en las principales economías avanzadas, así como por tasas de interés excepcionalmente reducidas en estas últimas. Todo ello ha conducido a la búsqueda de mayores rendimientos.

**Cuadro 3**  
**Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía**  
**Porcentaje del PIB**

	Flujos Anuales						Saldo 2009	
	2007 IV	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	% PIB	Est. %
<b>Total de fuentes</b>	<b>4.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.0</b>	<b>78.3</b>	<b>100.0</b>
Fuentes Internas <sup>1/</sup>	3.8	5.7	5.6	5.2	4.8	3.3	56.8	72.5
Fuentes Externas <sup>2/</sup>	0.8	0.4	-0.4	-1.0	-0.9	0.7	21.6	27.5
<b>Total de usos</b>	<b>4.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.0</b>	<b>78.3</b>	<b>100.0</b>
Sector Público	1.2	2.3	3.3	3.7	4.3	4.0	41.3	52.8
Sector Público (RFSP) <sup>3/</sup>	1.1	2.1	3.1	3.4	3.8	3.2	39.1	49.9
Estados y Municipios	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	0.8	2.3	2.9
Reserva Internacional <sup>4/</sup>	1.0	0.7	-0.6	-1.3	-0.9	0.5	10.0	12.8
Sector Privado	3.9	2.0	1.3	0.6	-0.4	0.0	32.1	41.0
Hogares	1.5	0.7	0.5	0.2	0.1	0.0	13.9	17.7
Consumo	0.9	0.0	-0.3	-0.6	-0.6	-0.5	4.0	5.1
Vivienda <sup>5/</sup>	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5	9.9	12.6
Empresas	2.3	1.3	0.8	0.4	-0.5	0.0	18.2	23.2
Interno <sup>6/</sup>	1.7	1.3	1.1	0.7	0.3	0.4	10.8	13.8
Externo	0.6	0.0	-0.3	-0.3	-0.8	-0.4	7.4	9.4
Otros Conceptos <sup>7/</sup>	-1.4	1.2	1.2	1.2	0.8	-0.5	-5.1	-6.6

Fuente: Banco de México.

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

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

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

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

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

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

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

7/ Un flujo positivo (negativo) de este concepto constituye un uso (fuente) de recursos financieros.

Por el lado de los usos de los recursos financieros, 2009 se caracterizó por un mayor flujo de financiamiento al sector público y a los Estados y Municipios, y por una reducción en las disponibilidades de recursos para el sector privado no financiero, tanto externas como internas (Cuadro 3). En particular, el mayor financiamiento externo se canalizó principalmente al sector público, a través del endeudamiento externo con organismos financieros internacionales, así como por una creciente tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes (Gráfica 18b). La mayor utilización de recursos financieros por parte del sector público, medido por los Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP), fue resultado del impacto de la contracción de la actividad económica sobre los ingresos presupuestales, y de la aplicación de diversos programas de estímulo a la economía en ese año. Por su parte, el financiamiento a Estados y Municipios se incrementó a partir del segundo semestre de 2009, lo que permitió compensar la reducción en sus ingresos por participaciones. Así, los recursos utilizados en 2009 para cubrir las necesidades de financiamiento del sector público, los Estados y Municipios y la acumulación de reservas internacionales representaron 4.5 por ciento del PIB, con lo que su participación en el saldo total de financiamiento en 2009 ascendió a 65.6 por ciento. Por el contrario, a lo largo de todo el año anterior se observó una contracción del financiamiento externo al sector privado (Cuadro 3), a pesar del importante crecimiento en la emisión de

bonos en el exterior por parte de las empresas domésticas a partir del último trimestre de 2009 (Gráfica 18c).<sup>15</sup>

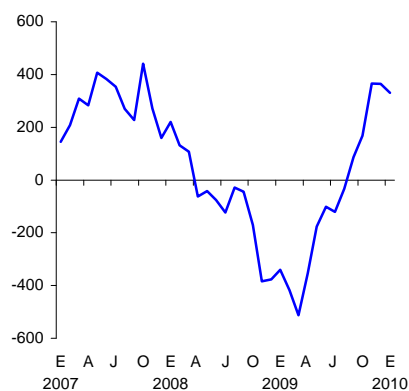
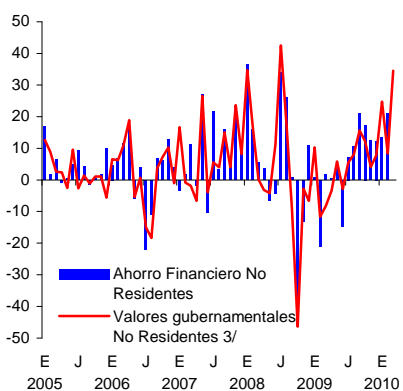
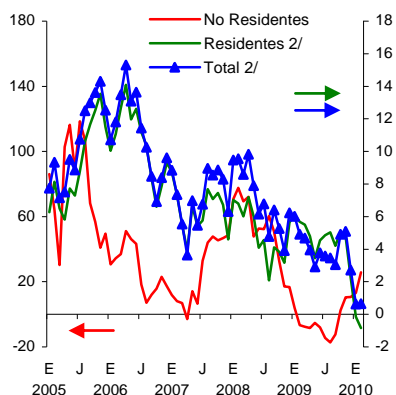
**Gráfica 18**

**Ahorro Financiero y Financiamiento del Exterior**

a) Ahorro Financiero Total<sup>1/</sup>  
Variación real anual en por ciento

b) Ahorro Financiero de No Residentes y Tenencia de Valores Gubernamentales  
Variación mensual en miles de millones de pesos

c) Emisión Externa de Empresas Privadas No Financieras  
Flujos mensuales en millones de dólares<sup>4/</sup>



Fuente: Banco de México.

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

2/ Se excluye el impacto de la Ley del ISSSTE sobre este agregado.

3/ La tenencia de valores gubernamentales está expresada a valor nominal. Datos disponibles al 31 de marzo de 2010.

4/ Promedio móvil (6 meses) de los flujos mensuales desestacionalizados.

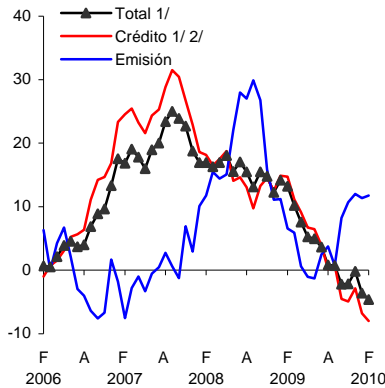
Durante enero y febrero de 2010 se acentuó la contracción del financiamiento interno al sector privado no financiero, principalmente como resultado de la debilidad del crédito bancario, tanto a los hogares como a las empresas. Esta debilidad podría estar respondiendo a factores tanto de oferta como de demanda:

- a) Respecto al financiamiento a las empresas, los factores de demanda que podrían estar operando son, por un lado, la debilidad que todavía muestra la inversión privada; por otro, en el caso de ciertas empresas se ha observado una sustitución del crédito bancario por mayor financiamiento a través de emisión en el mercado externo e interno de deuda, en la medida en que se han reducido los costos y se han ampliado los plazos para este tipo de financiamiento, lo cual ha sido posible gracias a que las condiciones financieras en los mercados se han venido normalizando (Gráfica 19). Con relación a los factores de oferta que podrían estar limitando la expansión del crédito bancario, la banca comercial pudiera estar adoptando una postura más conservadora en las condiciones de otorgamiento de crédito, dada la incertidumbre respecto a posibles cambios en el futuro en materia de regulación del sistema financiero a nivel global.

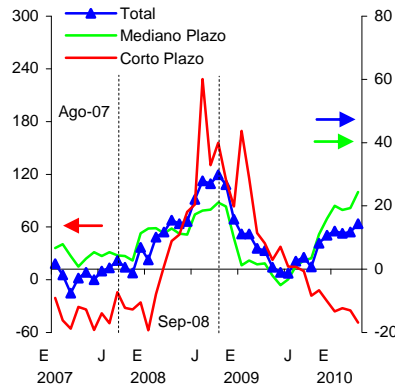
<sup>15</sup> Se ha incrementado tanto el número de empresas emisoras como el monto colocado. Mientras que en el primer trimestre de 2009, dos empresas colocaron 215 millones de dólares, cifras preliminares al primer trimestre de este año señalan que 10 empresas colocaron 7,028 millones de dólares.

