

Informe sobre la Inflación

Julio – Septiembre 2009



BANCODE MEXICO

OCTUBRE, 2009

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

GUILLERMO GÜÉMEZ 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 octubre de 2009. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	4
2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2009	4
2.2. Índice Nacional de Precios Productor.....	14
2.3. Salarios.....	14
3. Principales Determinantes de la Inflación.....	17
3.1. Condiciones Externas.....	17
3.1.1. Actividad Económica Global.....	17
3.1.2. Precios de las Materias Primas	19
3.1.2.1. Materias Primas Alimenticias	20
3.1.2.2. Materias Primas Energéticas	21
3.1.2.3. Materias Primas Metálicas	23
3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación	23
3.1.4. Mercados Financieros	27
3.2. Evolución de la Economía Mexicana	34
3.2.1. Actividad Económica	34
3.2.1.1. Producción Sectorial	35
3.2.1.2. Demanda Agregada	39
3.2.1.3. Empleo y Productividad.....	43
3.2.1.4. Economía Regional	48
3.2.1.5. Sector Externo.....	49
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento.....	56
3.2.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales.....	56
3.2.2.2. Medidas Instrumentadas en el Sistema Financiero	57
3.2.2.3. Ahorro Financiero.....	60
3.2.2.4. Financiamiento.....	62
3.3. Consideraciones sobre los Determinantes de la Inflación.....	67
4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2009	71
5. Consideraciones Finales.....	82
6. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria y para la Publicación de los Informes sobre la Inflación en 2010	85

Recuadros

1. Algunas Consideraciones sobre la Formación de Precios en la Coyuntura Actual.....7
2. Evolución Reciente de la Inflación a Nivel Mundial.....25
3. Medidas Instrumentadas por el Banco de México en el Sistema Financiero58

1. Introducción

El objetivo principal de los Informes sobre la Inflación que publica el Banco de México es analizar los aspectos más relevantes que inciden sobre la evolución reciente de la inflación. Usualmente, en la parte final se presenta una sección donde se actualizan las proyecciones del Instituto Central sobre las principales variables macroeconómicas para los siguientes trimestres. Asimismo, se incluye un análisis del balance de riesgos que enfrentan dichos pronósticos. Sin embargo, a la fecha de publicación de este Informe, continúa en el H. Congreso de la Unión el debate sobre la propuesta de Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación enviados por el Ejecutivo Federal al Legislativo. En consecuencia, el presente documento se concreta a informar sobre lo sucedido en la economía nacional en el último trimestre. Una vez que se apruebe en definitiva el paquete fiscal por parte del H. Congreso, el Banco de México publicará, en un lapso no mayor a cuatro semanas, una addenda a este informe que contendrá tanto las proyecciones macroeconómicas actualizadas del Instituto Central para los siguientes trimestres, como el balance de riesgos correspondiente.

Durante el tercer trimestre de este año se fortaleció la recuperación de la actividad económica global que inició el trimestre anterior, luego de la profunda contracción observada en el último trimestre de 2008 y el primero de 2009. El repunte de la actividad ha sido más vigoroso en las economías emergentes de Asia, aunque la recuperación está siendo cada vez más generalizada. En lo anterior han influido de manera importante los estímulos fiscales y monetarios implementados por diversos países avanzados y emergentes, así como las acciones llevadas a cabo para restablecer condiciones ordenadas en los mercados financieros internacionales.

En Estados Unidos, la actividad económica parece haber dejado de contraerse en el tercer trimestre, registrando un fortalecimiento más rápido de lo esperado en meses previos. Los indicadores oportunos para el tercer trimestre también muestran una mejora de la actividad económica en la zona del euro, si bien se mantienen en niveles relativamente deprimidos. Para Japón, la información disponible sugiere que la recuperación continuó en el tercer trimestre. Las economías emergentes parecen haber registrado una expansión generalizada y más vigorosa que las avanzadas durante el tercer trimestre. La actividad económica en estos países se ha beneficiado de los esfuerzos realizados durante los últimos años para fortalecer sus fundamentos económicos, las medidas efectuadas para hacer frente a la crisis financiera global y la nueva alza en los precios de los productos primarios.

Cabe señalar que a pesar del repunte observado recientemente en la economía internacional, es de esperarse que en los próximos años el ritmo de crecimiento económico global se mantenga por debajo del nivel registrado antes de la presente crisis. Además, la recuperación enfrenta riesgos importantes debido, entre otros factores, a la todavía difícil situación de los mercados financieros internacionales, a la debilidad del mercado laboral en la mayor parte de las economías y al alto nivel de endeudamiento de las familias en algunos países.

Derivado de la debilidad de la actividad económica y de la existencia de brechas negativas del producto en un buen número de países, durante el tercer trimestre la inflación se mantuvo en niveles bajos a nivel global. En diversas economías avanzadas la inflación al consumidor se mantuvo en terreno negativo a tasa anual durante el trimestre. Ante la ausencia de presiones inflacionarias y la incertidumbre sobre el vigor de la recuperación, los bancos centrales de las principales economías avanzadas optaron por mantener sus tasas de política en niveles reducidos, en varios casos cercanas a cero. Además continuaron adecuando sus programas de estímulo al sistema financiero para fomentar la intermediación financiera y promover el crédito. En general, la inflación en las economías emergentes también se redujo en el período julio-septiembre, con un descenso más marcado en los países asiáticos. La mayoría de las economías emergentes mantuvieron sin cambio sus tasas de política durante el tercer trimestre, o bien continuaron disminuyéndolas, si bien se observó una moderación en dichos recortes.

En virtud de la recuperación de la economía global y de las medidas de apoyo al sistema financiero, durante el tercer trimestre continuó observándose una clara mejoría en las condiciones financieras en los mercados internacionales y una disminución considerable en los riesgos de un colapso generalizado. Si bien las medidas puestas en marcha por las autoridades de diversos países continuaron representando un importante factor de apoyo, dicha mejoría también reflejó una retroalimentación favorable entre las perspectivas de crecimiento de la economía real y las condiciones financieras. No obstante, conviene señalar que las condiciones en los mercados financieros no han regresado a una situación de normalidad y continúan enfrentando desafíos importantes.

En lo que corresponde a la actividad económica en México, los indicadores más recientes de la producción sugieren que su tendencia mostró un punto de inflexión a principios del tercer trimestre. En efecto, se estima que en dicho trimestre el PIB haya registrado un incremento de alrededor de 3 por ciento con respecto al trimestre previo en términos ajustados por estacionalidad (ello implicaría una caída de entre 6 y 7 por ciento anual, lo que se compararía favorablemente con la caída de 9.2 por ciento anual observada en el primer semestre del año). Esta evolución refleja la combinación de dos factores. En primer lugar, destaca la recuperación a nivel global, lo cual ha incidido en un desempeño menos desfavorable de la demanda externa que enfrenta el país. En segundo, la disipación de los efectos de algunos factores temporales que afectaron a la economía durante el segundo trimestre. En particular, durante el tercer trimestre se observó una recuperación en los niveles de actividad de diversos servicios que se habían visto afectados por el brote de influenza A(H1N1). A su vez, se apreció una importante reactivación de los niveles de producción y exportación en el sector automotriz, como reflejo del restablecimiento de niveles de operación en algunas plantas que habían sufrido paros en el trimestre previo, y de un efecto positivo sobre las exportaciones de dicho sector derivado de la puesta en marcha del programa de apoyo a la compra de vehículos en Estados Unidos. Sin embargo, si bien la actividad productiva en México ha mostrado recientemente signos que sugieren una eventual recuperación, es previsible que aún se mantenga durante un tiempo en niveles inferiores a los registrados antes del inicio de la crisis.

Durante el tercer trimestre, continuó la trayectoria descendente que había venido registrado la inflación general anual desde el inicio del año. Dicha

trayectoria se generalizó a todos los subíndices que componen al INPC. Además, la inflación a tasa anual de todas las regiones del país siguió exhibiendo una trayectoria común a la baja. Este comportamiento es atribuible, principalmente, a cuatro factores: primero, a la absorción de los efectos inflacionarios de diversos choques de oferta que se presentaron anteriormente; segundo, a la política de precios públicos asociada al congelamiento de los precios de las gasolinas en el interior del país, así como a la reducción de las cotizaciones de otros energéticos durante 2009; tercero, a la holgura que prevalece en la economía; y, cuarto, a la mayor estabilidad cambiaria, aunada a que se estima que la mayor parte del traspaso del ajuste del tipo de cambio sobre los precios al consumidor ya ha sido absorbido. Sin embargo, debe resaltarse que, a pesar de la severa contracción por la que atravesó la economía en el primer semestre del año, la velocidad y el monto en los que se ha reducido la inflación en nuestro país han sido menores que en otras economías.

El comportamiento de la inflación anual durante el tercer trimestre de 2009 fue acorde con las previsiones del Banco de México, situándose su promedio en el trimestre dentro del intervalo de pronóstico contemplado en los últimos dos Informes sobre la Inflación. Teniendo en consideración los cuatro elementos a los que se hace referencia en el párrafo anterior, se anticipa que, a pesar de la previsión de que la actividad continúe recuperándose en lo que resta de 2009 y para 2010, se mantendrá un entorno propicio para que la inflación inercial continúe con una tendencia a la baja (esto es, sin considerar aún los posibles impactos que sobre la inflación pudieran tener algunas de las medidas propuestas en el paquete fiscal para 2010).

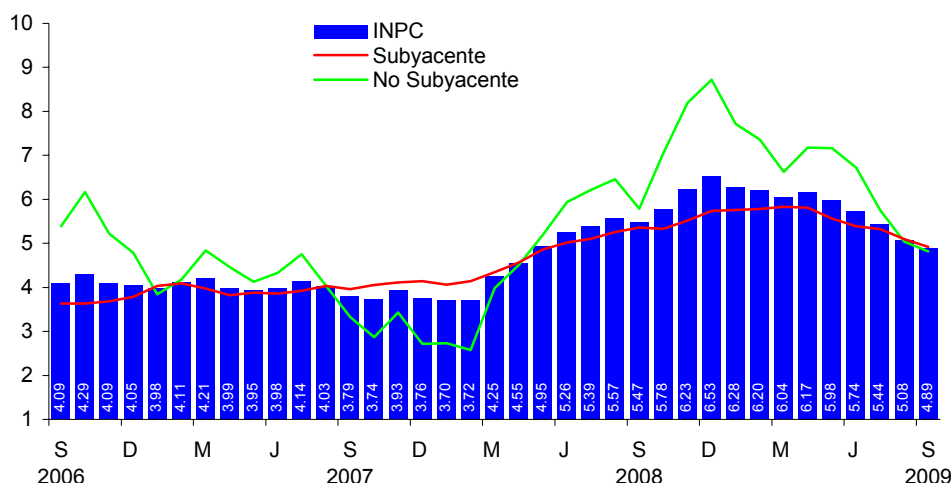
En el contexto descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció en su comunicado del mes de julio una disminución de 25 puntos base en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día, después de haber reducido dicho objetivo en 350 puntos base durante los primeros seis meses del año, y decidió hacer una pausa en el ciclo de relajación monetaria. Con estas acciones, el referido objetivo alcanzó un nivel de 4.5 por ciento. Posteriormente, la Junta de Gobierno mantuvo sin cambio el objetivo en 4.5 por ciento en los meses de agosto, septiembre y octubre. Asimismo, en los comunicados de los últimos dos meses se señaló que las acciones futuras serían congruentes con el balance de riesgos, aclarando que dicho balance tomaría en cuenta los impactos sobre la inflación que pudieran resultar, por un lado, del paquete fiscal que finalmente apruebe el H. Congreso de la Unión y, por otro, de la evolución de la economía y la trayectoria previsible de la brecha de producto. Lo anterior, con el propósito de alcanzar la meta de inflación del 3 por ciento anual.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2009

Al cierre del tercer trimestre de 2009, la inflación general anual se situó en 4.89 por ciento, mientras que al finalizar el trimestre previo esta cifra fue 5.74 por ciento. La reducción que se observó en la inflación durante el periodo de análisis ha sido generalizada en todos los subíndices que integran al INPC (Gráfica 1). Asimismo, la dinámica inflacionaria en todas las regiones del país reflejan una trayectoria común a la baja. Sin embargo, la reducción de la inflación ha sido moderada y lenta, dada la caída de la demanda agregada que experimentó la economía y la deflación que han registrado las cotizaciones internacionales de las materias primas (Recuadro 1).

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



La trayectoria descendente de la inflación ha obedecido principalmente a la conjunción de cuatro factores principales:

1. La absorción de choques de oferta que se presentaron primordialmente el año anterior e incidieron sobre la dinámica de los precios de tres grupos de genéricos en particular: alimentos procesados, productos pecuarios y transporte público.
2. La política de precios públicos que dictó el congelamiento de los precios de las gasolinas en las localidades del interior del país, y en toda la república una reducción en los precios del gas licuado, del gas natural y de las tarifas eléctricas de alto consumo. Además, en el caso del gas licuado se redujo el precio y se le congeló.
3. La holgura que ha caracterizado la actividad económica durante el primer semestre del año, cuya repercusión ha sido más acentuada sobre los precios de los servicios.

4. Una mayor estabilidad cambiaria, a la par de indicios de que ya se ha dado la mayor parte del traspaso a precios del ajuste cambiario que anteriormente tuvo lugar (fenómeno que durante el primer semestre del año constituyó la principal limitante para observar un mayor ritmo de desinflación). Ello se ha reflejado especialmente en el grupo de los precios de las mercancías no alimenticias, cuya tasa de crecimiento muestra un incipiente cambio de tendencia.

Al finalizar el tercer trimestre de 2009, los componentes subyacente y no subyacente del INPC registraron variaciones anuales de 4.92 y 4.82 por ciento, respectivamente. En contraste, en junio de 2009 estas cifras fueron 5.39 y 6.72 por ciento. La baja que se observó en la inflación subyacente anual fue impulsada por el menor crecimiento de los precios, tanto de las mercancías, como de los servicios. Asimismo, la disminución de la inflación no subyacente anual fue producto, en mayor medida, de la desinflación que presentó el subíndice de bienes y servicios administrados y concertados, ya que la correspondiente al subíndice de precios de productos agropecuarios fue moderada (Cuadro 1).

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

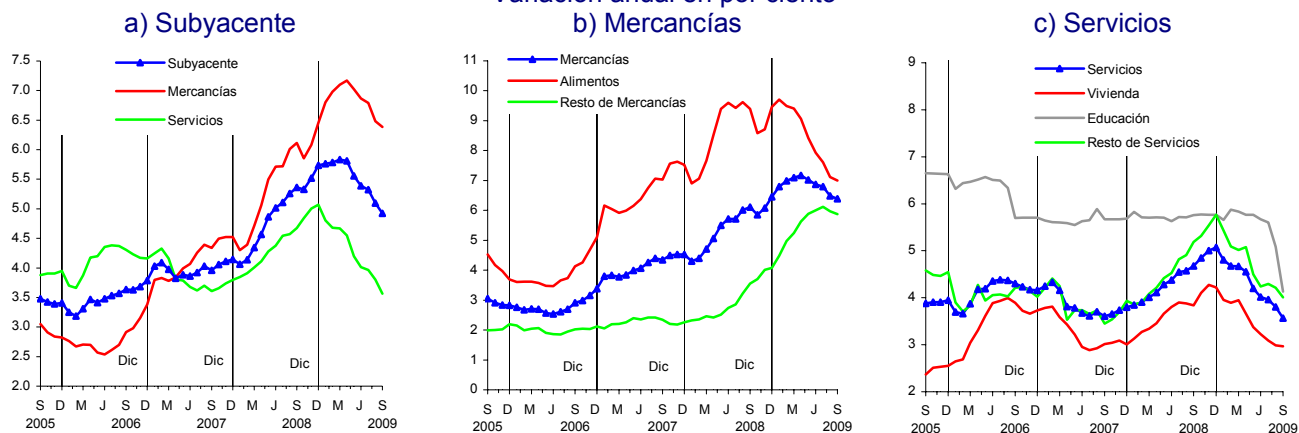
	Junio 2009	Julio 2009	Agosto 2009	Septiembre 2009
INPC	5.74	5.44	5.08	4.89
Subyacente	5.39	5.32	5.10	4.92
Mercancías	6.87	6.79	6.48	6.38
Alimentos	7.93	7.60	7.11	7.00
Resto de Mercancías	6.00	6.12	5.97	5.88
Servicios	4.01	3.96	3.80	3.56
Vivienda	3.22	3.09	2.99	2.97
Educación	5.67	5.60	5.08	4.13
Resto de Servicios	4.24	4.29	4.21	4.01
No Subyacente	6.72	5.75	5.04	4.82
Agropecuarios	13.47	12.14	11.58	12.76
Frutas y Verduras	14.08	13.84	15.88	20.28
Pecuarios	13.09	11.06	8.90	8.03
Administrados y Concertados	3.32	2.51	1.74	0.80
Administrados	2.24	1.39	0.65	-0.32
Concertados	4.41	3.64	2.83	1.92

Por lo que toca a los dos subíndices de precios que integran al componente subyacente del INPC, mercancías y servicios, en ambos casos sus tasas de crecimiento anuales disminuyeron entre junio y septiembre de 2009. El primero de estos indicadores pasó de 6.87 a 6.38 por ciento en el lapso mencionado, mientras que el segundo indicador lo hizo de 4.01 a 3.56 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 2a).