**Gráfica 19**
**Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras y Emisión de Deuda Interna**

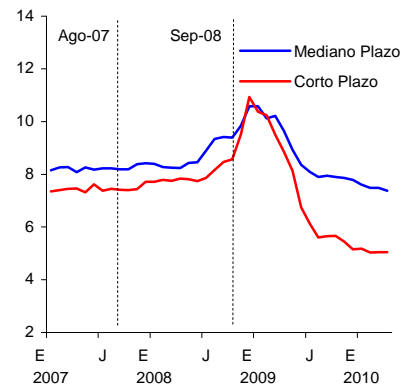
a) Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras  
Variación real anual en por ciento



b) Saldo de Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno  
Variación real anual en por ciento



c) Tasa de Interés de Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno  
Por ciento



Fuente: Banco de México.

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

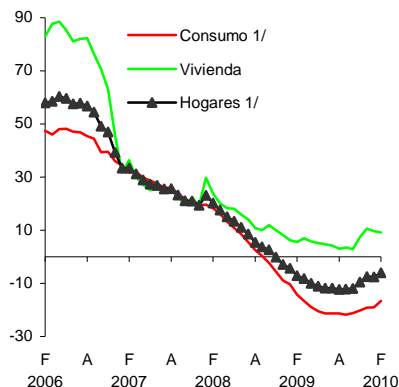
2/ Incluye el crédito otorgado por la banca comercial, banca de desarrollo y otros intermediarios financieros no bancarios.

- b) Por el lado del financiamiento a los hogares, el crédito vigente de la banca comercial al consumo continúa disminuyendo (Gráfica 20a). En este sentido, la banca comercial ha decidido reducir la oferta de este tipo de crédito, dados los elevados índices de morosidad que se han observado en esta cartera (Gráfica 20b), así como por el cambio en la regulación sobre las provisiones de cartera vencida de tarjetas de crédito, que entró en vigor en agosto de 2009, y que se ha reflejado en mayores costos para el otorgamiento de este tipo de crédito. También es importante señalar que la banca ha realizado esfuerzos importantes por mejorar la calidad de su cartera de crédito. Ello a través de eliminar la cartera con poca probabilidad de ser recuperada y reestructurar otros créditos con problemas, así como por tener una mayor prudencia en el otorgamiento de nuevos créditos. Claramente, en el corto plazo, estos esfuerzos tienen un efecto negativo sobre el saldo de crédito. Por su parte, el crédito bancario para la adquisición de vivienda, a pesar de haber sufrido una fuerte desaceleración, continúa presentando tasas de crecimiento reales anuales positivas (Gráfica 20a). La decisión de la banca comercial de seguir expandiendo este tipo de crédito, aun en la parte más baja del ciclo económico, podría deberse, entre otros factores, a la relativamente baja morosidad de la cartera de crédito a la vivienda (Gráfica 20c).<sup>16</sup>

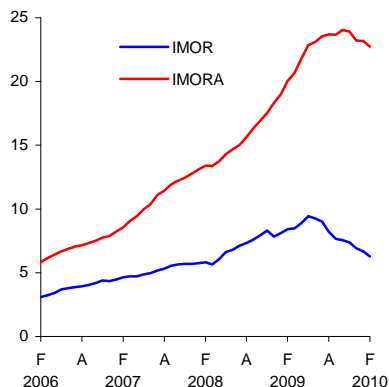
<sup>16</sup> El Índice de Morosidad (IMOR) se define como la proporción que representa la cartera vencida de la cartera total. No obstante, debido a que este índice se ve afectado por las decisiones de la banca sobre la venta o los castigos de esta cartera, un indicador más preciso del grado de deterioro del cumplimiento de las obligaciones de los deudores es el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA). El IMORA se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos, entre la suma de la cartera de crédito directa total más los castigos o pérdidas antes mencionados (Véase el Reporte sobre el Sistema Financiero 2007, página 51 y Recuadro 21 y el Informe sobre la Inflación de Julio-Septiembre de 2008).

**Gráfica 20**
**Crédito Vigente e Índices de Morosidad del Crédito de la Banca Comercial a los Hogares**

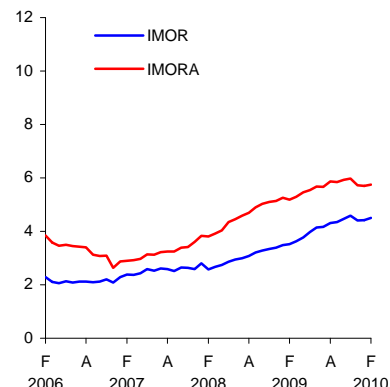
a) Crédito Vigente de la Banca Comercial a los Hogares  
Variación real anual en por ciento



b) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito al Consumo <sup>1/ 2/</sup>  
Por ciento



c) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito a la Vivienda <sup>2/</sup>  
Por ciento



Fuente: Banco de México.

1/ Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial. A partir de febrero de 2009, los datos se ven afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera de crédito a las empresas.

2/ El índice de morosidad (IMOR) se define como el cociente de la cartera de crédito vencida entre la cartera de crédito total. El índice de morosidad ajustado (IMORA) se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito total más los castigos o pérdidas antes mencionados.

Dada la dinámica que ha caracterizado a los mercados de fondos prestables en los últimos trimestres, es importante hacer la siguiente reflexión. El mayor financiamiento al sector público podría tener dos efectos: en primer lugar, en la medida en que la contracción de crédito se deba a la falta de demanda por parte del sector privado, el sector público podría estar apoyando la recuperación del crédito al complementar dicha demanda (i.e., un efecto de complementariedad o “crowding in”); sin embargo, conforme el gasto doméstico se vaya recuperando, el mayor financiamiento al sector público podría, en algún momento, llegar a limitar el otorgamiento de crédito al sector privado (i.e., un efecto desplazamiento o “crowding out”).

## 4. Determinantes de la Inflación

---

La inflación general anual aumentó durante el primer trimestre de 2010. Ello fue consecuencia, como se ha comentado a lo largo de este Informe, de perturbaciones de oferta asociadas a cuatro factores: i) las modificaciones tributarias aprobadas por el H. Congreso de la Unión para 2010; ii) la reanudación de la política de deslices en los precios de los energéticos; iii) aumentos en derechos y tarifas que determinan los gobiernos locales –destacando especialmente las alzas decretadas en la Ciudad de México para las tarifas del Metro y los derechos por suministro de agua–; y, iv) una exacerbada volatilidad en las cotizaciones de las frutas y verduras ante la ocurrencia de condiciones climáticas desfavorables. No obstante, se considera que este repunte inflacionario es de carácter temporal y se revertirá con el desvanecimiento de los choques señalados. Ello en virtud de que se estima que la mayor inflación no ha tenido efectos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios, a la vez que ha sucedido en un entorno económico carente de presiones de demanda, y en el que la paridad cambiaria se ha apreciado.