La principal contribución a la baja que exhibió la tasa de variación anual del subíndice de precios subyacente de las mercancías, durante el tercer trimestre de 2009, correspondió al grupo de los alimentos procesados, cuya tasa de variación anual pasó de 7.93 por ciento en junio a 7.00 por ciento en septiembre (Gráfica 2b). Ello, en gran medida, fue producto del desvanecimiento de los efectos que tuvieron los choques de oferta que se manifestaron el año

previo e incidieron sobre la formación de precios de diversos alimentos, entre los que destacan la leche pasteurizada y fresca, el arroz, los aceites y grasas vegetales comestibles, y el jamón. No obstante, un factor que impidió una mayor baja en la inflación de este grupo fue el alza que se presentó en las cotizaciones del azúcar. Ello obedeció principalmente a factores de oferta, destacando las condiciones climáticas adversas que incidieron sobre la producción azucarera en India y Brasil, dos de los principales países productores. Asimismo, la producción nacional de este endulzante durante el ciclo agrícola 2008-2009 se contrajo 10.1 por ciento con relación al periodo 2007-2008, a la vez que se elevaron las exportaciones mexicanas de azúcar hacia Estados Unidos (Gráfica 3).

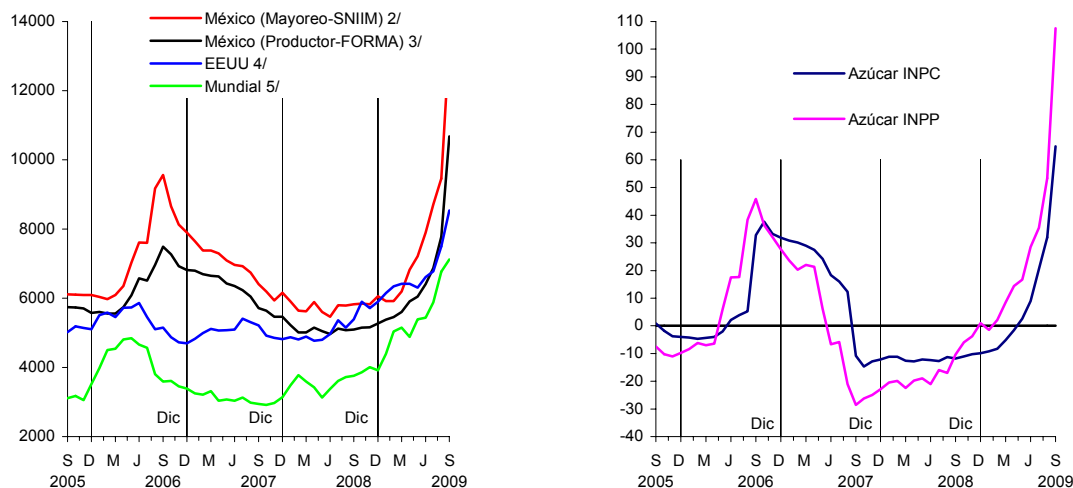
Gráfica 2
Componentes del Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Gráfica 3
Precios del Azúcar

a) Precios al Mayoreo Internos y Externos^{1/}
Pesos por tonelada

b) Precios Internos al Consumidor y al Productor
Variación anual en por ciento



1/ Precios de referencia, en el caso de los precios externos no se incluyen gastos e impuestos de internación a México.

2/ SNIIM, Secretaría de Economía: Promedio de azúcar estándar y refinada (Iztapalapa).

3/ Fideicomiso para el Mercado de Azúcar (FORMA). Promedio de azúcar estándar y refinada.

4/ USDA: Contrato 14, aranceles pagados en Nueva York.

5/ USDA: Promedio simple Contrato 11 y Contrato 5.

Recuadro 1

Algunas Consideraciones sobre la Formación de Precios en la Coyuntura Actual

A partir de finales de 2008, una vez que la inflación en México llegó a su punto más alto del pasado reciente, tanto la magnitud como la velocidad con las que ha disminuido han sido menores que las observadas en países desarrollados y en otras economías emergentes. Esta resistencia a la baja de la inflación no parece ser congruente con la importante caída que ha registrado la actividad económica en México, la cual ha sido significativamente más acentuada que la observada en otras economías tanto desarrolladas como emergentes.

Para apreciar más claramente este fenómeno, la Gráfica 1 ilustra la dinámica reciente de la inflación. Se presenta la inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) desde enero de 2006 hasta septiembre de 2009 dividida en comerciables (mercancías y agropecuarios), no comerciables (servicios) y administrados y concertados. En esta gráfica también se puede observar, para el mismo periodo, la inflación anual del índice de precios internacionales de las materias primas que calcula el Fondo Monetario Internacional, la depreciación anual del tipo de cambio del peso contra el dólar y el crecimiento anual del Índice General de Actividad Económica (IGAE).¹ Estos últimos ilustran los tres principales choques que pudieran haber afectado a la inflación, de manera temporal, en fechas recientes.

En la gráfica es posible apreciar un primer choque, a finales de 2007 y principios de 2008, ocasionado por el incremento en el precio de las materias primas, el cual afectó inicialmente la inflación de comerciables y, con un cierto rezago, la inflación de administrados y concertados. Posteriormente, a finales de 2008 y principios de 2009, ocurren tres choques casi simultáneamente. Dos choques de oferta y uno de demanda. El primer choque de oferta es la importante deflación que se ha observado en el precio internacional de las materias primas. El segundo choque de oferta es la depreciación del tipo de cambio, que en su punto más alto llegó a superar el 30%. Finalmente, el choque de demanda es la caída de la demanda agregada, representada en la gráfica por el crecimiento del IGAE, que ha implicado una ampliación importante de la brecha del producto.

De estos tres choques, uno, el del tipo de cambio, actúa, en principio, en el sentido de generar presiones inflacionarias. Los otros dos choques actúan, en principio, en el sentido de reducir la inflación.

Los tres choques mencionados anteriormente han sido de diversas magnitudes y afectan a los componentes de la inflación de distintas maneras. De manera exploratoria, y a pesar de que en la Gráfica 1 no es posible distinguir el efecto de cada choque controlando por el efecto de los otros, es posible apreciar que los choques parecen haberse neutralizado entre ellos. Parecería también que el choque al tipo de cambio pudiera haber influido más que los otros sobre la inflación de comerciables, mientras que el choque de los precios internacionales de las materias primas parecería haber influido relativamente más en la inflación de administrados y concertados. Finalmente, resalta que el choque de demanda no parecería, hasta ahora, estar teniendo un papel importante, si bien es posible observar un cierto efecto al final de la muestra.

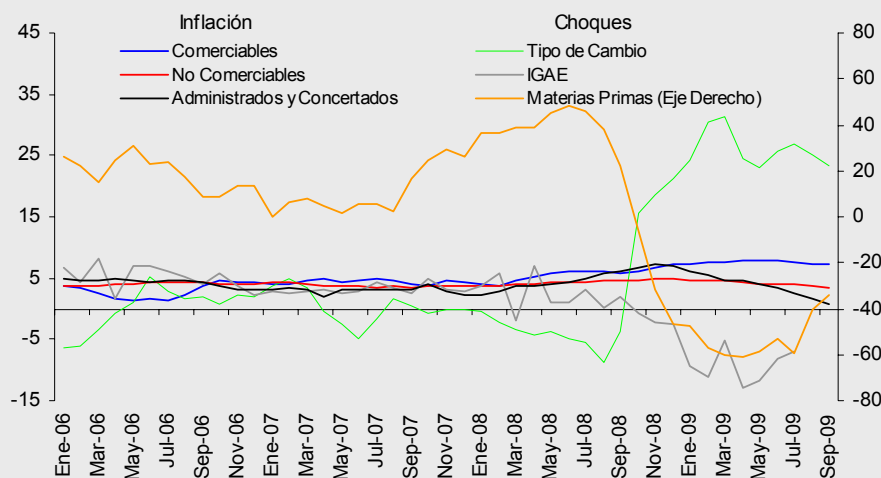
En este sentido, con el objetivo de comprender los factores que determinan la velocidad de ajuste de la inflación en México, así como su respuesta ante distintos choques, es preciso entender la forma en que las empresas mexicanas ajustan sus precios. En este contexto, también es necesario identificar los orígenes y tipos de rigideces que pueden presentarse en el proceso de formación de precios.

1. Modelos de Formación de Precios

1.1. Formación de Precios Tiempo-Dependiente vs. Estado-Dependiente

En la literatura relevante se reconocen dos modelos predominantes sobre la política que las empresas pueden adoptar al efectuar modificaciones en sus precios. Por un lado, los modelos denominados "tiempo-dependientes" asumen que las empresas ajustan sus precios en intervalos de tiempo determinados de manera exógena. En este sentido, una empresa en particular puede ajustar su precio ya sea, cada cierto intervalo de tiempo fijo (Taylor, 1980), o de manera

Gráfica 1
Precios al Consumidor, Tipo de Cambio,
Precios Internacionales de Materias Primas e IGAE
Variación anual en por ciento



¹ El IGAE se presenta hasta julio de 2009, que es el último dato disponible.

aleatoria cada periodo (Calvo, 1980). Dado el mecanismo exógeno inherente a este tipo de modelos, no existe una selección sobre el tipo de empresas que cambian su precio en un periodo determinado.

En contraste, en los modelos denominados "estado-dependientes", las empresas deciden cambiar sus precios de acuerdo a los choques, tanto comunes como idiosincrásicos, que reciben en su estructura de costos. De esta forma, la decisión de modificar los precios es endógena a cada empresa. En este tipo de modelos, las rigideces en precios provienen de fricciones como los costos de ajuste de precios ("costos de menú") o problemas de información imperfecta, entre otros.

1.2. El Papel de la Estructura de Mercado

En ambos modelos de formación de precios se asume cierto grado de poder de mercado de las empresas (típicamente competencia monopolística), lo que tiene consecuencias directas sobre el grado de ajuste de precios en la economía. En este sentido, el poder de mercado es un factor más que afecta la formación de precios.

En aquellos sectores de la economía caracterizados por un bajo nivel de competencia, los productores gozan de poder de mercado que les permite fijar precios superiores al costo marginal de producción de los bienes que ofrecen. De esta forma, ante perturbaciones de demanda u oferta, estas empresas tienen la capacidad de mantener sus precios sin cambio por un periodo de tiempo más largo que aquéllas que se encuentran en sectores con un mayor grado de competencia, en donde no cuentan con márgenes de utilidad que les facilite absorber los choques que se presenten.

En particular, la interacción entre el poder de mercado y la formación de precios estado-dependiente resulta en la predicción de una menor frecuencia de cambios en los precios en mercados menos competitivos, dado que las empresas en estos mercados enfrentan mayores márgenes de ganancia. Cabe resaltar que este tipo de rigideces en los precios deben entenderse en el contexto de que los choques que afectan a la inflación sean percibidos como temporales por las empresas (aunque pueden ser muy persistentes), pues de lo contrario, incluso empresas en mercados poco competitivos tendrían incentivos a mover los precios rápidamente.

Como evidencia empírica sobre la relación entre el grado de competencia y la rigidez a la baja en los precios de la economía mexicana cabe destacar el estudio realizado por Castañon et al. (2008) para el caso de la industria manufacturera. Por medio de una encuesta a una muestra representativa de empresas en dicho sector realizada en la segunda mitad de 2005, los autores reportan que las empresas en industrias con un pequeño número de participantes utilizan en mayor proporción el margen de utilidad como factor determinante de los precios, mientras que empresas en industrias más fragmentadas otorgan una mayor ponderación al precio de sus competidores como factor relevante.

Dado que la respuesta de la economía ante distintas perturbaciones difiere entre los modelos de formación de precios de las empresas es importante distinguir cuál de los modelos descritos anteriormente podría explicar mejor los hechos estilizados sobre la formación de precios en México.

2. Evidencia de la Formación de Precios en México

Para el caso de México, Gagnon (2009) presenta un estudio que abarca el periodo 1994-2004 y que utiliza datos de precios a nivel de establecimiento para un total de más de tres millones de precios individuales. Este estudio encuentra que la economía comparte muchas de las características de los modelos de tipo

tiempo-dependientes en periodos en los que la inflación es moderada y estable. En particular, cuando la inflación es menor a 10%-15%, la frecuencia con la que las empresas modifican sus precios no parece estar asociada con el nivel de la inflación. En estos casos, la magnitud de los cambios en precios es la que mantiene una relación estrecha con el proceso inflacionario. En cambio, cuando la inflación rebasa niveles de 10%-15%, la formación de precios en México parece caracterizarse por ser estado-dependiente. En este caso, tanto la frecuencia como la magnitud promedio de los cambios en precios se encuentran fuertemente relacionados con el nivel general de la inflación.

De acuerdo con el estudio de Gagnon, la relación entre los incrementos y disminuciones en los precios es fundamental para poder distinguir el comportamiento de la economía mexicana en periodos de baja y alta inflación. Ante niveles bajos de inflación, la frecuencia de las disminuciones de precios en la economía contrarresta el efecto de incrementos en precios sobre el nivel general de la inflación, lo que tiene como consecuencia que la varianza de la inflación se vea poco afectada por la frecuencia con la que las empresas ajustan sus precios. Sin embargo, cuando el nivel de la inflación es alto, no existen suficientes disminuciones que inhiban el efecto de los incrementos en precios y de esta forma, la frecuencia de cambios en los precios se encuentra altamente correlacionada con el nivel de la inflación.

La evidencia anterior señala que las predicciones de los modelos difieren más ante presencia de perturbaciones grandes. Por ejemplo, cuando se pasa de inflación baja a inflación alta o cuando se enfrenta una depreciación muy grande. En estos casos, las empresas reaccionan ajustando la frecuencia con la que modifican sus precios y, por lo tanto, los modelos tiempo-dependientes no parecerían ser apropiados para explicar las políticas de ajuste de las empresas. En este sentido, si bien la formación de precios en México parece ajustarse a las predicciones de modelos tiempo-dependientes cuando la inflación es relativamente baja, como lo es actualmente, en presencia de choques de magnitud importante, como los que han afectado a la economía recientemente, los modelos estado-dependientes parecerían ser una mejor alternativa para entender el efecto de los tres choques mencionados al principio de este recuadro.

A continuación se analizan diversos factores que pudieran estar afectando la formación de precios tomando como marco de referencia que la frecuencia de ajuste de los precios es endógena, tal y como lo establecen los modelos estado-dependientes. Se enfatiza el mecanismo por el cual dichos factores pueden ayudar a entender la respuesta de la inflación del INPC ante la importante caída en la demanda agregada observada en fechas recientes.

3. Factores que Afectan la Formación de Precios

3.1. Asimetría en la Respuesta ante Choques de Oferta y Choques de Demanda

Un factor que puede explicar el lento ajuste de la dinámica de la inflación ante la caída de la demanda agregada es el hecho de que las empresas sean más sensibles a las perturbaciones de oferta que a las de demanda. Este resultado se puede deber a que la información concerniente a los costos de las empresas es más fácil de obtener que información relativa a la demanda del producto, por ejemplo porque ésta puede ser más costosa (Bhaduri y Falkinger, 1990). En adición, las empresas pueden reaccionar en menor grado a choques en la demanda del producto debido a que no quieren modificar la relación de largo plazo con sus clientes (Okun, 1981; Rotemberg, 2004).

Esta mayor sensibilidad de las empresas ante choques de oferta parece presentarse en México, al menos en lo que a la industria manufacturera se refiere. En el estudio de Castañón et al. (2008) se señala que 89% de las empresas encuestadas considera un cambio en los costos como un factor relevante para revisar sus precios, mientras que tan sólo el 24% de las empresas manufactureras encuestadas reportan revisar sus precios ante un choque de demanda.

3.2. Asimetría en la Respuesta ante Choques Positivos y Negativos

Otra variable relacionada con la formación de precios necesaria para poder racionalizar la lenta respuesta de los precios ante la actual coyuntura económica es la existencia de asimetrías en el ajuste de los precios que determinan las empresas. En este contexto, Ball y Mankiw (1994) sugieren que, cuando la inflación es positiva, la existencia de “costos de menú” puede conducir a que las empresas estén más dispuestas a ajustar de manera inmediata sus precios al alza ante un choque de oferta positivo, que a disminuirlos ante un choque negativo. La presencia de asimetrías ante choques en los costos de producción es consistente con la evidencia empírica, como documenta Peltzman (2000) para el caso estadounidense. El autor reporta que, tanto en una muestra de precios al consumidor como al productor, los precios analizados responden significativamente más rápido ante un incremento en los costos de los insumos que ante una disminución de estos. Aunque en el largo plazo estas respuestas asimétricas tienden a desaparecer, su efecto llega a perdurar al menos ocho meses después del choque en los costos de producción.