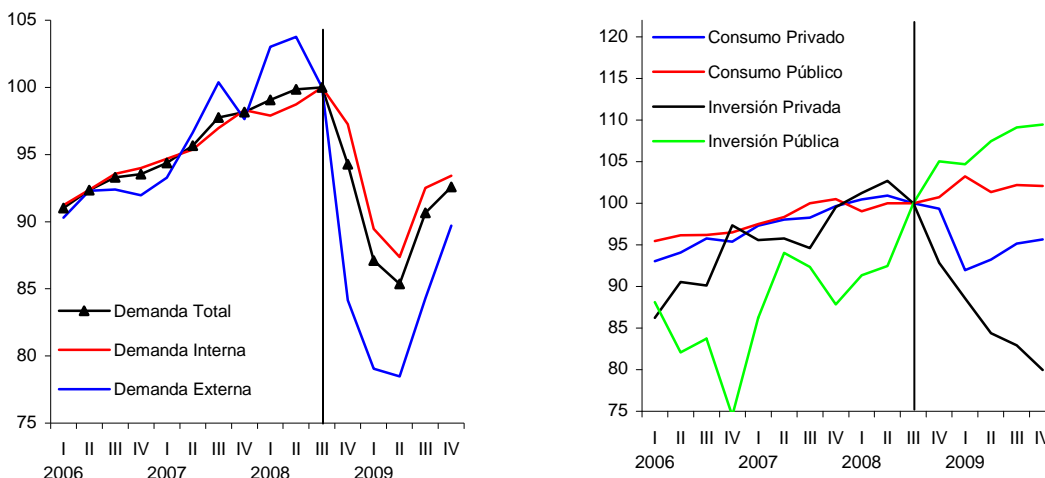
De la discusión llevada a cabo en las secciones anteriores se desprende que, si bien la demanda agregada total en México ha continuado mostrando una recuperación en comparación con los bajos niveles observados en la primera mitad de 2009, esta reactivación no ha sido generalizada. Lo anterior se ilustra en la Gráfica 21. En primer lugar, a pesar del repunte que han exhibido las exportaciones, éstas continúan ubicándose por debajo de los niveles que registraron antes de que iniciara la fase recesiva de la economía global en 2008. Segundo, la reactivación de la demanda doméstica ha sido débil, registrando aún niveles deprimidos. Esto último ha sido reflejo de la debilidad en la recuperación del consumo privado y de la persistente tendencia negativa de la inversión de dicho sector, ya que el consumo y la inversión del sector público han exhibido una tendencia positiva durante el ciclo económico actual. Debido a estas circunstancias, el gasto agregado total en la economía continúa por debajo del nivel observado antes de la crisis global.



### Gráfica 21 Demanda Agregada

Índices Tercer Trimestre de 2008=100; datos desestacionalizados

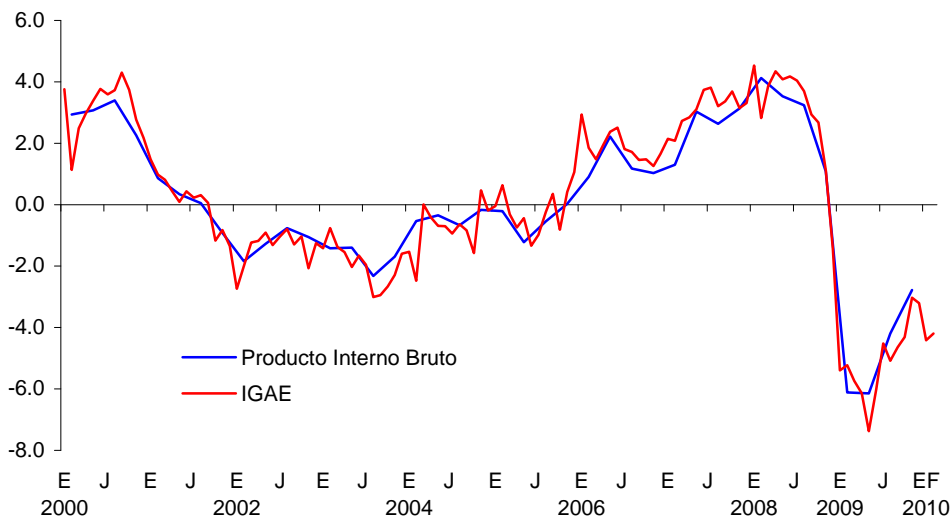
a) Demanda Agregada Total, Interna y Externa      b) Componentes de la Demanda Doméstica



Fuente: INEGI.

Bajo dichas condiciones, se estima que la actividad productiva de la economía permaneció por debajo de su nivel potencial durante el primer trimestre del año, por lo que la brecha del producto aún se encuentra en terreno negativo (Gráfica 22). Por su parte, como se mencionó en la sección previa, existen factores tanto de oferta, como de demanda, que están provocando que continúe observándose una tendencia negativa en el financiamiento al sector privado no financiero. De hecho, la evolución reciente de los agregados monetarios, en particular de M4, muestra que México se encuentra lejos de presentar una expansión del crédito que pudiera inducir un gasto por encima de la capacidad de absorción de la economía (Gráfica 23).

### Gráfica 22 Estimación de la Brecha del Producto<sup>1/</sup> Variaciones anuales en por ciento

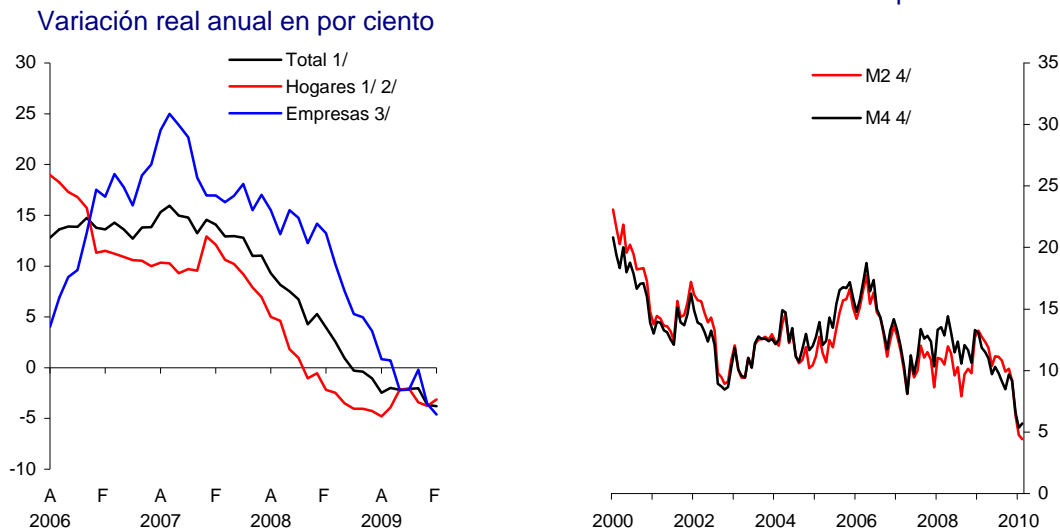


Fuente: Banco de México.

1/ Las estimaciones de la brecha se realizaron utilizando el método Hodrick-Prescott (HP) con corrección de colas; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril – Junio 2009", pág. 74.

**Gráfica 23**

**Financiamiento Interno al Sector Privado No Financiero y Agregados Monetarios**  
 a) Financiamiento Interno al Sector Privado No Financiero  
 b) Agregados Monetarios  
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

1/ Entre diciembre de 2007 y noviembre de 2008, las cifras se ajustan para no verse distorsionadas por la incorporación del Fovissste.

2/ Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial. A partir de febrero de 2009, los datos se ven afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera de crédito a las empresas.

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

4/ Excluye el efecto de la instrumentación de la nueva Ley del ISSSTE.

Diversos indicadores sugieren que este entorno se ha traducido en una ausencia de presiones de demanda sobre la utilización de insumos y las cuentas externas del país:

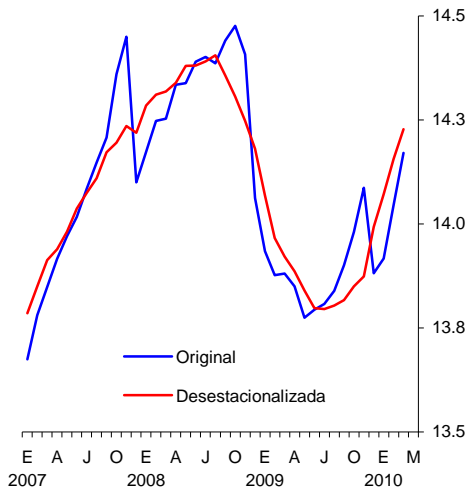
- a) En lo que se refiere al mercado laboral, el número de trabajadores asegurados en el IMSS permanece por debajo de lo observado antes de la crisis (Gráfica 24a). Reflejando en parte lo anterior, las tasas de desocupación y subocupación siguen ubicándose en niveles elevados (Gráfica 24b). Asimismo, según los resultados de la Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero realizada por el Banco de México, dicha industria continúa sin enfrentar dificultades para contratar mano de obra calificada (Gráfica 24c). Finalmente, cabe señalar que, en términos del nivel de ingreso de los trabajadores, el crecimiento de la ocupación que se ha observado en los últimos meses se ha tendido a concentrar en empleos con niveles de remuneración menores a los de los empleos que se han perdido en virtud de la recesión que se presentó el año anterior (Gráfica 24d). Todos estos indicadores muestran que persiste la situd en el mercado de trabajo, lo cual ha contribuido a moderar los incrementos salariales.
- b) Por su parte, la utilización de la capacidad instalada en la industria manufacturera que, como se vio anteriormente, es uno de los sectores que han mostrado un mayor dinamismo, sigue siendo significativamente inferior a lo observado antes del inicio de la crisis global (Gráfica 25). Por supuesto, esto último podría también estar contribuyendo a que la inversión privada todavía muestre una trayectoria decreciente.