El hecho estilizado encontrado por Peltzman (2000) para el caso estadounidense es consistente con los datos para la economía mexicana, como se desprende de la evidencia presentada por Gagnon (2009). Dicho estudio reporta que en México, cuando la inflación es baja es posible observar tanto disminuciones pequeñas como grandes en los precios. En cambio, las disminuciones en los precios prevalecen en menor medida conforme la inflación aumenta. De hecho, ante niveles inflacionarios altos, la distribución de cambios en precios se encuentra sesgada hacia los incrementos en precios.

3.3. Heterogeneidad en la Frecuencia de Ajuste de Precios entre Sectores

Asociado con el punto anterior, un factor más que podría estar afectando la velocidad de ajuste de la inflación es la heterogeneidad en la frecuencia de ajuste de precios entre sectores. En este sentido, Carvalho (2006) argumenta que la heterogeneidad entre sectores respecto de la frecuencia de ajuste en precios tiene como consecuencia diferencias en la velocidad de ajuste ante diversas perturbaciones. En particular, ante la presencia de complementariedades estratégicas, los sectores con frecuencias de ajuste más lentas tienen un efecto desproporcionado sobre el nivel general de precios.² La racionalidad es que las empresas en sectores con mayor frecuencia de ajuste no querrán establecer precios que se desvíen demasiado del nivel de precios agregado en el futuro, por lo que moderarán sus ajustes. En este mismo sentido, complementariedades estratégicas en presencia de sectores con rigideces a la baja pudieran estar generando asimetrías en la respuesta del nivel agregado de precios ante incrementos o disminuciones de costos.

² Se dice que existen complementariedades estratégicas si entre mayor es el número de personas o empresas que escogen un comportamiento en particular, mayor es el retorno para una persona o empresa en particular de escoger dicho comportamiento.

Las estadísticas de los precios individuales recabadas por Gagnon (2009), así como las respuestas de empresas en la industria manufacturera reportadas por Castañón et al. (2008), revelan la importancia que la heterogeneidad sectorial puede tener sobre la velocidad de ajuste de la inflación en México. En particular, Gagnon (2009) reporta que empresas en la categoría de alimentos y bebidas sin alcohol presentan una frecuencia de cambio en precios de alrededor del 40% en el periodo 2002-2004, mientras que en el mismo periodo, otras categorías tuvieron una frecuencia no mayor al 10% (e.g., hoteles y restaurantes).

3.4. Otros Factores que Pueden Afectar la Formación de Precios

Existen otros factores que, en presencia de poder de mercado y de formación de precios del tipo estado-dependiente, pueden afectar la decisiones sobre precios de las empresas. En particular, es posible que en ciertas industrias las empresas respondan a distintos choques ajustando márgenes distintos a los precios. Por mencionar algunos ejemplos: (a) las empresas podrían reaccionar alterando la calidad de sus productos; (b) las empresas podrían alterar la cantidad del producto para disminuir costos; y (c) las empresas podrían disminuir la variedad de su oferta de productos.

4. Evidencia para el Caso de México

Como se mencionó anteriormente, la información presentada en la Gráfica 1 no ilustra el efecto que cada uno de los tres choques pudiera estar teniendo sobre la inflación, una vez que se controla por el efecto de los otros choques y de otras variables que afectan la evolución de la inflación. Con el fin de analizar el efecto de algunos de estos choques de manera condicionada, se estimó un vector autorregresivo (VAR) para aislar, tanto un choque de demanda, como un choque al tipo de cambio, depurando por la presencia de otros efectos.³

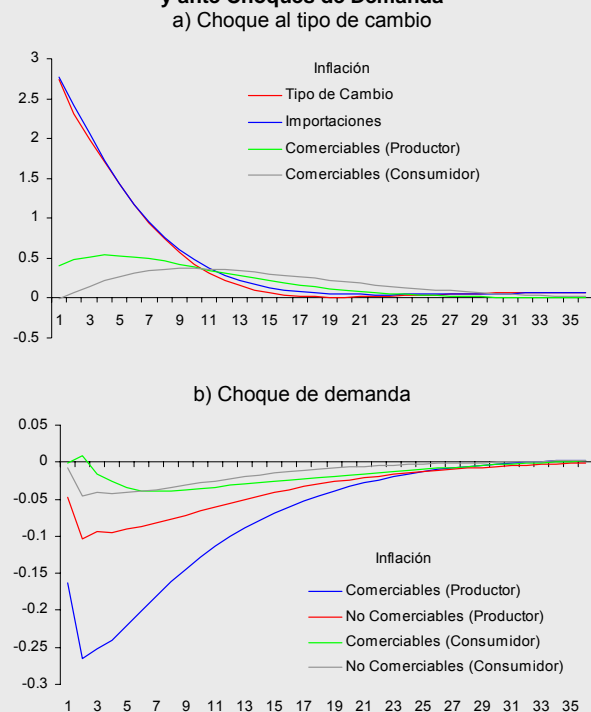
El panel (a) de la Gráfica 2 presenta la respuesta de los precios de las importaciones (en pesos) y de los precios de los comerciables, tanto al productor como al consumidor, ante un choque al tipo de cambio. Cada línea representa la respuesta de la variación anual del índice respectivo ante un choque a la tasa de depreciación anual del tipo de cambio de 3 puntos porcentuales. Se presenta también la respuesta de la tasa de depreciación para efectos comparativos.⁴ En primer lugar, se observa que el traspaso a los precios de las importaciones es completo, mientras que éste va disminuyendo a través de la cadena de producción, hasta llegar mitigado a los precios al consumidor. Sin embargo, el impacto sobre estos últimos es todavía significativo. Estos resultados indican que, en efecto, las empresas responden ante choques al tipo de cambio, y que posiblemente existe poder de mercado a lo largo de la cadena de producción. También parecen indicar que los precios al

³ El VAR incluye, en este orden, al IGAE, la tasa de interés de CETES a 28 días, el tipo de cambio peso-dólar, y diferentes índices de precios (importaciones y exportaciones –en pesos–, comerciables productor, no comerciables productor, comerciables consumidor, no comerciables consumidor, administrados y concertados y salarios). Como variables exógenas se consideró a la producción industrial, la tasa de bonos del Tesoro a tres meses, y el índice de precios al consumidor, todas de Estados Unidos, así como el índice de precios internacionales de las materias primas del FMI. Todas las variables en tasa de crecimiento anual. El mecanismo para identificar los choques es recursivo. Los resultados presentados son robustos a diferentes ordenamientos que identifican choques de tipo de cambio y de demanda. El criterio de información BIC determinó que un rezago capturaba adecuadamente la dinámica del sistema. Los datos utilizados van de enero de 1997 a julio de 2009. Para un VAR similar aplicado a países desarrollados ver Choudhri et al. (2005).

⁴ El choque es de una desviación estándar de la tasa de depreciación. Todas las respuestas mostradas en este panel (a) son estadísticamente significativas a niveles convencionales.

consumidor de los bienes “comerciables” pueden requerir de una parte importante de bienes no comerciables para hacerlos llegar al consumidor final (por ejemplo transporte o mano de obra).

Gráfica 2
Respuestas de la Inflación ante Choques al Tipo de Cambio y ante Choques de Demanda



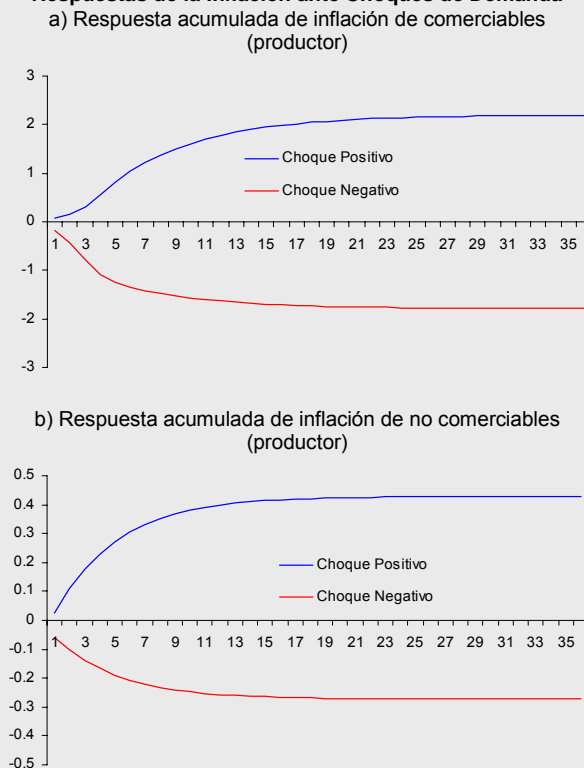
Por otro lado, el panel (b) de la misma Gráfica 2 presenta la respuesta de los precios de los comerciables y de los no comerciables, tanto al productor como al consumidor, ante un choque de demanda. Cada línea representa la respuesta de la variación anual del índice respectivo ante un choque a la tasa de crecimiento anual del IGAE de -1.75 puntos porcentuales.⁵ En primer lugar, se observa que el efecto sobre los precios del productor es mayor que el de los precios al consumidor, lo que es indicativo también de cierto poder de mercado en la cadena de producción. En segundo lugar, las respuestas de los precios a los consumidores no resultaron estadísticamente significativas a niveles convencionales. Sin embargo, es importante aclarar que las respuestas estimadas son económicamente significativas, aunque menores a lo que podría esperarse de acuerdo con modelos convencionales de formación de precios (e.g., Curva de Phillips). Por ejemplo, la repuesta estimada para la inflación de los precios de no comerciables al consumidor implica que una caída de 10 puntos porcentuales en el IGAE podría resultar en una caída acumulada de 2.8 puntos porcentuales en dicho índice.

En conjunto, los resultados anteriores indican que los precios al consumidor en México efectivamente parecen responder en mayor medida a choques de oferta que a choques de demanda.

El mismo VAR se utilizó también para investigar la posibilidad de respuestas asimétricas ante choques positivos y negativos.

Únicamente se encontró evidencia de asimetrías en las respuestas de los precios productor ante choques de demanda. Las respuestas se ilustran en la Gráfica 3. En este caso se presentan las respuestas acumuladas, por lo que pueden interpretarse como la respuesta de los precios y no de la inflación anual. En todos los casos el choque corresponde a 1.75 puntos porcentuales de la tasa de crecimiento del IGAE (-1.75 para el choque negativo). En la Gráfica 3 se aprecia claramente que la respuesta ante choques positivos es mayor que la respuesta a choques negativos, lo que puede incidir directamente en la rigidez a la baja de la inflación ante el actual choque negativo en la demanda agregada. En todos los casos, las respuestas son estadísticamente significativas a niveles convencionales.

Gráfica 3
Respuestas de la Inflación ante Choques de Demanda



5. Consideraciones sobre la Medición de los Índices de Precios

Durante las distintas fases del ciclo económico, es previsible que prestadores de servicios que ostentan cierto poder de mercado establezcan (o modifiquen) esquemas de discriminación de precios. Así, durante un periodo recesivo es común que oferentes de servicios (e.g., educación, medicina o transporte) reduzcan el precio que cobran a cierto grupo particular. No obstante, los menores precios disponibles a un grupo limitado de personas u hogares resultan casi imposible de capturar en la práctica, ya que éstos en la mayoría de los casos sólo se dan a conocer a los receptores (e.g., becas de colegiaturas en un colegio privado, o consultas médicas telefónicas sin cargo). En este sentido, las mejores prácticas sobre compilación de índices

⁵ El choque es de una desviación estándar de la tasa de crecimiento anual del IGAE. Las únicas respuestas de este panel (b) que son estadísticamente significativas a niveles convencionales son las de los precios al productor.

de precios sugieren que estos descuentos no sean considerados en la estadística.⁶

Asimismo, durante episodios recesivos, los minoristas frecuentemente ofrecen descuentos en vez de disminuir sus precios. Esto puede deberse, en parte, a que de esta manera resulta más sencillo restablecer el precio efectivo anterior cuando mejoran las condiciones económicas. En los casos en que los referidos descuentos se ofrecen de manera generalizada sin ninguna condicionante, esto se captura en las estadísticas de precios. Sin embargo, las mejores prácticas indican que los descuentos condicionados (e.g., descuentos que aplican en la compra mínima de 2 unidades) no deben considerarse en la compilación de los índices de precios. Esta práctica obedece principalmente a la dificultad para lograr identificar la proporción de consumidores que pueden beneficiarse con el descuento. Esta proporción puede verse afectada por las restricciones que enfrenta el consumidor para beneficiarse del descuento (e.g. restricciones de liquidez o falta de un medio específico de pago al que aplica el descuento), o bien debido a que la condicionante ligada al descuento puede impedir al consumidor alcanzar un mayor nivel de satisfacción con su compra.

Por tanto, es posible que en la actual fase del ciclo económico, la evolución de las estadísticas de precios no refleje en su totalidad la disminución en la tasa de crecimiento del costo de la vida que están experimentando los segmentos de la población receptores de descuentos particulares.

6. Conclusiones

En los últimos meses, la inflación en México ha estado afectada por tres choques. Dos choques de costos y uno de demanda. Uno de los choques de costos genera presiones inflacionarias, mientras que los otros tienden a presionar a la baja a la inflación. Sin embargo, la inflación parece estar respondiendo con lentitud al choque de demanda, lo que llama la atención debido a la magnitud de la contracción en la demanda agregada.

En este recuadro se han revisado algunas de las posibles explicaciones. En presencia de poder de mercado y de formación de precios estado-dependiente, que posiblemente se detona debido a la magnitud de las perturbaciones a pesar de estar en un ambiente de inflación relativamente baja, hay varias reacciones de las empresas que son congruentes con la dinámica observada de la inflación. Algunas empresas en México parecen tener una mayor respuesta ante choques de oferta que ante choques de demanda. De la misma manera, algunas empresas parecen ser más sensibles ante choques que las lleven a aumentar sus precios que ante choques que las

lleven a reducirlos. Otro factor que puede incidir en este comportamiento es la heterogeneidad en la frecuencia de ajuste de precios entre sectores, ya que los sectores que modifican sus precios con menor frecuencia pudieran estar sobre-representados. Asimismo, dadas las estructuras de mercado, podría ocurrir que algunas empresas prefieran lidiar con los distintos choques ajustando márgenes distintos a los precios, por ejemplo, cantidad, calidad o variedad de sus productos o servicios.

Finalmente, es posible que dada la fase actual del ciclo económico, ciertos segmentos de usuarios de servicios hayan obtenido descuentos particulares que no han sido capturados por las estadísticas. Esto último, como consecuencia de la aplicación de las mejores prácticas empleadas para tratar casos de discriminación de precios en la compilación de índices de precios.

Referencias

- Ball, L. y Mankiw, N.G., (1994), "Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations", *The Economic Journal*, Vol. 104, 423, 247-261.
- Barro, R., (1972), "A Theory of Monopolistic Price Adjustment", *Review of Economic Studies*, 39, 17-26.
- Bhaduri, A. y Falkinger J., (1990), "Optimal Price Adjustment under Imperfect Information", *European Economic Review*, Vol. 34, 941-952.
- Bils, M. y Klenow, P., (2002), "Some Evidence on the Importance of Sticky Prices", *Journal of Political Economy*, 112, 947-985.
- Calvo, G., (1983), "Staggered Prices in a Utility-Maximizing Framework", *Journal of Monetary Economics*, 12, 383-298.
- Carvalho, C., (2006), "Heterogeneity in Price Stickiness and the Real Effects of Monetary Policy Shocks", *Frontiers of Macroeconomics*, 2(1). Berkeley Electronic Press.
- Castañón, V., Murillo, J. A. y Salas, J., (2008), "Formación de Precios en la Industria Manufacturera de México", *El Trimestre Económico*, Vol. LXXV, Núm. 297, 143-181.
- Choudhri, E. U., Faruquee, H. y Hakura, D. S., (2005) "Explaining the Exchange Rate Pass-Through in Different prices", *Journal of International Economics*, 65, 349-374.
- Gagnon, E., (2009), "Price Setting During Low and High Inflation: Evidence from Mexico", *The Quarterly Journal Of Economics*, Vol. 124, 3, 1221-1263.
- Klenow, P. y Kryvtsov, O., (2008), "State-Dependent or Time-Dependent Pricing: Does it Matter for Recent U.S. Inflation?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 123, 3, 863-903.
- Okun, A.M., (1981), "Prices and Quantities: A macroeconomic Analysis", Washington, The Brookings Institution.
- Peltzman, S., (2000), "Prices Rise Faster than They Fall", *The Journal of Political Economy*, Vol. 108, 3, 466-502.
- Rotemberg, Julio J., (2004), "Fair Pricing", NBER Working Paper, W10915.
- Taylor, J.B., (1980), "Aggregate Dynamics and Staggered Contracts", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, 1, 1-23.