c) Finalmente, se estima que el déficit de la cuenta corriente se mantuvo en niveles reducidos durante el primer trimestre de 2010 (1.0 mil millones de dólares, monto equivalente a 0.4 por ciento del PIB). Este resultado, en un contexto en el que la cuenta de capitales registró un superávit holgado para su financiamiento, muestra que las cuentas externas no se han constituido en una fuente de presiones sobre los precios de los bienes comerciables a través del tipo de cambio real.

**Gráfica 24**

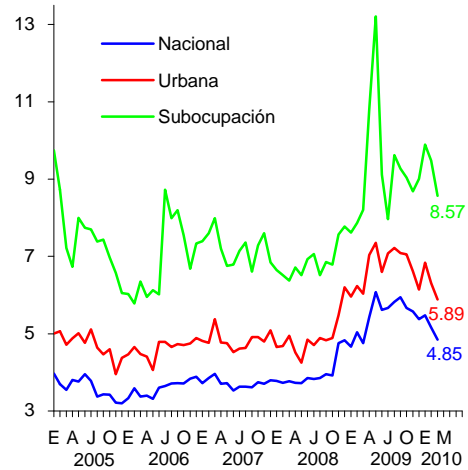
**Indicadores del Mercado Laboral**

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS  
Millones de personas



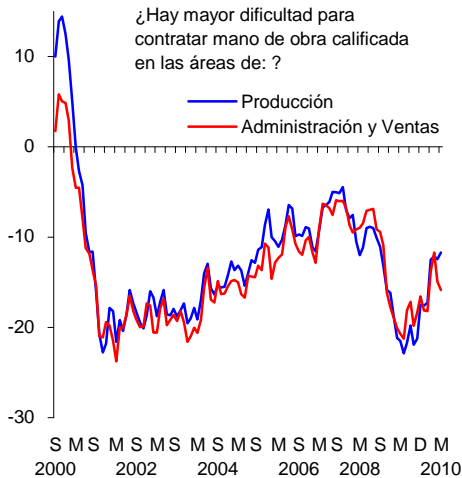
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del IMSS.

b) Tasas de Desocupación y Subocupación  
Por ciento; datos desestacionalizados



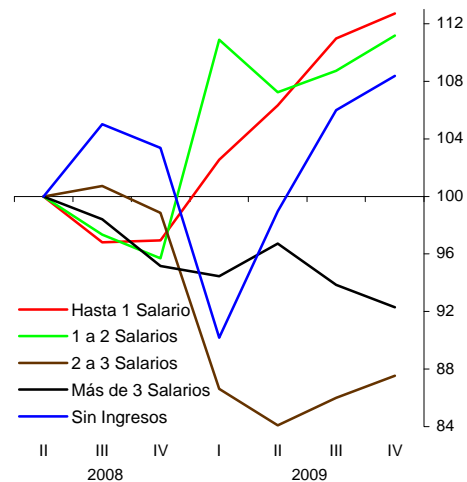
Fuente: INEGI.

c) Indicadores de Escasez de Mano de Obra  
Promedio móvil de dos meses de los balances de respuestas



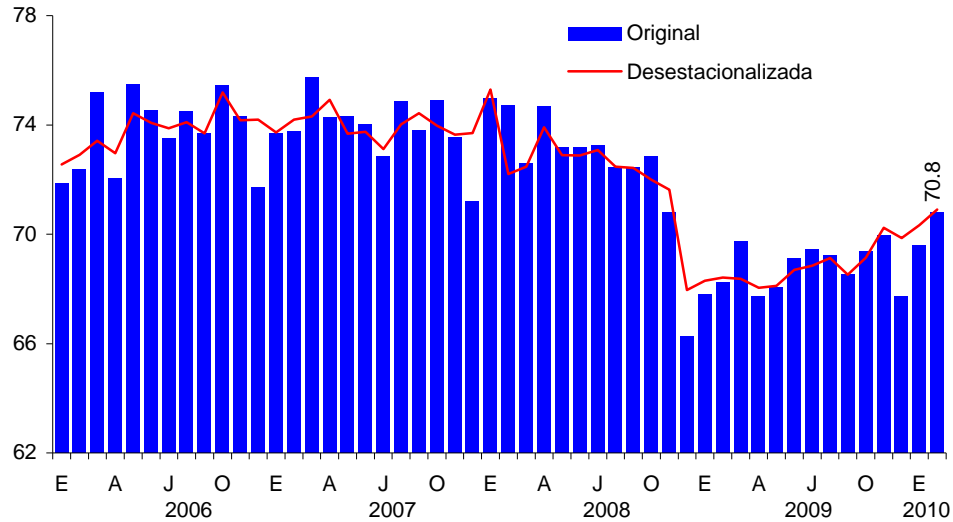
Fuente: Banco de México.

d) Indicadores de Ocupación por Rangos de Salario Mínimo  
Segundo trimestre de 2008=100



Fuente: INEGI.

**Gráfica 25**  
**Uso de la Capacidad Instalada: Sector Manufacturero**  
 Por ciento



Fuente: Banco de México.

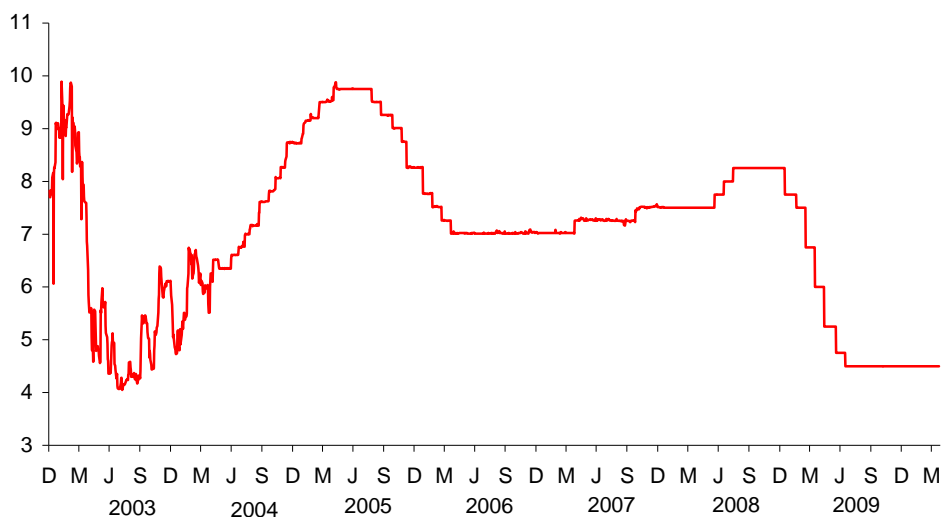
Es pertinente señalar, como ya se mencionó anteriormente, que en los últimos meses el tipo de cambio nominal ha mostrado una rápida apreciación. Ello ha contrarrestado parcialmente el efecto sobre la inflación de otros choques que han afectado su trayectoria.

En conclusión, la ausencia de presiones sobre la utilización de los factores productivos y, por ende, sobre sus precios, sugiere que, en las condiciones actuales, la economía no se encuentra enfrentando presiones de demanda que pudiesen estar afectando desfavorablemente a la inflación. El comportamiento del tipo de cambio también ha contrarrestado otras presiones inflacionarias. Sin embargo, es de reconocerse que, a pesar de ello, la inercia que ha caracterizado a la inflación en el país, en combinación con los choques de oferta que la afectaron este año provenientes de la elevación de impuestos y de los precios y tarifas del sector público, la han situado en niveles por arriba de la meta de 3 por ciento, y han dificultado que se observe una reducción más acelerada de la misma.

## 5. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2010

La Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en un nivel de 4.5 por ciento durante los meses de enero, febrero, marzo y abril del presente año, nivel al que el referido instrumento ha permanecido desde el 17 de julio de 2009 (Gráfica 26).

**Gráfica 26**  
**Tasa de Interés Interbancaria a 1 día<sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



<sup>1/</sup>A partir del 21 de enero de 2008 se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

La Junta de Gobierno del Banco de México ha basado sus decisiones de política monetaria en los últimos meses en los siguientes elementos:

1. El incremento observado en la inflación general anual durante el primer trimestre, a pesar del aumento inesperado en los precios de algunas hortalizas, se mantuvo en línea con la previsión del Instituto Central. Ello se debe, en gran parte, a que los aumentos de precios asociados a los cambios en materia impositiva y a la política de precios y tarifas del sector público, han sido congruentes con lo que el Banco de México había previsto, y no han contaminado el proceso de formación de precios en el resto de la economía.
2. A pesar de la recuperación en curso no se han detectado presiones sobre los precios por el lado de la demanda agregada.
3. Las expectativas de inflación han permanecido relativamente estables, aunque se mantienen por arriba de 3 por ciento. En lo que se refiere a las correspondientes al promedio del cuarto trimestre de 2010, en la encuesta recabada por el Banco de México en marzo del presente año, éste se ubicó en 5.33 por ciento.<sup>17</sup> Dicho nivel es ligeramente superior

<sup>17</sup> La expectativa de inflación anual para el promedio del cuarto trimestre de 2010 se calcula con base en las expectativas de inflación mensual reportadas para cada uno de los siguientes doce meses. En el

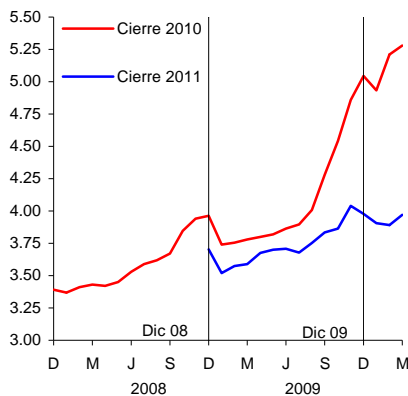
al intervalo de 4.75–5.25 por ciento previsto por el Instituto Central para la inflación promedio en el cuarto trimestre de 2010. Por su parte, el promedio de las expectativas correspondientes al cierre de 2011 se mantuvo alrededor de 3.9 por ciento durante el trimestre (Gráfica 27a). Ello refleja que los analistas económicos anticipan que la inflación retomará una senda descendente el próximo año, si bien dicha expectativa se encuentra por arriba de las previsiones del Instituto Central para la inflación promedio trimestral para el cuarto trimestre de ese año.<sup>18</sup>

En cuanto a las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo, la media reportada en la encuesta del Banco de México para el promedio de los siguientes 4 años se ha mantenido alrededor de 3.7 por ciento en los últimos meses, mientras que la correspondiente al promedio de los siguientes 5 a 8 años ha permanecido cerca de 3.5 por ciento (Gráfica 27b).<sup>19</sup>

### Gráfica 27 Expectativas de Inflación General Anual y Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo

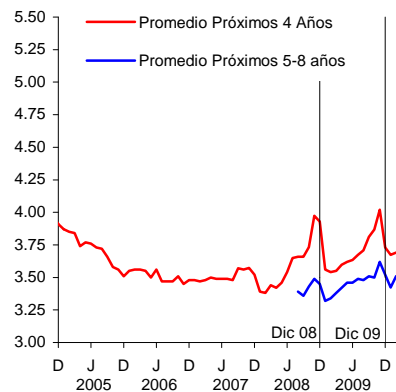
Por ciento anual

a) Expectativas de Inflación General Anual



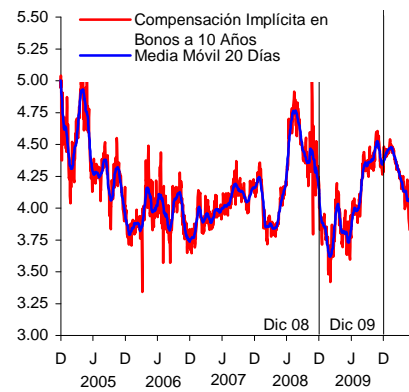
Fuente: Encuesta del Banco de México.

b) Expectativas de Inflación General Anual



Fuente: Encuesta del Banco de México.

c) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo<sup>1/</sup>



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

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

De forma complementaria a la información proveniente de las encuestas, el indicador de compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima por riesgo), que se obtiene de la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados del mismo plazo (Udibonos), muestra que después de haber alcanzado niveles cercanos

caso de la encuesta de Infosel del 23 de abril, el promedio para el cuarto trimestre de 2010 se ubicó en 4.98 por ciento.

<sup>18</sup> El promedio de las expectativas de inflación reportado en la encuesta de Infosel del 23 de abril para el cierre de 2011 se ubicó en 3.91 por ciento.

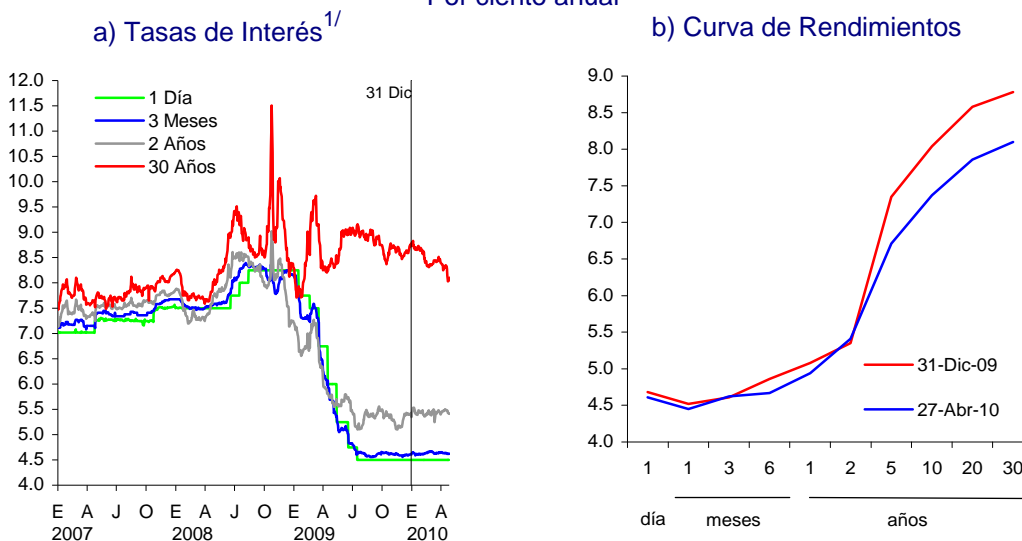
<sup>19</sup> En la encuesta de Infosel del 23 de abril se reportó una media de 3.58 por ciento para las expectativas de inflación promedio durante los siguientes 4 años y de 3.38 por ciento para el promedio de 5 a 8 años.

a 4.5 por ciento hacia finales del año pasado, en los últimos meses registró una reducción hasta alcanzar niveles alrededor de 4 por ciento en los últimos días (Gráfica 27c).<sup>20</sup>

4. Las remuneraciones de los trabajadores continuaron presentando incrementos moderados durante los últimos meses. Ello ha contribuido a que los costos de las empresas no se hayan visto afectados de manera importante por este factor y, por consiguiente, a que no se hayan constituido como una fuente de presiones inflacionarias.
5. La apreciación del tipo de cambio ha contribuido a mitigar posibles presiones de precios sobre bienes comerciables y sobre los costos de aquéllos bienes y servicios que utilizan insumos importados.