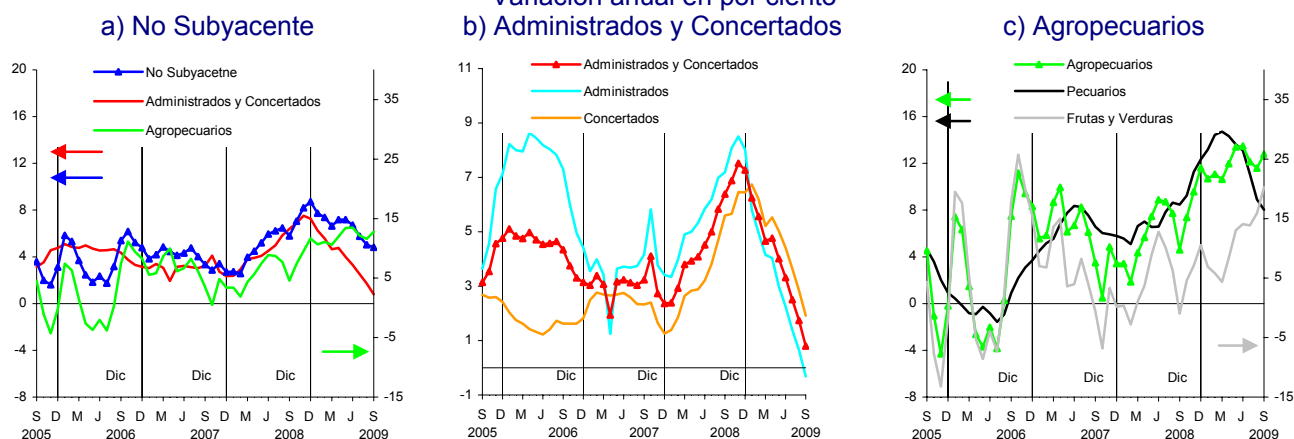
⁶ Véase *Consumer Price Index Manual: Theory and Practice* (2004), editado por OIT, FMI, OCDE, Eurostat, ONU y Banco Mundial (Capítulo 6, p. 92).

La caída en la inflación del subíndice de precios subyacente de las mercancías que ocurrió durante el periodo de análisis también fue influida, aunque en menor medida, por la baja que registró la tasa de crecimiento de los precios del grupo de otras mercancías. Al respecto, la variación anual del grupo referido disminuyó de 6 por ciento en junio a 5.88 por ciento en septiembre. Si bien esta reducción todavía es incipiente y relativamente pequeña, sugiere que la mayor parte del traspaso a precios del ajuste cambiario que tuvo lugar en 2008 se ha absorbido. Ello concuerda con la evidencia que se recopiló en la encuesta que se reportó en el Informe sobre la Inflación del trimestre anterior y con las proyecciones contenidas en dicho documento.

La inflación de los tres grupos que conforman al subíndice de precios subyacente de los servicios disminuyó entre junio y septiembre de 2009. Al cierre del tercer trimestre, las variaciones anuales de los grupos de la vivienda, de la educación y del resto de los servicios fueron respectivamente 2.97, 4.13 y 4.01 por ciento, mientras que en junio estas cifras fueron 3.22, 5.67 y 4.24 por ciento. La dinámica de desinflación que han registrado estos tres grupos es atribuible, en lo principal, a la holgura que ha prevalecido en la actividad económica en México.

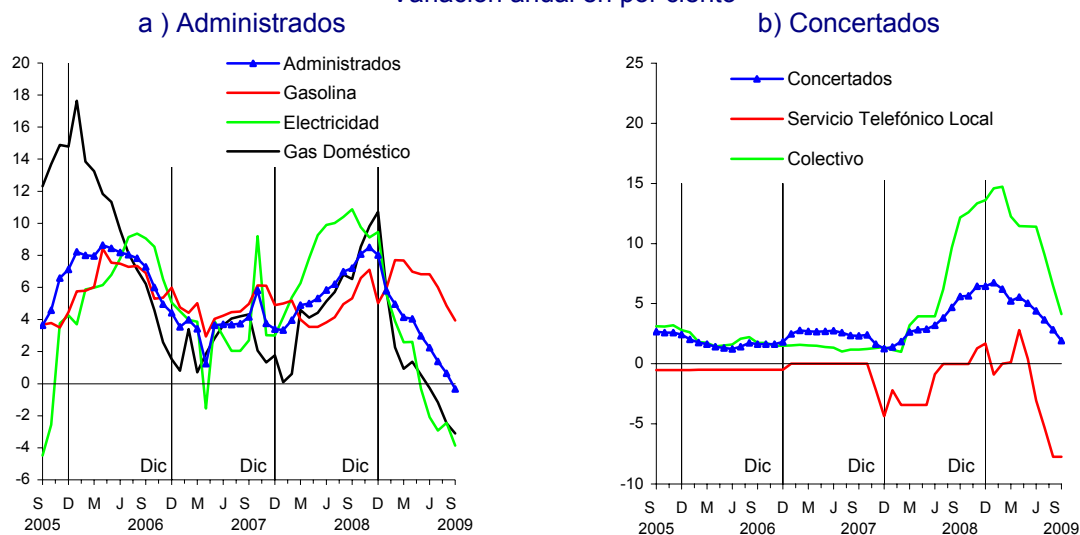
En lo que respecta al componente no subyacente, el menor ritmo de crecimiento que exhibieron durante el tercer trimestre de 2009 los precios de los bienes y servicios administrados y concertados fue producto de tres factores principales: primero, el congelamiento de los precios de las gasolinas en las localidades del interior del país, y en toda la República Mexicana una reducción en los precios del gas licuado, del gas natural y de las tarifas eléctricas de alto consumo (congelando además los precios del primero de estos energéticos); segundo, la no recurrencia de alzas significativas en los precios del transporte público (el año previo se registraron alzas considerables en localidades con una ponderación elevada en el INPC, como es el caso del Área Metropolitana de la Ciudad de México); y tercero, la ocurrencia de descuentos importantes en los precios de la telefonía móvil que se reflejaron en el genérico de servicio telefónico local (Gráfica 4 y Gráfica 5).

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



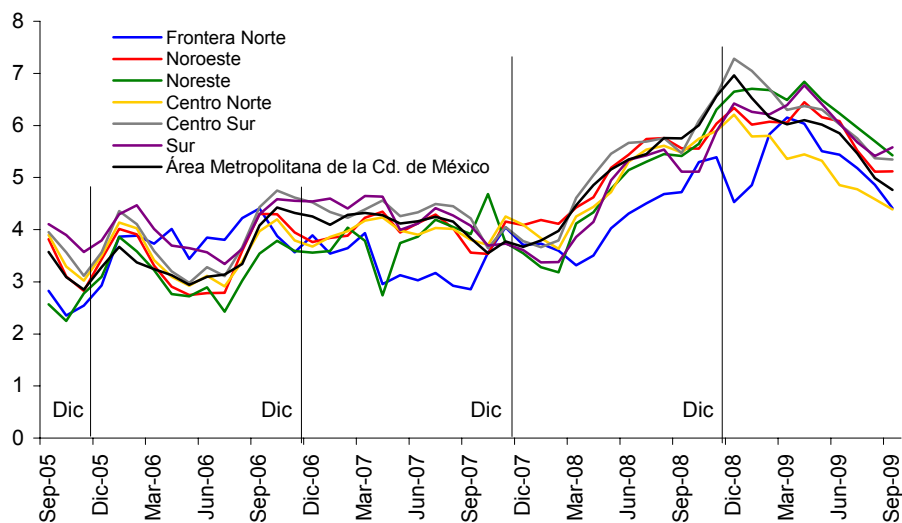
La variación anual del subíndice de precios de los productos agropecuarios disminuyó entre junio y septiembre de 2009 debido, en lo principal, al desvanecimiento parcial de las perturbaciones de oferta que se presentaron tanto el año previo como al inicio del 2009, incidiendo sobre la evolución de las cotizaciones de los productos pecuarios. Así, la inflación anual de este último grupo pasó de 13.09 a 8.03 por ciento en el lapso referido. Lo anterior se vio parcialmente contrarrestado por el comportamiento de los precios del grupo de las frutas y hortalizas, ya que su tasa de crecimiento pasó de 14.08 a 20.28 por ciento (Cuadro 1). Es pertinente señalar que la alta volatilidad de las cotizaciones de las frutas y hortalizas principalmente es consecuencia de una oferta extremadamente dependiente de las condiciones climáticas; las que a la vez son muy cambiantes, por lo que las fluctuaciones de este indicador en gran medida implican presiones transitorias sobre la inflación.

Gráfica 5
Subíndice de Precios Administrados y Concertados
Variación anual en por ciento



Finalmente, en lo que concierne al desempeño de la inflación a nivel regional, durante el tercer trimestre de 2009 se observó una trayectoria descendente generalizada en todo el país. Destaca el menor ritmo de crecimiento de los precios en las localidades de las regiones del centro norte y de la frontera norte (Gráfica 6).¹ En particular, en septiembre de 2009, la inflación anual en dichas regiones fue respectivamente de 4.39 y 4.41 por ciento (al finalizar el trimestre previo estos datos fueron 4.96 y 5.44 por ciento).

Gráfica 6
Índices Regionales de Precios al Consumidor
Variación anual en por ciento



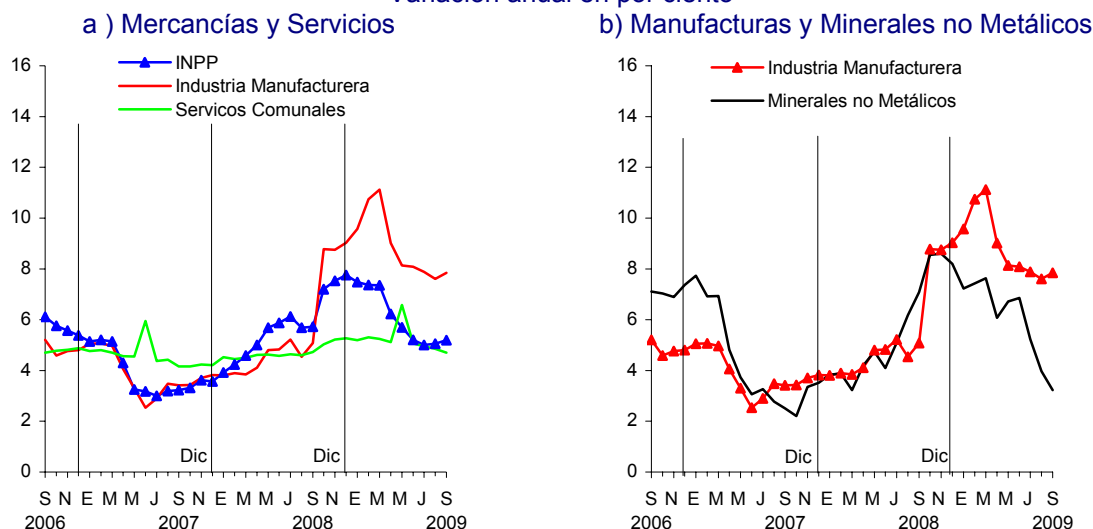
Fuente: Banco de México.

¹ El índice de precios de la frontera norte considera información de Tijuana, Cd. Juárez, Mexicali, La Paz, Matamoros y Cd. Acuña. El índice correspondiente al centro norte lo componen Guadalajara, León, San Luis Potosí, Aguascalientes, Querétaro, Morelia, Colima, Cortazar, Jacon y Tepatitlán.

2.2. Índice Nacional de Precios Productor

En septiembre de 2009, el Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, registró una variación anual de 5.19 por ciento (en junio fue 5.21 por ciento, Gráfica 7a). Destacó que los servicios de análisis de sistemas y procesamiento informático, y de abogados fueron los que más disminuyeron la tasa de variación anual de sus honorarios dentro de la agrupación de servicios comunales, sociales y personales. En lo que respecta a los precios de la industria manufacturera, sobresalió la disminución en la tasa de variación anual de las cotizaciones de los minerales no metálicos como el cemento y los envases de vidrio (Gráfica 7b).

Gráfica 7
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo
Variación anual en por ciento



2.3. Salarios

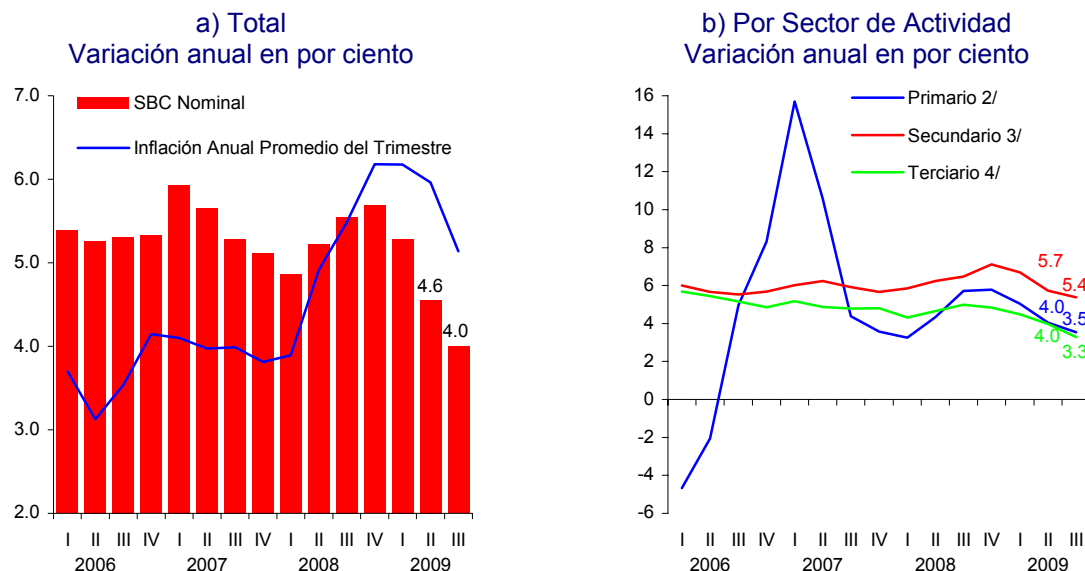
Durante el tercer trimestre de 2009, tanto el salario base de cotización al IMSS como el salario contractual de empresas de jurisdicción federal registraron, en promedio, una disminución en su ritmo de crecimiento. Esta desaceleración obedeció al comportamiento de las remuneraciones de los trabajadores del sector privado.²

El salario base de cotización al IMSS registró una variación promedio anual de 4.0 por ciento en el tercer trimestre del año, mientras que el crecimiento alcanzado en el periodo previo fue 4.6 por ciento. Este indicador salarial registró bajas en los sectores primario, secundario y terciario. Al respecto, destacó el

² El salario base de cotización 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 resulta apropiado efectuar dicho análisis en periodos anuales comparables.

último sector referido, alcanzando un incremento anual de 3.3 por ciento en el trimestre analizado (la cifra comparable del trimestre previo fue 4.0 por ciento, Gráfica 8 y Cuadro 2).

Gráfica 8
Salario Base de Cotización al IMSS ^{1/}



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

1/ Este indicador considera a los trabajadores afiliados al IMSS. Cobertura: 13.8 millones de trabajadores en promedio durante los primeros nueve meses de 2009, lo que corresponde a 32 por ciento del personal ocupado remunerado total.

2/ Incluye agricultura, ganadería, silvicultura, pesca y caza (2.9 por ciento de los trabajadores).

3/ Incluye a las industrias extractiva, eléctrica y manufacturera, así como al sector construcción (37.6 por ciento de los trabajadores).

4/ Incluye a los sectores comercio y servicios (59.5 por ciento de los trabajadores).