Estos elementos se han visto reflejados en la evolución de la curva de rendimientos en los últimos meses. Por una parte, ante la ausencia de variaciones en la tasa de interés de referencia, la parte corta de la curva no ha presentado cambios importantes. En particular, las tasas de interés a 3 meses se han mantenido alrededor de 4.60 por ciento. Por otra, la parte larga ha presentado una disminución de finales de diciembre de 2009 a la fecha. Así, el rendimiento del bono gubernamental a 30 años ha registrado una disminución de niveles cercanos a 8.7 por ciento a finales del año pasado, a niveles de alrededor de 8.10 por ciento en los últimos días, dando lugar con ello a un aplanamiento de la curva de rendimientos (Gráfica 28).<sup>21</sup>

**Gráfica 28**  
**Tasas de Interés en México**  
Por ciento anual



1/ A partir del 21 de enero de 2008, la tasa de interés a 1 día corresponde al objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

<sup>20</sup> Como se ha señalado en informes anteriores, este tipo de indicadores deben interpretarse con cautela dada la volatilidad que es común observar en el comportamiento de los mismos.

<sup>21</sup> La pendiente de la curva (definida como el diferencial entre el bono de 30 años y el correspondiente a 3 meses) se ha reducido de aproximadamente 410 puntos base a finales del año pasado, a 350 puntos base en los últimos días.

En suma, el aplanamiento de la curva de rendimientos está reflejando: i) el anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo, en un contexto de fortalecimiento de las finanzas públicas; ii) las entradas de capital sobre los mercados financieros nacionales; y iii) que a pesar de que los niveles de actividad permanecen por debajo de los registrados previos a la crisis, la economía continúa recuperándose, lo que ha propiciado una reducción en las primas de riesgo demandadas por los inversionistas.

Bajo estas condiciones, la Junta de Gobierno ha señalado que vigilará cuidadosamente la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, así como otros determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. En particular, que pondrá atención a la velocidad con la cual se cerrará la brecha del producto.

Por lo demás, como se ha señalado en este Informe, es importante mencionar que en los últimos meses el tipo de cambio en México ha mostrado una apreciación considerable. Claramente, esta apreciación ha contribuido a compensar parcialmente las presiones al alza sobre los precios y ha conducido a condiciones monetarias menos laxas (Gráfica 29). En este sentido, a pesar de que una parte del incremento en las entradas de capital se explica por las mejores perspectivas y condiciones fundamentales de la economía mexicana, otra parte se explica por el extraordinario grado acomodaticio de la política monetaria de Estados Unidos, en combinación con las perspectivas de depreciación en el mediano plazo del dólar norteamericano en un contexto en el cual dicho país atraviesa por un proceso de corrección de sus cuentas externas.<sup>22</sup> En consecuencia, la Junta de Gobierno del Instituto Central estará particularmente atenta a los riesgos asociados a que se presenten cambios en las condiciones monetarias externas que pudieran implicar una reversión abrupta y repentina de los flujos de capital. A este respecto, cabe recordar que la Comisión de Cambios, integrada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y por el Banco de México, decidió aumentar el ritmo de acumulación de reservas internacionales para mejorar el perfil de riesgo del país.<sup>23</sup>

---

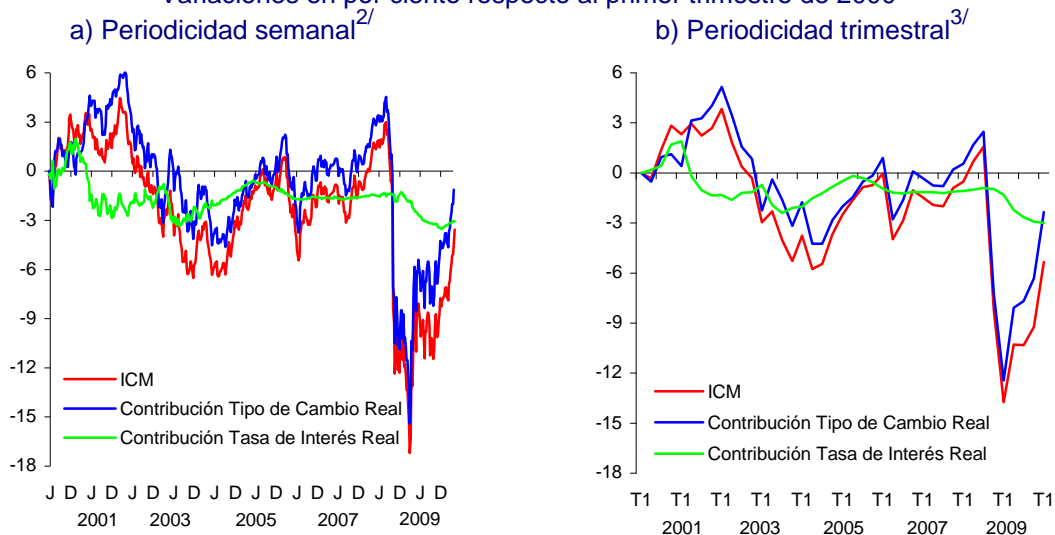
<sup>22</sup> Recientemente el dólar ha tendido a apreciarse, en la medida en que la situación fiscal de algunos países europeos ha conducido a que los inversionistas busquen “refugio” en instrumentos de bajo riesgo.

<sup>23</sup> Ver comunicado de la Comisión de Cambios del 22 de febrero de 2010 en el que se anuncia la subasta mensual de opciones para vender dólares al Banco de México.



### Gráfica 29 Índice de Condiciones Monetarias<sup>1/</sup>

Variaciones en por ciento respecto al primer trimestre de 2000



1/ El Índice de Condiciones Monetarias (ICM) se calcula como el promedio ponderado de los cambios en indicadores de tasa de interés real y de tipo de cambio real respecto a su nivel promedio durante el primer trimestre de 2000. Los ponderadores de las contribuciones de ambos indicadores al ICM se definen en 0.5 y 0.5, respectivamente. Utilizando diversas herramientas analíticas se encuentra que estos valores son una buena aproximación de la contribución que tienen la tasa de interés real y el tipo de cambio real a las condiciones monetarias que enfrenta la demanda agregada. Una apreciación del tipo de cambio y/o un aumento en la tasa de interés real incrementan el ICM. Por consiguiente, un aumento en el ICM sugiere condiciones monetarias relativamente más astringentes.

2/ El índice semanal de tipo de cambio real bilateral con respecto al dólar estadounidense se calcula utilizando el promedio semanal del tipo de cambio FIX, el promedio semanal de un índice de precios al consumidor en Estados Unidos con periodicidad diaria (interpolación lineal del IPC) y el promedio semanal de un índice de precios al consumidor en México con periodicidad diaria (interpolación lineal del INPC). Por su parte, la tasa de interés real con periodicidad semanal se define con base en el promedio semanal de la tasa de interés nominal de CETES a 28 días y la expectativa de inflación para los siguientes 12 meses de la encuesta semanal de Infosel.

3/ Se utiliza el promedio trimestral del índice de tipo de cambio real bilateral con respecto al dólar estadounidense. Por su parte, la tasa de interés real se define a partir del promedio trimestral de la tasa de interés nominal de CETES a 28 días y el promedio trimestral de la expectativa de inflación para los siguientes 12 meses de la encuesta de Infosel.

## 6. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

El escenario macroeconómico base previsto por Banco de México considera que la expansión de la economía mundial continuará en los siguientes trimestres, apoyada por la mejoría en los mercados financieros y por el importante estímulo de las políticas contracíclicas. En particular, el consenso de los analistas prevé que en Estados Unidos la economía crezca en 3.1 por ciento tanto en 2010 como en 2011, y que la producción industrial registre crecimientos de 4.9 y 4.5 por ciento en 2010 y 2011, respectivamente. No obstante, se anticipa que la recuperación del consumo y del empleo en esa economía sea gradual y que ésta siga operando por debajo de su potencial durante este año y el siguiente.

En lo que corresponde a la economía mexicana, se prevé el siguiente escenario base:

**Crecimiento:** La mejoría en las perspectivas de expansión de la producción industrial en Estados Unidos, aunada a la evolución reciente que ha exhibido la actividad económica en el país, sugieren que en 2010 el PIB en México crecerá por encima de lo proyectado en el trimestre previo. En particular, se prevé que en 2010 la economía mexicana podría alcanzar un crecimiento de entre 4.0 y 5.0 por ciento. Por su parte, al igual que en el Informe previo, para 2011 se espera una expansión del PIB de entre 3.2 y 4.2 por ciento.

Al tomar en cuenta que el crecimiento trimestral del PIB desestacionalizado en los últimos dos trimestres de 2009 reflejó no únicamente el cambio en la fase cíclica de la economía, sino también el desvanecimiento de algunos eventos que afectaron temporalmente los niveles de actividad en el segundo trimestre de ese año, es previsible que el crecimiento trimestral promedio del PIB sea más moderado durante 2010. No obstante, este agregado irá mostrando una gradual expansión en el resto del año, en la medida en que se restablezcan mayores niveles de gasto doméstico (Gráfica 30a).<sup>24</sup>

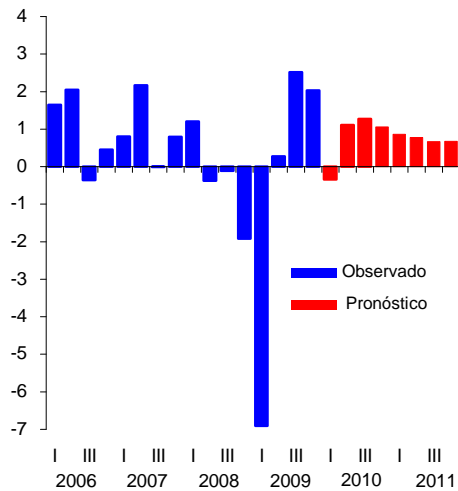
A pesar de la recuperación en los niveles de actividad productiva prevista en este escenario, se proyecta que persistirán condiciones de holgura en la economía durante 2010. Sin embargo, como resultado de la revisión al alza en las expectativas de crecimiento tanto en México como en Estados Unidos, es previsible que dichas condiciones vayan desvaneciéndose más rápido que lo previsto anteriormente. En efecto, es posible que la brecha del producto se cierre relativamente más rápido que lo proyectado en el Informe pasado y, por ende, ha aumentado la probabilidad de que se den ciertos escenarios bajo los cuales la brecha del producto pudiera tornarse positiva en el primer semestre de 2011 (Gráfica 31).<sup>25</sup>

<sup>24</sup> En términos anuales, la variación del PIB en los primeros dos trimestres de 2010 se vería influida por los bajos niveles de actividad observados en el primer semestre de 2009 y, por ende, se anticipa que será relativamente más elevada que la variación anual del PIB en la segunda mitad del año (Gráfica 30b).

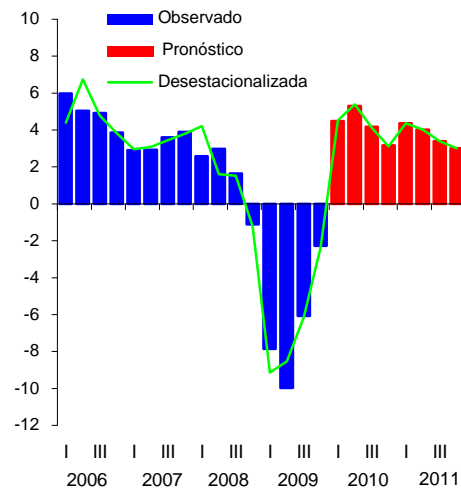
<sup>25</sup> Estas estimaciones se realizaron utilizando el método Hodrick-Prescott (HP) con corrección de colas y un modelo de componentes no observados. Dichos métodos se describen en el Informe sobre la Inflación correspondiente al segundo trimestre de 2009; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril – Junio 2009", pág. 74.

**Gráfica 30**  
**Producto Interno Bruto**

a) Variación trimestral en por ciento; datos desestacionalizados

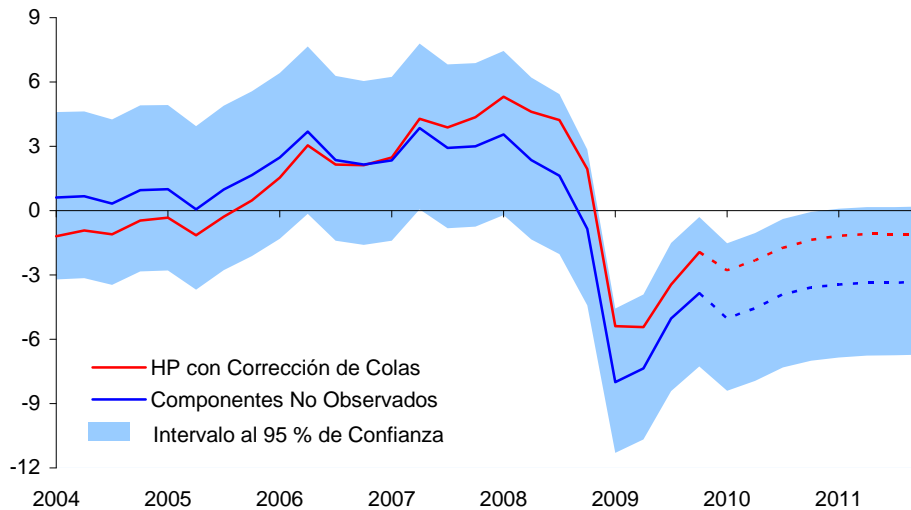


b) Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.  
Pronóstico del Banco de México a partir del I trimestre de 2010.

**Gráfica 31**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto**  
Por ciento



**Empleo:** Se estima que, tanto para 2010, como para 2011, el número de trabajadores asegurados en el IMSS muestre incrementos anuales de entre 500 y 600 mil personas.

**Cuenta Corriente:** Se estima que el escenario previsto para la demanda interna y la actividad productiva para 2010 se vea reflejado en déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente de 11.5 y 11.9 miles de millones de dólares, respectivamente (1.1 por ciento del PIB en ambos casos), lo cual se compara con los déficit registrados en 2009 de 4.7 miles de millones de dólares en la balanza comercial (0.5 del PIB) y de 5.2 miles de millones de dólares en la cuenta corriente (0.6 por ciento del PIB). Dadas las condiciones de mayor

disponibilidad de recursos en los mercados financieros internacionales, la renovación de la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional de aproximadamente 48 mil millones de dólares y la distribución en el tiempo de las amortizaciones que se espera realicen los sectores público y privado, no se anticipa que la economía enfrente problemas de financiamiento externo durante 2010.

El escenario previsto para el crecimiento de la economía en los próximos dos años, sin embargo, no está exento de riesgos. A saber:

- a) Las economías avanzadas en algún momento empezarán a retirar los estímulos fiscales y monetarios que implementaron a raíz de la crisis. Esto conlleva dos riesgos distintos. Por un lado, al parecer la recuperación de la actividad en las economías avanzadas continúa dependiendo en exceso de dichos estímulos, por lo que retirarlos podría poner en riesgo la recuperación de la economía mundial. Por otro, a pesar de los posibles esfuerzos de consolidación fiscal que las economías avanzadas lleven a cabo en los siguientes años, la demanda por recursos financieros por parte de los gobiernos de dichas economías se mantendrá muy elevada. Ello, en combinación con el retiro previsible en algún momento del estímulo monetario en los Estados Unidos, podría conducir a tasas de interés más elevadas en los mercados financieros internacionales y, por ende, a condiciones de acceso al crédito más astringentes para las economías emergentes.
- b) En el corto plazo, existe el riesgo de un posible contagio en los mercados financieros, en particular los de deuda soberana, si la situación fiscal en Grecia, u otros países que enfrenten escenarios similares en Europa, se deteriora. Lo anterior podría incrementar la volatilidad financiera a nivel global, así como restringir las condiciones de acceso al crédito en los mercados financieros internacionales.
- c) Como ya se mencionó, de continuar la apreciación del tipo de cambio podría llegarse a mermar la capacidad de recuperación de la economía, al afectarse el dinamismo de las exportaciones. Ello en la medida en que dicha apreciación no sea un reflejo de avances en la productividad relativa del sector de bienes comerciables internacionalmente, que redujeran los costos de producción en dicho sector.