Cuadro 2
Salario Base de Cotización al IMSS
Variación anual en por ciento

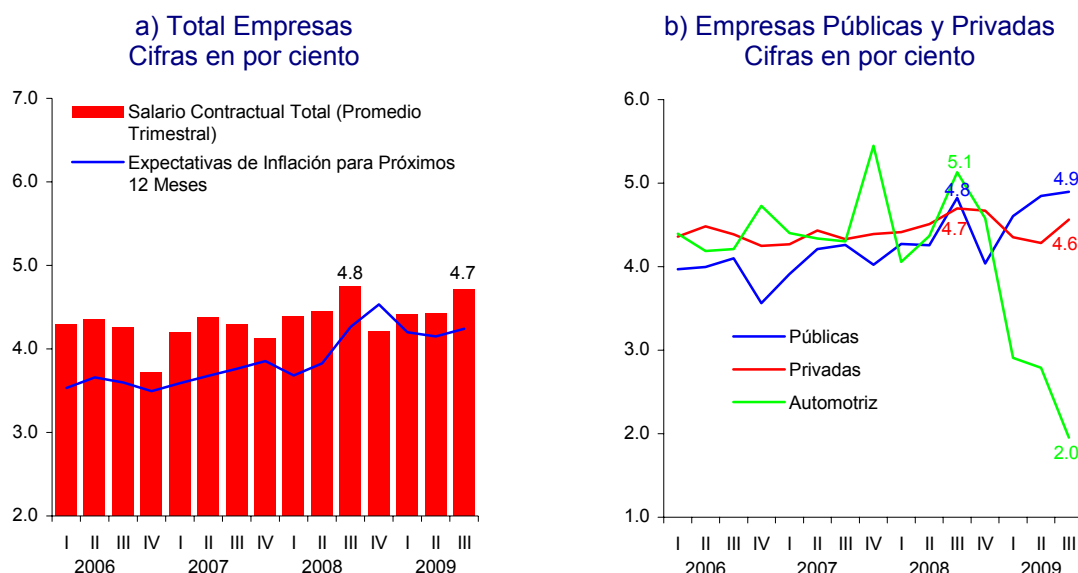
	2008					2009		
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II	III
Total	4.9	5.2	5.6	5.7	5.3	5.3	4.6	4.0
Sector Primario	3.3	4.3	5.7	5.8	4.8	5.0	4.0	3.5
Agricultura, Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca	3.3	4.3	5.7	5.8	4.8	5.0	4.0	3.5
Sector Secundario	5.8	6.2	6.5	7.1	6.4	6.7	5.7	5.4
Industria Extractiva	10.6	11.7	11.6	12.8	11.7	14.5	14.9	15.3
Industria de la Transformación	6.0	6.4	6.5	7.1	6.5	6.5	5.1	4.7
Industria de la Construcción	5.3	5.1	5.4	5.8	5.4	4.2	3.7	2.7
Ind. Eléctrica y Suministro de Agua Potable	5.1	6.7	6.8	5.4	6.0	5.5	4.8	5.7
Sector Terciario	4.3	4.7	5.0	4.8	4.7	4.5	4.0	3.3
Comercio	3.7	5.0	5.6	5.9	5.1	5.4	3.9	3.5
Transportes y Comunicaciones	3.3	4.0	3.9	4.5	3.9	4.5	4.0	3.9
Servicios para Empresas, Personas y Hogares	4.8	4.4	4.6	4.0	4.4	3.4	3.6	2.5
Servicios Sociales y Comunes	5.3	5.7	6.1	6.0	5.8	6.5	5.9	5.1

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

Por su parte, el incremento promedio al salario nominal, acordado en las revisiones contractuales de los trabajadores de empresas de jurisdicción federal, fue 4.7 por ciento durante el periodo julio – septiembre de 2009. Ello resultó 0.1 puntos porcentuales menor al reportado durante el mismo trimestre del

año anterior. Por tipo de propiedad de las empresas, la mayor alza se acordó en el sector público, 4.9 por ciento, mientras que el dato comparable del año anterior fue 4.8 por ciento. Este resultado se explica, fundamentalmente, por la revisión salarial del sector hidrocarburos. Por su parte, los trabajadores de las empresas privadas negociaron un aumento de 4.6 por ciento durante el periodo referido, mientras que el dato correspondiente al año previo se ubicó en 4.7 por ciento. Conviene mencionar que el sector automotriz y de autopartes destacó por la magnitud de su desaceleración (Gráfica 9). Cabe señalar que durante el trimestre que se analiza las empresas privadas revisaron su salario en los niveles extremos de la distribución (Cuadro 3).

Gráfica 9
Salario Contractual ^{1/}



Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de la STPS.

1/ En este dato se incluyen las negociaciones salariales que se efectuaron en empresas de jurisdicción federal. Cobertura: 1.9 millones de trabajadores durante 2008, lo que corresponde a 4.7 por ciento del personal ocupado remunerado total de dicho año.

Cuadro 3
Revisiones del Salario Contractual por Intervalo de Incremento en Empresas Privadas
Distribución en por ciento

Intervalo de Incremento	2008					2009		
	I	II	III	IV	Prom	I	II	III
Según el número de trabajadores beneficiados								
0.0 - 2.9%	2.1	1.7	2.5	2.6	2.1	9.7	12.7	15.9
3.0 - 5.9%	92.9	91.0	90.1	90.9	91.5	83.5	81.0	67.1
6.0 - 7.9%	3.2	5.9	5.2	5.4	4.7	5.7	4.4	9.3
8.0 y más	1.9	1.4	2.2	1.1	1.7	1.1	1.9	7.7

Fuente: Cálculos elaborados por el Banco de México con información de la STPS.

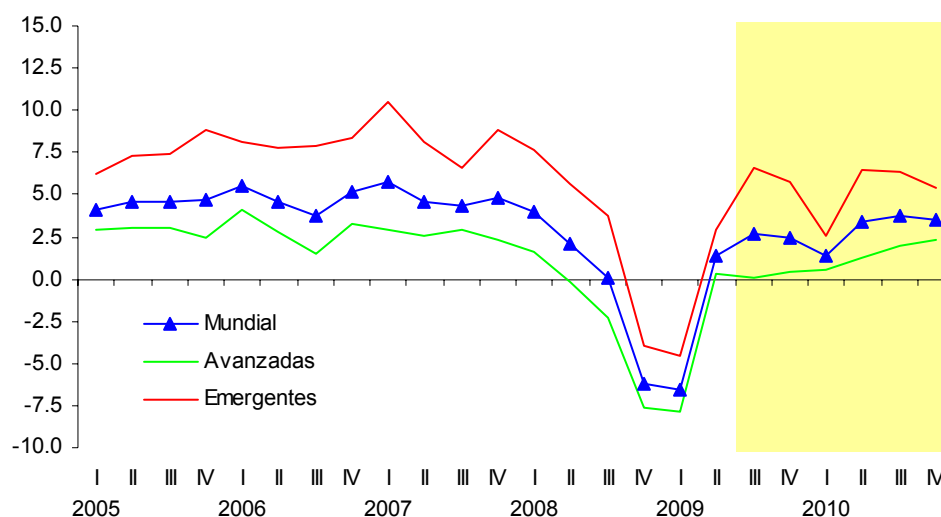
3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Condiciones Externas

3.1.1. Actividad Económica Global

Después de contraerse fuertemente en el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, la actividad económica mundial registró una recuperación en el segundo trimestre de este año (Gráfica 10), que parece haberse fortalecido en el periodo julio-septiembre. A ello han contribuido de manera importante los estímulos fiscales y monetarios puestos en marcha en diversos países avanzados y emergentes. Si bien se observa un crecimiento generalizado, la recuperación se ha dado con más vigor en las economías emergentes, sobre todo de Asia.

Gráfica 10
Crecimiento Mundial por Grupos de Economías
Variación trimestral anualizada, en por ciento



Fuente: IMF.

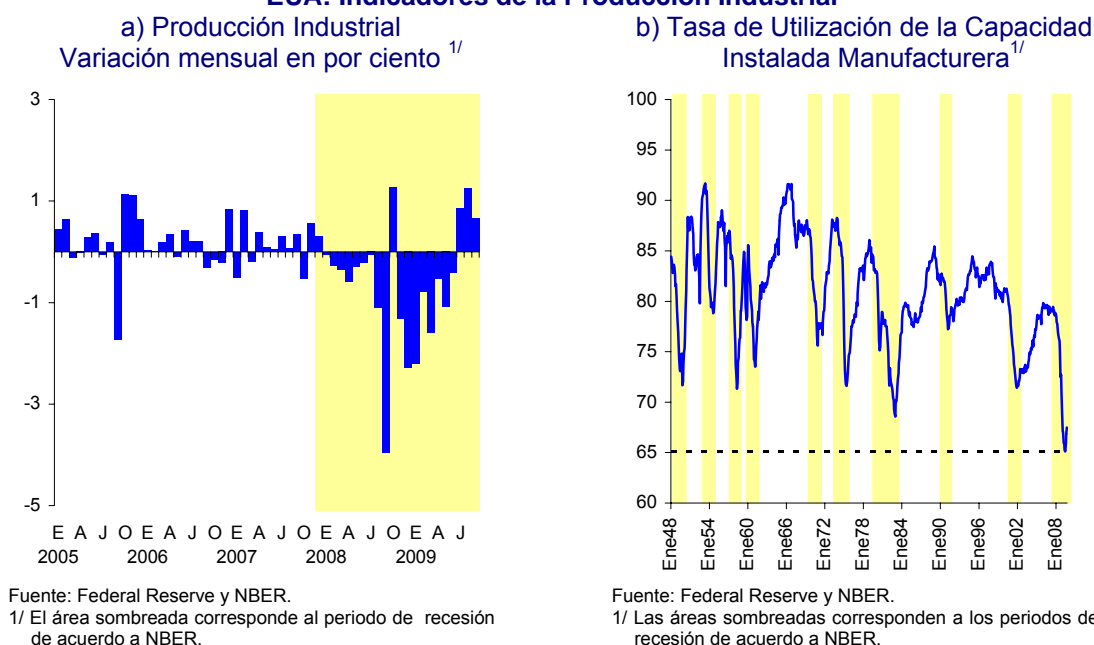
La economía de Estados Unidos disminuyó 0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el segundo trimestre de 2009 (3.8 por ciento en relación al mismo trimestre del año anterior), una mejoría significativa respecto a la caída de 6.4 por ciento observada en el primer trimestre (-3.3 por ciento a tasa anual). La menor debilidad en ese lapso obedeció fundamentalmente a una moderación en el ritmo de contracción de la inversión, particularmente en equipo y software, y a la contribución positiva del gasto público y las exportaciones netas.

La información más reciente sugiere que la actividad económica dejó de contraerse durante el tercer trimestre, dejando atrás la recesión más prolongada y profunda de la etapa de la posguerra. El consumo mostró un repunte influido, en parte, por los estímulos fiscales, la mejoría de la confianza de los consumidores y los efectos temporales de programas sectoriales. Además, los indicios del comienzo de una recuperación en el sector inmobiliario se multiplicaron y la

variación de inventarios habría dejado de representar un lastre para el crecimiento durante el periodo julio-septiembre.

Por el lado de la oferta también existe evidencia de que la recesión llegó a su fin hacia mediados del año. En particular, la producción industrial se expandió fuertemente en el tercer trimestre, después de haber caído significativamente en los pasados cinco trimestres.³ A ello contribuyeron la efectividad del programa de subsidios para la compra de automóviles nuevos para sustituir vehículos contaminantes (“Car Allowance Rebate System”, también conocido como “Cash for Clunkers”) y los esfuerzos de reposición de inventarios. Así, la utilización de la capacidad instalada repuntó desde el mínimo histórico alcanzado al final del trimestre anterior (Gráfica 11).

Gráfica 11
EUA: Indicadores de la Producción Industrial



Las medidas de apoyo fiscal y monetario, la mejora de las condiciones financieras y cierta recuperación de la confianza de empresas y consumidores, han propiciado un ajuste al alza de los pronósticos para el crecimiento del PIB en el tercer y cuarto trimestres de 2009. No obstante lo anterior, la economía se mantiene débil, como lo refleja el hecho de que los principales indicadores macroeconómicos siguen mostrando caídas significativas a tasa anual. Además, se espera que la recuperación sea más lenta que en fases cíclicas previas, en virtud de los elevados niveles de endeudamiento de las familias, el fuerte descenso de la riqueza de los hogares y la necesidad de fortalecer los balances de numerosas empresas e instituciones financieras, entre otros factores. En efecto, la evidencia empírica muestra que los procesos de recuperación son más prolongados en aquellos casos en los que el debilitamiento de la economía es acompañado de una crisis financiera. También es importante señalar que la recuperación no está exenta de riesgos. Aunque la situación del sistema financiero ha mejorado, todavía está lejos de regresar a una situación de

³ Este indicador creció a una tasa trimestral anualizada de 5.2 por ciento en el tercer trimestre, lo que se compara con caídas de 19.0 y 10.3 por ciento en los primeros dos trimestres del año, respectivamente.

normalidad. Asimismo, las autoridades deberán poner en marcha una estrategia para revertir las medidas de estímulo fiscal y monetario, de tal manera que no impliquen un nuevo brote inflacionario o un freno a la expansión.

La actividad económica en la zona del euro y Japón también mostró una mejoría durante el segundo trimestre. El PIB de la eurozona se contrajo 0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada (-4.8 por ciento a tasa anual), lo que se compara favorablemente con la caída de 9.6 por ciento observada en el periodo enero-marzo (-4.9 por ciento a tasa anual). Los indicadores disponibles para el tercer trimestre, particularmente los índices de confianza y los de gerentes de compras, muestran una mejora adicional, si bien se mantienen en niveles deprimidos. En Japón, durante el segundo trimestre el PIB registró un crecimiento de 2.3 por ciento a tasa trimestral anualizada (-7.2 por ciento a tasa anual), que interrumpió una serie de cuatro caídas consecutivas. Para el tercer trimestre, los índices de actividad sectorial, el índice de confianza empresarial Tankan y la producción industrial sugieren que la recuperación continuó. En contraste, la economía del Reino Unido se contrajo por sexta ocasión consecutiva en el tercer trimestre, aunque a una tasa más moderada que en trimestres previos.

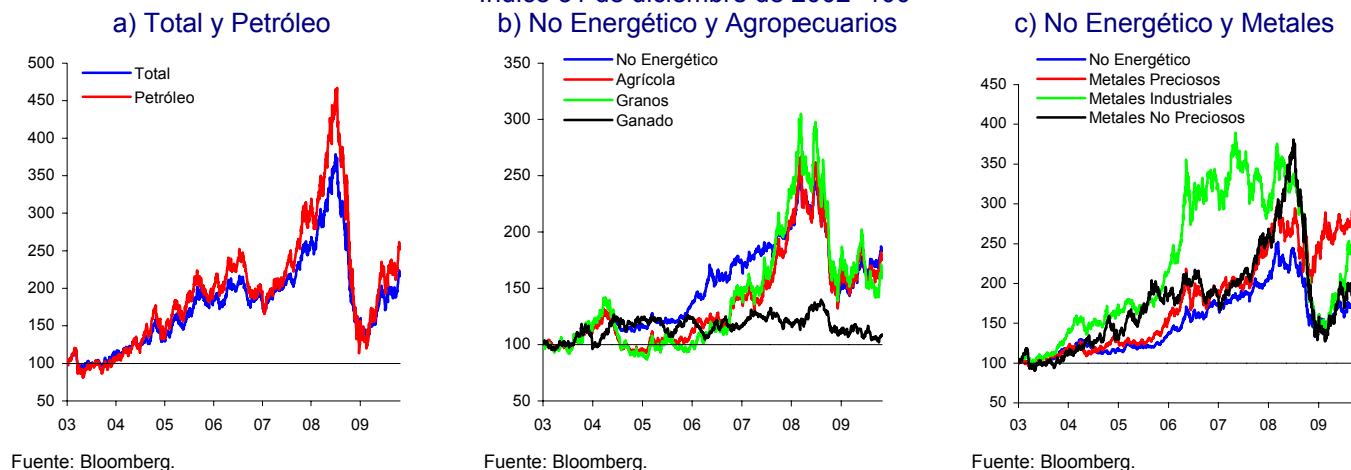
Durante los últimos meses, el ritmo de crecimiento en las economías emergentes ha sido mayor que en las avanzadas. La demanda interna en algunas de estas economías, particularmente China e India, ha sido impulsada por los importantes estímulos fiscales y monetarios implementados por las autoridades. Además, muchas economías se han beneficiado del repunte de los precios de los productos primarios. En China, el fortalecimiento de la actividad económica continuó durante el tercer trimestre, al expandirse el PIB a una tasa anual de 8.9 por ciento, un punto porcentual por encima del crecimiento registrado en abril-junio. En la India, los indicadores oportunos también apuntan a un mayor dinamismo de la actividad económica en el tercer trimestre: el crecimiento anual de la producción industrial aumentó de una cifra promedio de 3.8 por ciento en el segundo trimestre a 10.4 por ciento en agosto. Por su parte, la actividad económica en Rusia está mostrando menor debilidad: el PIB disminuyó 9.4 por ciento en el periodo julio-septiembre a tasa anual, luego de una contracción de 10.9 por ciento en el periodo abril-junio.

En América Latina, algunos países iniciaron un proceso de recuperación de su actividad económica en el segundo trimestre del año, que parece haberse generalizando en el tercero. El FMI anticipa una caída en el PIB real de América Latina de 2.5 por ciento en 2009, reflejando, fundamentalmente, la debilidad en la primera mitad del año.

3.1.2. Precios de las Materias Primas

Después del auge observado en el segundo trimestre de 2009, los precios de las materias primas mostraron en general cierta tendencia a estabilizarse en el tercero, aunque con diferencias entre los distintos productos, entre otros motivos, al no percibirse una recuperación significativa de la demanda que redujera los niveles de inventarios (Gráfica 12). Durante el mes de octubre, los precios de varias materias primas, en particular las energéticas, los granos y los metales, repuntaron debido a un aumento del apetito por riesgo, revisiones a las proyecciones de demanda, bajos niveles de inventarios y el debilitamiento del dólar.

Gráfica 12
Precios de Productos Primarios
Índice 31 de diciembre de 2002=100

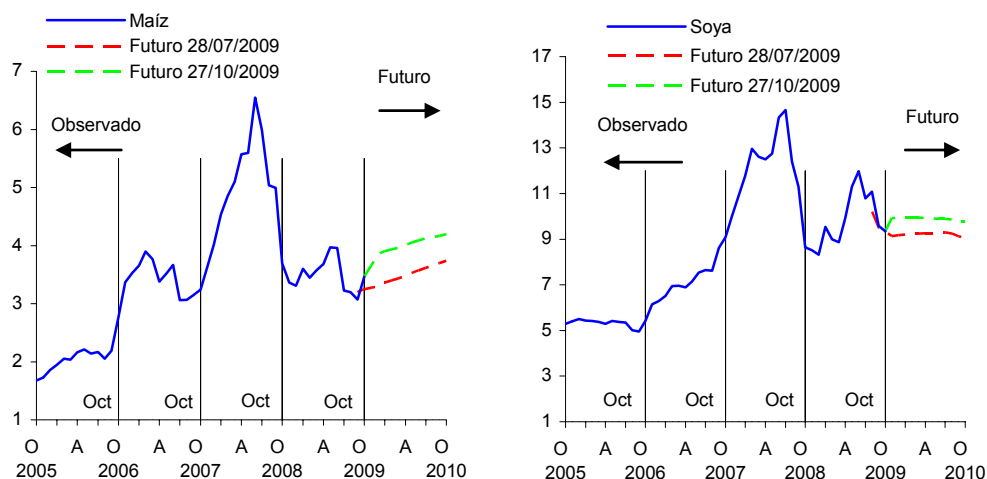


3.1.2.1. Materias Primas Alimenticias

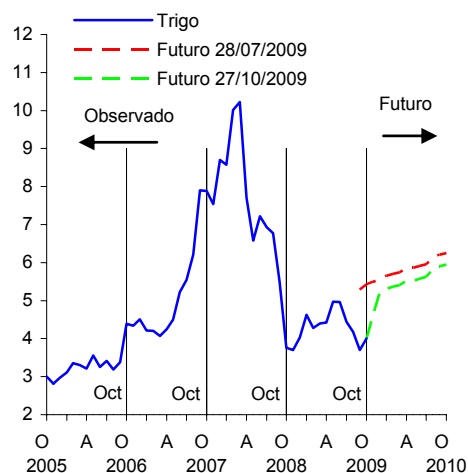
Las cotizaciones internacionales de los principales granos presentaron una trayectoria descendente durante el tercer trimestre de 2009, motivada por condiciones climáticas favorables que permitieron buenas cosechas en importantes países productores. De esta manera, entre junio y septiembre, los precios internacionales del maíz, de la soya, del trigo y del arroz tuvieron variaciones de -22.4, -20.0, -25.4 y -4.8 por ciento, respectivamente. Esta tendencia se revirtió parcialmente durante el mes de octubre. Se espera que las cotizaciones de varias de estas materias primas continúen aumentando en los próximos meses (Gráfica 13).

La baja en las cotizaciones internacionales de los granos ha atenuado la presión de costos para la cría de ganado vacuno, lo que aunado a una demanda deprimida provocaron que la cotización internacional de este cárnico presentara un movimiento lateral en el tercer trimestre de 2009; así, entre junio y septiembre, su precio mostró una variación de 0.3 por ciento. El precio internacional de la carne de cerdo mantuvo una estabilidad relativa en el primer semestre de 2009; sin embargo, en el tercer trimestre del año, un aumento en la producción de este producto en un entorno recesivo, dio lugar a que su cotización se redujera 12.2 por ciento entre junio y septiembre.

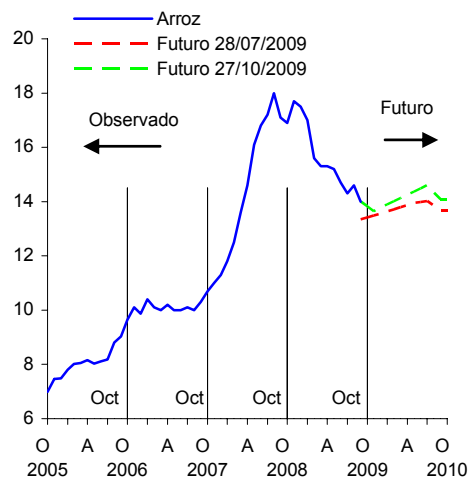
Gráfica 13
Precios Internacionales y a Futuro de los Granos ^{1/}
a) Maíz b) Soya



c) Trigo



d) Arroz ^{2/}



Fuente: United States Department of Agriculture (USDA) y Chicago Board of Trade (CBT).

^{1/} Dólares por bushel.

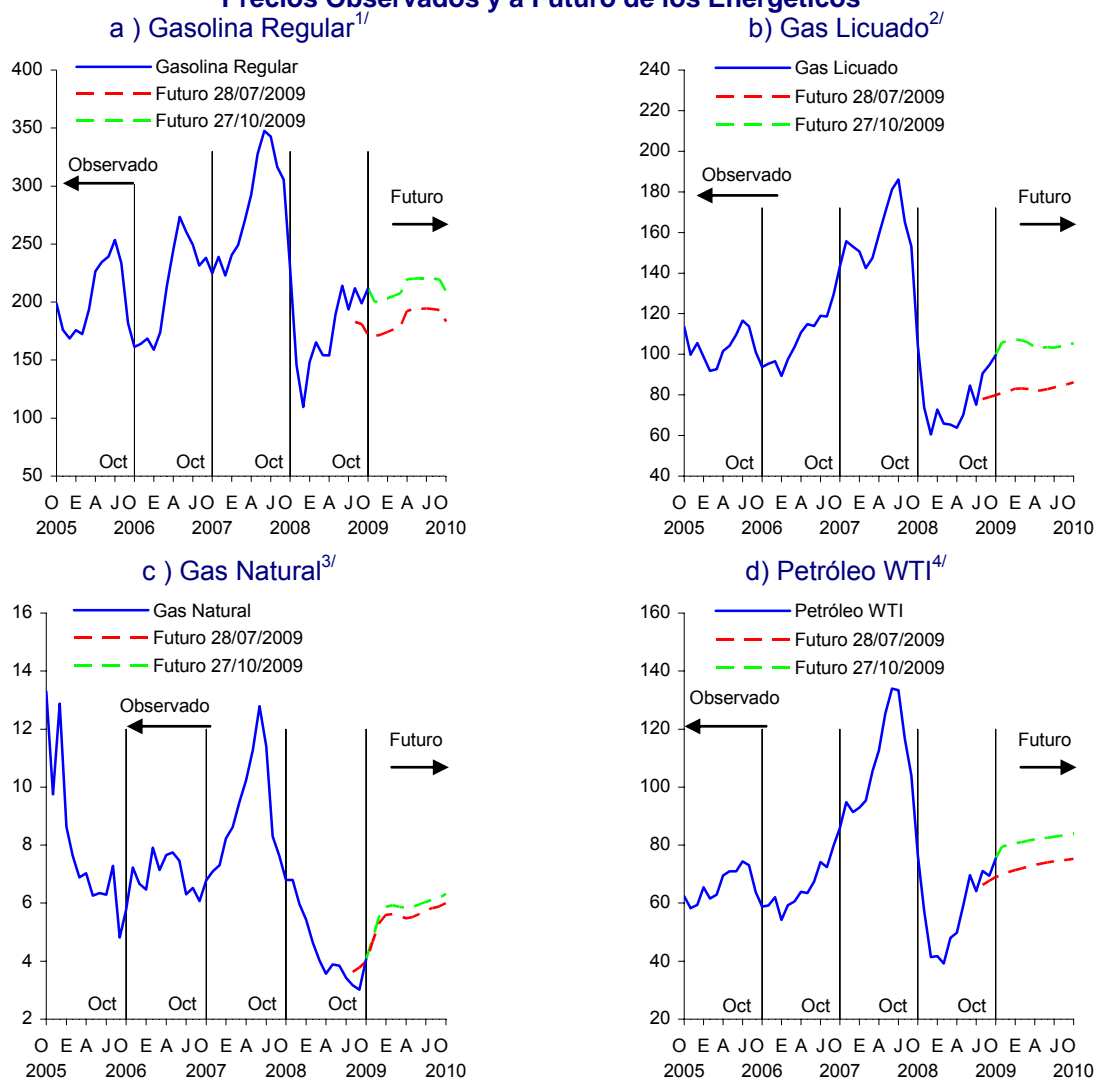
^{2/} Dólares por CWT (USD/100Lb). El precio observado de septiembre de 2009 es preliminar.

3.1.2.2. Materias Primas Energéticas

A lo largo del tercer trimestre de 2009 los precios internacionales de las materias primas energéticas presentaron un comportamiento mixto. En lo que se refiere al petróleo y las gasolinas, sus cotizaciones se mantuvieron relativamente estables alrededor de los niveles observados desde junio. Por otra parte, mientras el precio internacional del gas natural continuó, en general, con una trayectoria descendente, la cotización del gas licuado de petróleo aumentó. Durante octubre se registró un alza generalizada de los precios de las materias primas energéticas, con la excepción de la gasolina, que aún no refleja los recientes aumentos en los precios del crudo. No obstante lo anterior, los precios internacionales de las materias primas energéticas se encuentran muy por debajo de los observados a mediados de 2008. Entre junio y septiembre de 2009, las cotizaciones internacionales de la gasolina regular, el gas licuado, el gas natural y

el petróleo, presentaron variaciones de -7.1, 11.8, -21.7 y -0.3 por ciento, respectivamente (Gráfica 14).

Gráfica 14
Precios Observados y a Futuro de los Energéticos



Fuente: Bloomberg, Energy Information Administration (EIA) y New York Mercantile Exchange (NYM).

1/ Texas. Centavos de dólar por galón.

2/ Mont Belvieu. Tx. Centavos de dólar por galón.

3/ TETCO. Tex. Dólares por MMBtu.

4/ Dólares por barril.

Para los siguientes meses, los contratos en los mercados a futuro anticipan alzas moderadas de las cotizaciones internacionales del petróleo crudo y el gas natural, y cierta estabilidad para las de la gasolina y el gas licuado. Si bien la fase de desaceleración de la actividad económica global parece haber terminado en el primer semestre de 2009, persiste un elevado nivel de incertidumbre y se espera que la reactivación económica sea gradual. En este entorno se prevé que la producción de los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no registre cambios significativos, lo cual aunado a los niveles relativamente elevados de inventarios de energéticos, mitigarían el posible impacto de un aumento en la demanda mundial mayor al

esperado. De este modo, no se espera que la evolución de los precios internacionales de los energéticos represente una fuente importante de presiones inflacionarias.

3.1.2.3. Materias Primas Metálicas

En los mercados internacionales de las materias primas metálicas, durante el tercer trimestre de 2009 los precios del cobre y del aluminio mantuvieron la tendencia alcista que se ha venido observando a lo largo del año. Por su parte, las cotizaciones internacionales del acero, tal como se anticipó en el Informe anterior, revirtieron la trayectoria descendente que venían registrando hasta junio del presente año, para alcanzar en septiembre niveles similares a los que se observaron a finales de 2008. De este modo, las variaciones en los precios internacionales del cobre, del acero y del aluminio entre junio y septiembre de 2009 fueron 22.9, 48.2 y 21.7 por ciento, respectivamente. A pesar de lo anterior, sus cotizaciones internacionales continúan por debajo de los niveles observados en la mayor parte del año pasado. Así, a tasa anual sus variaciones a septiembre fueron -11.7, -44.1 y -18.2 por ciento, respectivamente. Los precios del cobre y del aluminio continuaron con su tendencia al alza en octubre, mientras que el del acero registró un ligero retroceso.

3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación

Durante el tercer trimestre, la inflación al consumidor en muchos países avanzados se mantuvo en terreno negativo a tasa anual, si bien en Estados Unidos y en Europa se detuvo la tendencia descendente que había venido mostrando desde mediados del año pasado (Gráfica 15). Por su parte, la inflación subyacente, ya en niveles muy bajos, continuó disminuyendo en varios de estos países como resultado de la persistencia de amplias brechas del producto. Ante la ausencia de presiones inflacionarias y la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la recuperación, los principales bancos centrales optaron por mantener sus tasas de política en niveles muy reducidos.⁴

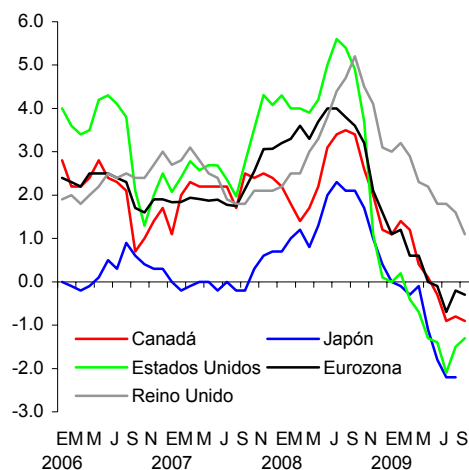
En Estados Unidos, la inflación general al consumidor siguió mostrando variaciones anuales negativas a lo largo del tercer trimestre, aunque ello reflejó principalmente el efecto de las caídas récord de la inflación mensual durante el periodo octubre-diciembre de 2008, resultado a su vez de la debilidad de la demanda interna. Durante la mayoría de los meses de 2009, la inflación mes a mes ha sido positiva, debido fundamentalmente al impacto de los incrementos recientes en los precios de la gasolina. Por otra parte, después de cuatro meses de mostrar una tendencia a la baja, la inflación subyacente anual aumentó en septiembre de este año, ubicándose en 1.5 por ciento (1.7 por ciento en junio), lo que reflejó en parte el aumento en el precio de los vehículos nuevos debido a la finalización del programa “Cash for Clunkers”. La Reserva Federal considera que aunque la actividad económica ha comenzado a recuperarse, el elevado nivel de la capacidad ociosa mantendrá bajas las presiones de costos y estables las expectativas de inflación. En este contexto, decidió no modificar durante el trimestre el intervalo objetivo para la tasa de fondos federales de 0 a 25 puntos

⁴ En la mayoría de las economías avanzadas, las tasas de política han disminuido a entre 0.25 por ciento (por ejemplo en Canadá y en Estados Unidos) y 1.0 por ciento (por ejemplo, en la zona del euro). Además, en general los bancos centrales de varias de estas economías continuaron recurriendo a medidas no convencionales para inyectar liquidez a sus economías y apoyar a sus sistemas financieros.

base, y reiteró en su comunicado del 23 de septiembre que considera que su tasa de política se mantendrá en niveles reducidos por un período prolongado.

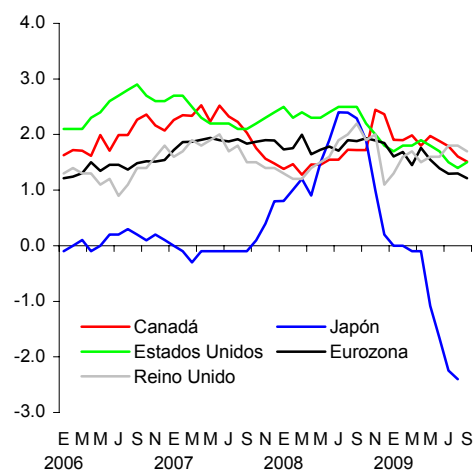
Gráfica 15
Inflación en Países Avanzados Seleccionados
Variación anual en por ciento

a) General



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales de países seleccionados.

b) Subyacente



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales de países seleccionados.

En la zona del euro, la inflación general al consumidor se mantuvo en terreno negativo a tasa anual durante el tercer trimestre, aumentando ligeramente el ritmo de contracción de los precios, de -0.1 por ciento en junio a -0.3 por ciento en septiembre. La inflación subyacente se ubicó en 1.2 por ciento en septiembre, por debajo de su nivel al término del segundo trimestre (1.4 por ciento). Aunque el ritmo de contracción de la actividad económica en el área se atenuó notablemente durante el tercer trimestre, el Banco Central Europeo dejó sin cambios su tasa de política en ese lapso. En Japón, tanto la inflación general como la subyacente continuaron declinando, situándose en agosto en -2.2 y -2.4 por ciento, respectivamente, a tasa anual. Por ello, el Banco de Japón decidió mantener inalterada su tasa de política en el nivel de 0.10 por ciento establecido desde finales del año pasado. En el Reino Unido, la inflación general se redujo de un promedio de 2.1 por ciento anual en el segundo trimestre a 1.5 por ciento en el tercero, periodo en el que la subyacente se ubicó en 1.8 por ciento (1.6 por ciento, en promedio, en el segundo trimestre). Ante la debilidad de la actividad económica, el Banco de Inglaterra dejó su tasa de política en su nivel mínimo histórico de 0.5 por ciento.