**Inflación:** El pronóstico para la inflación general anual para 2010 y 2011 se mantiene sin cambio respecto a la trayectoria prevista en los últimos dos Informes sobre la Inflación (Cuadro 4 y Gráfica 32). Esto se debe a los siguientes factores:

1. El efecto sobre la inflación de los incrementos en las tasas impositivas ha sido acorde con lo previsto y, hasta el momento, no se han observado aumentos de precios de segundo orden.
2. El impacto sobre la inflación del restablecimiento de la política de deslices en los precios de los energéticos, así como de los incrementos en los precios y tarifas de los gobiernos locales, ha sido congruente con lo que se anticipó.

3. Se prevé que los ajustes salariales continúen siendo moderados.
4. Las expectativas de inflación de mediano y largo plazo permanecen relativamente estables, si bien se mantienen por arriba de la meta de 3 por ciento.
5. Dada la volatilidad que caracteriza a los precios de las hortalizas, es previsible que el impacto que tuvo su alza sobre la inflación sea de corta duración.
6. Se estima que la actividad productiva permanecerá por debajo de su potencial en los siguientes trimestres. Por consiguiente, no se anticipan presiones inflacionarias provenientes por el lado de la demanda agregada.

Es pertinente señalar que, si bien las modificaciones fiscales implementadas representan un costo en términos de la inflación en el corto plazo, también tendrán importantes beneficios para el buen funcionamiento de la economía. México es un país con enormes necesidades de gasto público en inversión en capital físico y humano. El financiamiento de dicho gasto con fuentes estables de ingreso es fundamental para mantener un marco macroeconómico caracterizado por una inflación baja y estable.

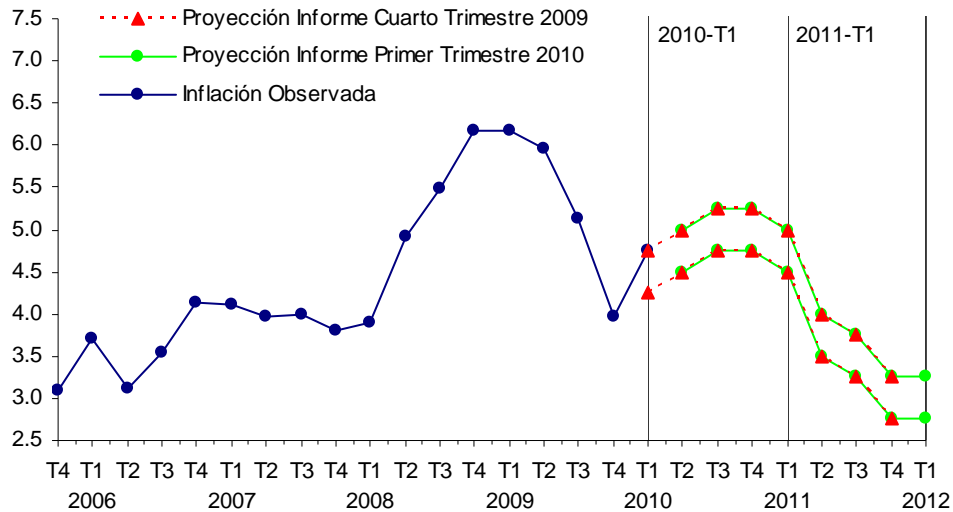
**Cuadro 4**  
**Proyección Escenario Base de Inflación General Anual <sup>1/</sup>**  
**Promedio trimestral en por ciento**

Trimestre	Proyección	
	Informe Primer Trimestre 2010	
2010-I	4.75 <sup>2/</sup>	
2010-II	4.50	- 5.00
2010-III	4.75	- 5.25
2010-IV	4.75	- 5.25
2011-I	4.50	- 5.00
2011-II	3.50	- 4.00
2011-III	3.25	- 3.75
2011-IV	2.75	- 3.25
2012-I	2.75	- 3.25

<sup>1/</sup> La proyección de este Informe coincide con la del anterior, añadiéndose el pronóstico correspondiente al primer trimestre de 2012. A su vez, la proyección del Informe al cuarto trimestre coincidió con la del Addendum al Informe al tercer trimestre. Cabe señalar que en cada Informe sobre la Inflación, el horizonte de pronóstico es de 8 trimestres hacia adelante, por lo que en cada ocasión se añade un trimestre (el octavo) a la previsión, mientras que el primero del Informe previo se convierte en un dato observado.

<sup>2/</sup> Dato observado.

**Gráfica 32**  
**Inflación General Anual y Proyección de Escenario Base**  
 Promedio trimestral en por ciento



El pronóstico sobre la inflación anual se encuentra sujeto a diversos riesgos, entre los que destacan:

- i) Una reversión en los flujos de capital podría conducir a un ajuste cambiario abrupto.
- ii) La posibilidad de que el proceso de recuperación de la economía sea más (menos) vigoroso respecto a lo que se anticipó anteriormente podría añadir (restar) presiones inflacionarias de demanda.
- iii) La alta volatilidad de los precios de las frutas y verduras, como se observó recientemente.

A pesar de la presencia de estos riesgos, en los últimos meses se han aminorado algunos otros. En particular, ha disminuido la posibilidad de que ocurra un mayor traspaso a precios asociado con los cambios fiscales y de precios y tarifas del sector público y de que se presente un mayor ritmo de ajuste en los precios de los bienes y servicios administrados y concertados.

El hacer un análisis de la evolución de la inflación en nuestro país en los últimos años, así como de sus perspectivas en los siguientes, conduce a la siguiente reflexión. Es bien sabido que la inflación, en última instancia, es un fenómeno monetario, por lo que deben ser los bancos centrales los encargados de combatirla. Sin embargo, en el corto plazo muchos otros factores pueden incidir sobre ésta y complicar la consecución de la meta de inflación que el Banco Central, o bien la sociedad misma, haya establecido implícita o explícitamente. En este sentido, es claro que un elemento fundamental para mantener una inflación baja y estable son finanzas públicas sanas.

No obstante, diversas políticas de índole microeconómico también pueden incidir sobre la dinámica de la inflación. Dos aspectos especialmente relevantes en este sentido son el grado de competencia económica y la existencia de rigideces en el mercado laboral.

En cuanto al primero, la falta de competencia evita una asignación eficiente de los recursos y un ritmo más elevado de adopción de tecnologías modernas, limitándose así la productividad y el crecimiento de la economía. En este sentido, la falta de competencia conduce a la fijación de precios excesivamente elevados de insumos y productos finales, impactando la distribución del ingreso y exacerbando las rigideces en el proceso inflacionario. Esto, a su vez, puede dificultar en mayor grado la convergencia del crecimiento de los precios hacia la meta del Banco Central.

Por lo que se refiere al segundo, la falta de flexibilidad en el mercado laboral no únicamente dificulta la movilidad del trabajo hacia sus usos más productivos, sino que se traduce en mayores costos laborales, lo cual también conduce a precios más elevados de los diversos bienes y servicios producidos en el país.

Precisamente son este tipo de medidas las que permitirán mantener la competitividad de nuestra economía, y no variaciones en el tipo de cambio nominal.

En este contexto, se considera de vital importancia propiciar condiciones de competencia en los mercados y de flexibilidad en la asignación del factor trabajo. La aprobación de las iniciativas para reformar la Ley Federal de Competencia Económica y la Ley Federal del Trabajo actualmente en discusión sería un paso importante en dicha dirección.

Finalmente, por lo que toca a la política monetaria la Junta de Gobierno del Banco de México vigilará cuidadosamente la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, así como otros determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. En particular, se pondrá atención a la velocidad con la cual se cerrará la brecha del producto. Esto con el fin de que, en su caso, el Instituto Central ajuste la postura monetaria para alcanzar la meta de inflación del 3 por ciento hacia finales del próximo año