En general, la inflación en las economías emergentes también se ha moderado, si bien en menor medida que en las avanzadas, debido entre otros factores al menor traspaso de la disminución de los precios de los energéticos a la inflación en el caso de los países emergentes, un mayor impacto de la depreciación de los tipos de cambio de estas economías sobre sus precios internos y a la presencia en algunos de ellos de estructuras de mercado sujetas a menores niveles de competencia (Recuadro 2). En China, la inflación general al consumidor, medida a través de su variación anual, ha permanecido en terreno negativo desde febrero, ubicándose en septiembre en -0.8 por ciento. En la India, el crecimiento de los precios al mayoreo registró una variación anual de 0.7 por

ciento en septiembre. Por el contrario, en Rusia continúan observándose tasas anuales de inflación de dos dígitos (10.7 por ciento en septiembre). En América Latina, en el tercer trimestre la inflación continuó con su trayectoria descendente, situándose en septiembre en 4.3, 3.2, -1.1 y 1.2 por ciento a tasa anual en Brasil, Colombia, Chile y Perú, respectivamente. En Venezuela, en contraste, la inflación aumentó en el trimestre, alcanzando una cifra de 28.9 por ciento en septiembre.

Recuadro 2 Evolución Reciente de la Inflación a Nivel Mundial

Como se ha comentado en los informes sobre la inflación de los trimestres anteriores, la inflación a nivel mundial registró una tendencia al alza de 2006 hasta mediados de 2008 como resultado, entre otros factores, del dinamismo de la actividad económica mundial y del alza en los precios internacionales de las materias primas. Posteriormente, hacia finales de 2008, en la medida en que se intensificó la retroalimentación entre los problemas en los mercados financieros y el sector real de las diferentes economías avanzadas, la actividad económica registró una importante contracción que indujo una disminución en el comercio a nivel global que terminó afectando severamente la actividad económica en las economías emergentes. En este contexto, la inflación en las economías avanzadas presentó un punto de inflexión hacia la segunda mitad de 2008, mientras que en las economías emergentes el punto de inflexión tuvo lugar hacia finales del año.¹

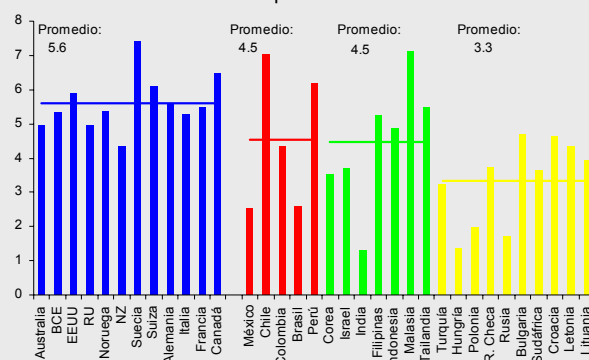
Si bien la disminución en la inflación ha sido generalizada, se han observado algunas diferencias entre economías en cuanto a la velocidad y la magnitud de dicha disminución. A continuación se describen algunos indicadores que ilustran la heterogeneidad que se ha venido observando en el proceso de reducción de la inflación, considerando tanto economías avanzadas como emergentes.

Al considerar la reducción en la inflación general anual desde su nivel máximo registrado en 2008 hasta el nivel actual, así como el número de meses que ésta lleva disminuyendo, es posible calcular un indicador de la velocidad con la que la inflación ha venido disminuyendo en cada economía. En particular, la disminución promedio por mes de la inflación general anual. Con base en este indicador se observa que en el reciente proceso de reducción de la inflación, en las economías avanzadas ésta ha disminuido a un ritmo más acelerado (5.6 por ciento cada mes en promedio) que en cada uno de los tres subgrupos de economías emergentes, América Latina (4.5 por ciento), Asia (4.5 por ciento) y Europa del Este (3.3 por ciento) (Gráfica 1).

Cabe señalar que México se encuentra entre los países que han mostrado un menor ritmo de reducción (2.5 por ciento promedio por mes). La inflación general ha disminuido de 6.53 por ciento en diciembre de 2008 a 4.89 por ciento en septiembre de 2009, es decir, 164 puntos base. Esto significa que en términos porcentuales ha disminuido tan sólo un 25.1 por ciento (el promedio de esta disminución para América Latina es 55.9 por ciento y para el total de economías emergentes analizadas es de 65.6 por ciento).

Como se indicó en el Recuadro 1 del Informe sobre la Inflación del Primer Trimestre de 2009, las diferencias antes señaladas pudieran atribuirse, entre otros factores, a los siguientes tres elementos: i) la disminución en los precios internacionales de los energéticos y la política de cada país para determinar los precios locales; ii) la depreciación cambiaria que se ha observado en un gran número de países; y iii) el deterioro en la actividad económica.²

Gráfica 1^{1/}
Reducción de la Inflación General Anual Promedio por Mes
En por ciento



1/ Se refiere a la tasa de variación mensual (compuesta) promedio por mes, calculada tomando en cuenta la variación porcentual desde el nivel máximo alcanzado en 2008 hasta su nivel actual y el número de meses que la inflación anual lleva disminuyendo.

Fuente: Sitios oficiales de cada país.

i) Disminución en los Precios Internacionales de los Energéticos

La política de cada país para determinar los precios locales de los energéticos establece, en gran medida, la contribución que la caída en los precios internacionales de los energéticos en la segunda mitad de 2008 y principios de 2009 ha tenido sobre la disminución de la inflación en cada economía. Esta contribución depende en cada caso, a su vez, de la importancia de estos precios en la canasta de consumo (efecto directo) y del traspaso del cambio en los costos de las empresas a sus precios al consumidor (efecto indirecto).

¹ Las economías avanzadas consideradas son: EEUU, Japón, Canadá, Noruega, Nueva Zelandia, Australia, Reino Unido, Suecia, Suiza y, de la Zona Euro, Alemania, Italia y Francia. Respecto a las emergentes se consideran tres subgrupos, de América Latina se incluyen: Brasil, Chile, Colombia, Perú, Ecuador, Paraguay, Uruguay y México; de Asia: Filipinas, Malasia, Corea, Tailandia, Indonesia, Israel, y China; de Europa del Este: Estonia, Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria, Rusia y, adicionalmente, se incluye Sudáfrica y Turquía. Australia y Nueva Zelandia reportan la inflación trimestralmente, por lo que la inflación, tanto general como subyacente, más reciente corresponde al segundo trimestre de 2009.

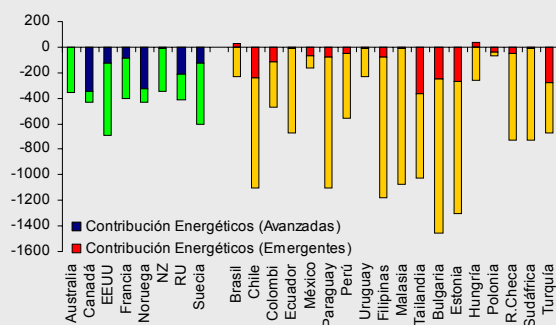
² Aún cuando en este ejercicio no se considera explícitamente, la reducción en los precios internacionales de los alimentos y otros bienes primarios posiblemente también haya contribuido a la reducción de la inflación mundial.

En el Recuadro antes mencionado se presentó un ejercicio que media el efecto directo de los cambios en los precios locales de los energéticos sobre la reducción reciente en la inflación de cada país. Para ello se calculó la reducción en la inflación general anual desde su nivel más alto alcanzado en 2008 hasta su nivel más reciente, y la contribución a dicha reducción (incidencia) de la disminución en la inflación del rubro de energéticos. Al actualizar dicho ejercicio, se encuentra que la magnitud de la caída en la inflación en el rubro de los energéticos contribuye de manera importante a la reducción reciente en la inflación en algunos países. Entre los países con mayores caídas en la inflación de energéticos se encuentra: Canadá, Noruega y Reino Unido, entre las economías avanzadas y Chile, Turquía, Estonia, Bulgaria y Tailandia entre las economías emergentes (Gráfica 2).

ii) Depreciación del Tipo de Cambio

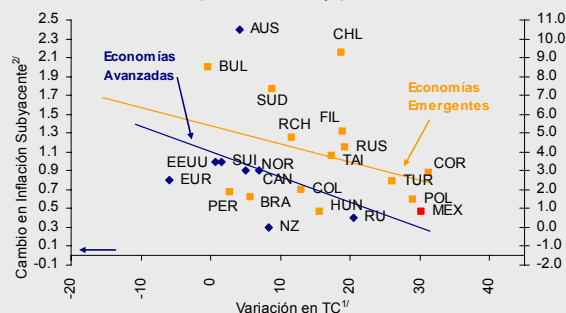
Como se ha señalado, a raíz de la crisis diversas economías experimentaron depreciaciones de magnitud considerable en sus monedas durante el último trimestre de 2008 y principios de 2009. Si bien en algunos casos se ha observado una reversión parcial de dicho fenómeno en los últimos dos trimestres, en la mayoría de éstos los tipos de cambio registran niveles más depreciados respecto de los que se habían venido registrando en la primera mitad de 2008.

Gráfica 2
Cambio en Inflación General de su
Nivel Máximo alcanzado en 2008 a su nivel Actual
Puntos base



Fuente: Elaborado con datos de Bloomberg, páginas de bancos centrales e institutos de estadística de cada país.

Gráfica 3
Cambio en Inflación Subyacente y
Variación en el Tipo de Cambio Nominal Efectivo
Puntos porcentuales y por ciento



1/ En el eje horizontal se presenta la depreciación cambiaria del 15 de septiembre de 2008 a la fecha. Una variación positiva representa una depreciación del tipo de cambio nominal efectivo multilateral.

2/ En el eje vertical se presenta la reducción en la inflación subyacente desde su nivel más alto alcanzado en 2008 a su nivel más reciente. Para Sudáfrica se utilizaron datos de inflación general.

Fuente: Elaborado con datos de Bloomberg y JP Morgan.

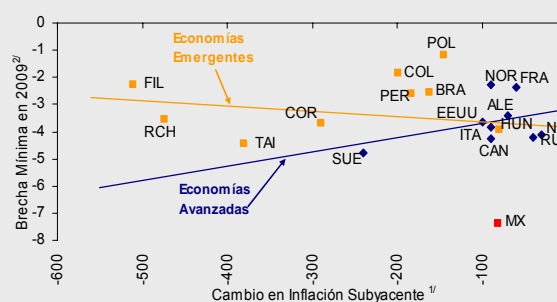
En este contexto, la depreciación cambiaria podría estar relacionada con el hecho de que la reducción en la inflación subyacente en la mayoría de los países analizados ha sido relativamente moderada. En efecto, aquellos países que han registrado una mayor depreciación en sus tipos de cambio, como Canadá, Nueva Zelandia y Reino Unido, coinciden con aquéllos que han registrado una disminución más moderada en su inflación subyacente. De manera similar, en las economías emergentes, México, Polonia y Turquía se encuentran entre las que han experimentado una mayor depreciación de su tipo de cambio, así como una reducción más moderada en su inflación subyacente (Gráfica 3).

iii) Actividad Económica

Como es bien sabido, la pronunciada contracción en la actividad económica a nivel mundial ha dado lugar a una fuerte reducción en el gasto y a una situación de relativa holgura en la actividad económica (indicadores de brecha de producto con valores negativos). Dicha holgura ha contribuido, a su vez, a la disminución en la inflación subyacente. Esto es más claro en el caso de las economías avanzadas. Por ejemplo, aquellos países para los que se estima que en 2009 presentaron un mayor grado de holgura (brecha de producto más negativa), también son aquéllos en los que se ha registrado una mayor disminución en su inflación subyacente (Gráfica 4). Sin embargo, en el caso de las economías emergentes este fenómeno es menos claro. Como se señala en el Recuadro 1 de este Informe, ello pudiera deberse, entre otros factores, a que en estas economías prevalecen estructuras de mercado menos competitivas.

De esta manera, dada la fuerte caída que se observó en la en la primera mitad de 2009, es de esperarse que a pesar de la recuperación que se prevé durante la segunda mitad de 2009 y durante 2010 prevalezcan condiciones de holgura en la actividad económica. Teniendo en consideración lo anterior, es previsible que dichas condiciones sigan favoreciendo una disminución en la inflación, especialmente en las economías avanzadas.

Gráfica 4
Nivel Mínimo de Brecha de Producto en 2009
y Cambio en Inflación Subyacente
Puntos base



1/ En el eje horizontal se presenta la reducción en la inflación subyacente desde su nivel máximo en 2008 hasta su nivel actual.

2/ En el eje vertical se muestra el nivel mínimo estimado para la brecha de producto de cada país durante 2009 considerando tanto los datos de actividad económica observados en los primeros trimestres del año como los pronósticos para la segunda parte del año. La brecha de producto se obtiene utilizando el filtro HP con corrección de colas.

Fuente: Elaborado con datos de Bloomberg y pronósticos provenientes de Consensus Forecasts y JP Morgan.

En conclusión, la disminución que hasta la fecha se ha registrado en la inflación en México ha sido más moderada que en las economías avanzadas y que en una buena parte de otras economías emergentes. Por otro lado, la heterogeneidad que se ha observado en la evolución reciente de la inflación entre los diversos países analizados y, en particular, en cuanto a la

velocidad y la magnitud con que ésta ha disminuido, parece estar relacionada con los elementos antes señalados. Primero, la reducción en los precios de los energéticos junto con la política de determinación de los precios locales de éstos parece haber contribuido de manera importante en la disminución de la inflación general en algunos países. Segundo, en aquellos

países en que se ha registrado una mayor depreciación cambiaría la disminución en la inflación subyacente ha sido más moderada. Tercero, la holgura en la actividad económica derivada de la fuerte contracción en el gasto ha dado lugar a un entorno propicio para la disminución de la inflación, especialmente en las economías avanzadas.

Los recortes a las tasas de interés de política han sido en general menores en las economías emergentes que en las avanzadas, lo que refleja, en parte, una combinación de inflaciones más elevadas al inicio de la crisis y presiones derivadas de la depreciación de sus tipos de cambio. La mayoría de las economías emergentes continuó disminuyendo sus tasas de política en el tercer trimestre, si bien se observa una moderación de los recortes.

La definición del momento en que deberá dar inicio el retiro del estímulo monetario en economías avanzadas y emergentes es uno de los retos clave para la política monetaria en los próximos meses. De hecho, el banco central de Israel aumentó su tasa de interés de referencia en 25 puntos base en agosto a 0.75 por ciento, si bien enfatizando que considera que ese nivel continúa representando una política monetaria expansiva. Esta decisión fue seguida a principios de octubre por el banco central de Australia, que elevó su tasa de política en 25 puntos base a 3.25 por ciento y sugirió el inicio de una gradual reducción del estímulo proporcionado por la política monetaria. No obstante lo anterior, en virtud de la fase más avanzada del ciclo y expectativas inflacionarias menos ancladas en la mayoría de las economías emergentes, es de esperarse que en general el proceso de apretamiento de la política monetaria progrese más rápidamente en éstas que en las avanzadas.

3.1.4. Mercados Financieros

Los riesgos de un colapso generalizado de los mercados financieros internacionales han disminuido considerablemente y se observa una clara mejora de la situación en dichos mercados. Si bien en un principio las medidas puestas en marcha por las autoridades de diversos países constituyeron el principal factor de apoyo, en la actualidad la mejoría refleja también una retroalimentación positiva entre las perspectivas de crecimiento de la economía real y las condiciones financieras.

No obstante lo anterior, los mercados financieros siguen enfrentando tensiones y todavía existe el riesgo de una nueva etapa de incertidumbre. Por otra parte, también es preciso tomar en cuenta que la situación actual, caracterizada, entre otros aspectos, por abundante liquidez, tasas de interés muy bajas, estímulos fiscales y un fortalecimiento más rápido de lo esperado en algunas instituciones financieras, podría propiciar una disminución de la aversión al riesgo mayor de lo justificado por las condiciones fundamentales.

El Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos continuó durante el periodo julio-septiembre con las reducciones en los montos de los fondos subastados a través de la Facilidad Temporal de Préstamos a Plazo (TAF, por sus siglas en inglés) y de la Facilidad de Préstamo de Valores a Plazo (TSLF, por sus siglas en inglés) dadas a conocer a finales del segundo trimestre, y anunció que éstas continuarían hasta enero de 2010.

Por otro lado, en el comunicado del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) del 23 de septiembre, la Reserva Federal manifestó su disposición a seguir empleando distintas herramientas para preservar la estabilidad de precios y promover la recuperación económica. En particular, confirmó la intención de comprar activos respaldados por hipotecas a las agencias hipotecarias con respaldo gubernamental (GSE's por sus siglas en inglés) y deuda emitida por estas agencias. En el comunicado, la Reserva Federal señaló que continuará realizando estas compras hasta finales del primer trimestre de 2010, y que la compra de bonos del Tesoro hasta por 300 mil millones de dólares (mmd) que había dado a conocer previamente, terminará a finales de octubre de 2009.

Por su parte, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos anunció el 18 de septiembre la terminación del programa de otorgamiento de garantías a los fondos de inversión del mercado de dinero. En cuanto al Programa Temporal de Alivio de Activos Problemáticos (TARP, por sus siglas en inglés), informó que en agosto tres bancos repagaron los préstamos otorgados mediante el TARP, lo que eleva el monto amortizado a 70.3 mmd. Asimismo, el Tesoro señaló que en agosto de 2009 canalizó recursos del TARP a nueve bancos, por 130 millones de dólares.

Por último, la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro anunciaron el 17 de agosto la extensión de la Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respaldados por Activos (TALF, por sus siglas en inglés). Los préstamos otorgados para la compra de nuevos instrumentos respaldados por activos (ABS, por sus siglas en inglés) y de instrumentos existentes respaldados por hipotecas comerciales (CMBS, por sus siglas en inglés) continuarán hasta el 31 de marzo de 2010. Por otro lado, los préstamos para la compra de nuevos CMBS se extenderán al 30 de junio de 2010.

El Banco Central Europeo (BCE) anunció el 6 de julio el inicio de la implementación gradual del programa de compra de bonos garantizados⁵, emitidos en la zona del euro. Este programa busca mantener las reducciones en las tasas de interés del mercado de dinero, mejorar las condiciones de financiamiento para instituciones de crédito y empresas, fomentar el otorgamiento de crédito por parte de los bancos y aumentar la liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada. Según el BCE, este programa ha contribuido a reducir los diferenciales en el costo de la deuda privada y ha permitido a los emisores refinanciarse bajo mejores términos. Por último, el BCE amplió el plazo de las operaciones de refinanciamiento con bancos comerciales de la zona del euro a 12 meses.

Durante el tercer trimestre se observó cierta discusión respecto al tamaño del programa del Banco de Inglaterra para la compra de activos financieros.⁶ Algunos analistas consideraban que se necesitaban mayores esfuerzos para incrementar la oferta de crédito, mientras que otros percibían

⁵ Los bonos garantizados son instrumentos emitidos por una institución crediticia que otorgan al comprador una garantía (colateral) sobre el bono conformada por una cartera de activos. En caso de quiebra del emisor, los tenedores de estos bonos tienen prioridad sobre la garantía.

⁶ El Banco de Inglaterra crea dinero para financiar estas compras. El Banco acredita el valor de los activos comprados en las cuentas de los bancos comerciales en el banco central, y en su caso los bancos comerciales acreditan el monto de los activos vendidos en la cuenta de depósitos del vendedor en dicho banco comercial. De esta manera, se incrementan al mismo tiempo la base monetaria y la definición amplia de dinero (cuyo componente principal son los depósitos del público).

señales de recuperación y, por lo tanto, no consideraban necesaria la continuación de este programa. En este contexto, el 6 de agosto de 2009, el Banco de Inglaterra decidió incrementar las compras de activos financieros en 50 mil millones de libras esterlinas (mml), alcanzando un monto total de 175 mml. Por su parte, el Banco de Japón decidió extender el periodo en el que medidas temporales como las compras de papel comercial y bonos corporativos permanecerán en vigor.

Durante el tercer trimestre, las condiciones de liquidez en el mercado interbancario tuvieron su mejor desempeño desde el inicio de la crisis. En particular, en septiembre el diferencial entre la tasa LIBOR en dólares y el OIS a tres meses (Overnight Index Swap, indicador del comportamiento futuro de la tasa de fondos federales) alcanzó los niveles más bajos desde agosto de 2007 (Gráfica 16). Por su parte, los diferenciales entre las tasas de interés del papel comercial y la tasa de fondos federales siguieron con la tendencia a la baja observada desde principios de 2009. El fortalecimiento de la confianza durante el mes de octubre permitió descensos adicionales de ambos diferenciales.

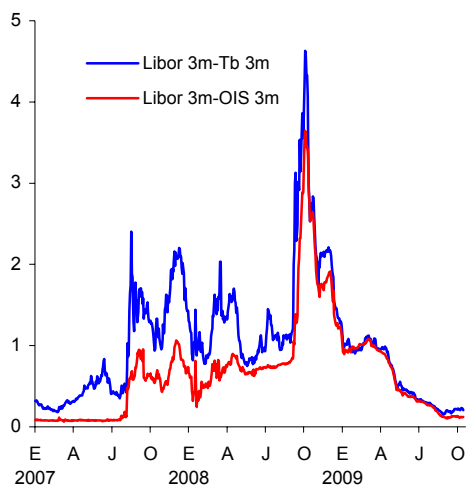
Gráfica 16

EUA: Diferencial de la Tasa Libor y Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago

Puntos porcentuales y puntos base

a) Diferencial de la Tasa Libor en Dólares a 3 Meses con Respecto a OIS a 3 Meses^{1/} y al Bono del Tesoro de EUA a 3 Meses^{2/}

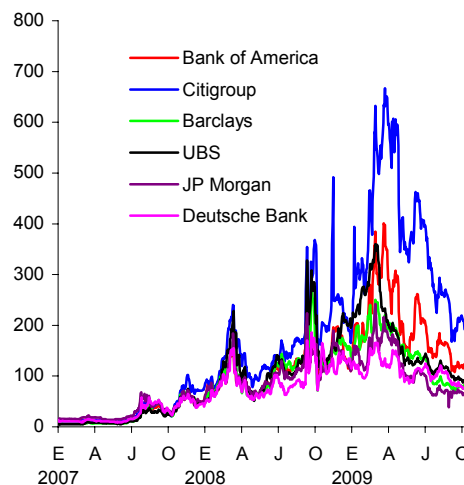
b) Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago (CDS) en Instituciones Bancarias Seleccionadas



Fuente Bloomberg.

1/ El OIS (Overnight Index Swap) refleja la expectativa del promedio de la tasa de referencia durante los siguientes tres meses.

2/ Al 27 de octubre de 2009.

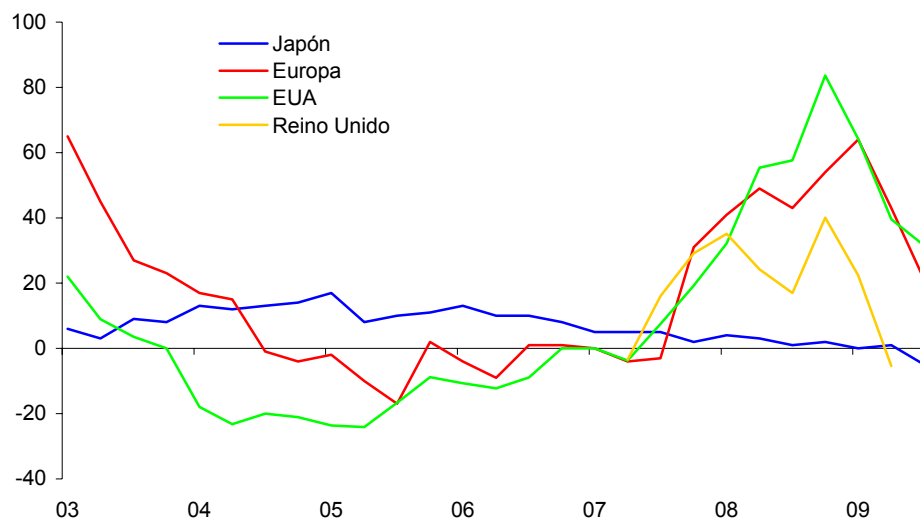


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a la percepción de vulnerabilidad del sector bancario, el costo de cobertura contra el riesgo de incumplimiento de pago se redujo a lo largo del tercer trimestre y principios del cuarto, impulsado por buenos resultados financieros en el segundo y tercer trimestres y por la continuación de los programas de apoyo a este sector. Además, el porcentaje neto de instituciones que reporta un endurecimiento en las condiciones de aprobación de crédito se ha reducido gradualmente (Gráfica 17). No obstante, la persistencia de problemas en ciertos segmentos como el hipotecario, los modestos avances en la remoción de activos desvalorizados de los balances de los bancos y los desafíos que se presentan en el ámbito regulatorio, hacen previsible un proceso prolongado de

desapalancamiento de los bancos, que puede reflejarse en condiciones restrictivas de financiamiento para empresas y consumidores.

Gráfica 17
Condiciones de Otorgamiento de Crédito
Balance de respuestas



Fuente: Bancos Centrales.

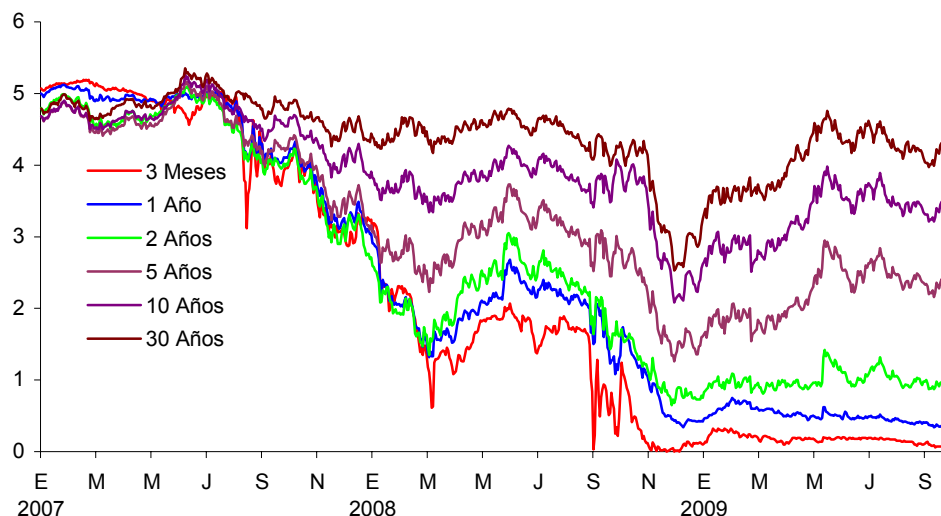
Durante el tercer trimestre, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos en todos sus plazos tendieron a reducirse ligeramente con respecto a los niveles observados al final del trimestre previo. Esta tendencia a la baja se vio influida, entre otros factores, por la reiteración del Banco de la Reserva Federal de que mantendrá el nivel excepcionalmente bajo de su tasa objetivo por un período prolongado, que más que compensó los ajustes al alza, propiciados por una menor aversión al riesgo. Durante el periodo julio-septiembre, las tasas a 30, 10, 5 y 2 años cayeron 29, 22, 23 y 16 puntos base, para ubicarse en 4.03, 3.31, 2.31 y 0.95 por ciento, respectivamente. Por su parte, las tasas a 1 año y a tres meses, más directamente influenciadas por el nivel de la tasa de fondos federales y las decisiones de política esperadas para los próximos meses, registraron variaciones negativas de 16 y 5 puntos base, respectivamente, para quedar en 0.40 y 0.14 por ciento (Gráfica 18). De finales del tercer trimestre al 26 de octubre, se registró un alza en las tasas de interés de casi todos los plazos, motivada por una mejoría en las perspectivas de crecimiento de la economía, una menor aversión al riesgo y el impacto de una emisión récord de bonos del Tesoro al final del mes.⁷

Los mercados accionarios de los países avanzados continuaron en el tercer trimestre con la tendencia alcista iniciada en marzo. El auge bursátil se hizo notorio particularmente a partir de mediados de julio, al darse a conocer una serie de indicadores económicos y de reportes de utilidades de empresas con resultados mejores a los esperados. Cabe destacar, que en buena medida, los mejores resultados de las empresas obedecen a reducciones de costos, en particular derivados de recortes de empleo, lo que pudiera tener repercusiones

⁷ En ese lapso, las tasas a 30, 10, 5 y 2 años subieron 34, 28, 22 y 11 puntos base, para ubicarse en 4.37, 3.59, 2.53 y 1.06 por ciento, respectivamente, mientras que la tasa a tres meses declinó 6 puntos base, para quedar en 0.08 por ciento y la tasa a 1 año subió marginalmente (1 punto base), a 0.41 por ciento.

negativas hacia adelante en términos de crecimiento. En las semanas finales de septiembre las dudas sobre la justificación de la fuerte alza del mercado, hicieron que ésta perdiera ímpetu y se observó un ligero declive. No obstante, durante el trimestre los índices bursátiles continuaron recuperando parte de las pérdidas sufridas el año pasado, si bien manteniéndose por debajo de los niveles alcanzados antes del inicio de la crisis (Gráfica 19). Durante el tercer trimestre, los índices Dow Jones, S&P-500 y Nasdaq se incrementaron 15.0, 15.0, y 15.7 por ciento, respectivamente. En Canadá, Alemania, Francia y el Reino Unido los avances fueron de 9.8, 18.0, 20.9 y 20.8 por ciento, respectivamente. La bolsa de Japón registró el aumento más moderado entre las economías avanzadas, con 1.8 por ciento. De fines del tercer trimestre al 27 de octubre, las bolsas de valores de las principales economías avanzadas mostraron un comportamiento mixto.⁸

Gráfica 18
EUA: Tasas de Interés
Por ciento anual



Fuente: Federal Reserve.

El dólar se depreció durante el tercer trimestre, registrando nuevos mínimos en el año. No obstante, buena parte de la caída ocurrió en el mes de julio y, desde agosto hasta finales del trimestre, no hubo una tendencia clara. La libra esterlina, que había mostrado la mayor apreciación el trimestre anterior, fue la única de las monedas más importantes que tuvo un retroceso contra la moneda estadounidense (2.9 por ciento), lo que obedeció a la debilidad de su economía y a preocupaciones sobre la sostenibilidad de su posición fiscal. Durante el periodo julio-septiembre, el dólar se depreció contra el euro, el dólar canadiense y el yen 4.1, 8.0 y 6.9 por ciento, respectivamente, tendencia que continuó en el caso de las dos primeras monedas en los primeros 27 días de octubre.⁹ La fuerte apreciación de la moneda canadiense con respecto al dólar se atribuye principalmente al repunte en los precios de las materias primas y a la mejora de las expectativas de crecimiento de la economía de ese país. Durante el trimestre,

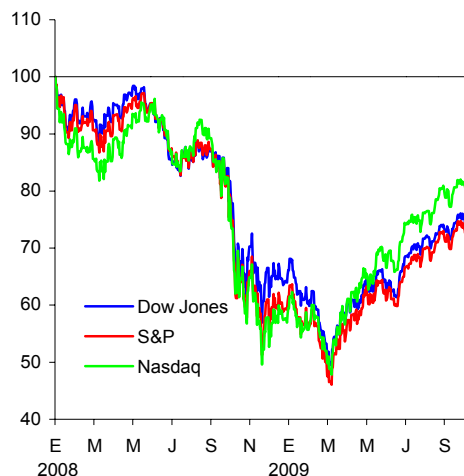
⁸ En ese lapso, el Dow Jones y el S&P-500 registraron alzas de 1.7 y 0.6 por ciento, respectivamente, mientras que el Nasdaq disminuyó 0.3 por ciento. Las bolsas del Reino Unido y de Japón también aumentaron, en 1.3 y 0.8 por ciento, respectivamente, mientras que las de Alemania, Canadá y Francia cayeron 0.7, 3.0 y 1.4 por ciento, respectivamente.

⁹ Del 30 de septiembre al 27 de octubre, el dólar se depreció 1.1, 0.4 y 2.4 por ciento contra el euro, el dólar canadiense y la libra esterlina, respectivamente, y se apreció 2.3 por ciento en relación al yen.

los índices del tipo de cambio efectivo del dólar para la canasta amplia y las principales monedas cayeron 2.6 y 4.4 por ciento, respectivamente (Gráfica 20).¹⁰ De fines de septiembre al 23 de octubre, la tendencia a la baja de ambos índices se acentuó, depreciándose en 1.3 y 1.5 por ciento, respectivamente.

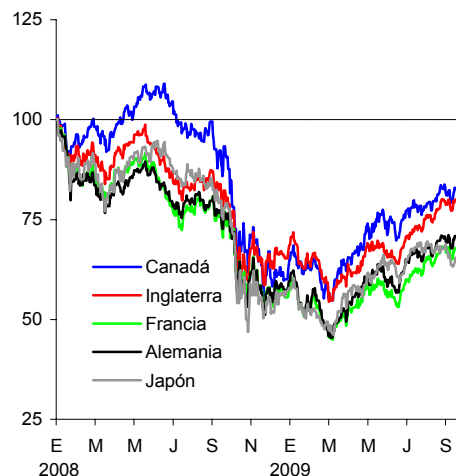
Gráfica 19
Bolsas de Valores en Países Avanzados

a) Bolsas de Valores en Estados Unidos
Índice, 01/01/2008=100



Fuente: Bloomberg.

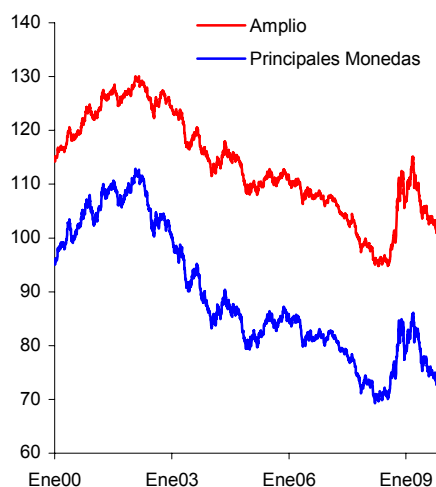
b) Bolsas de Valores en Otros Países Avanzados
Índice, 01/01/2008=100



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 20
Tipo de Cambio Efectivo del Dólar, Amplio y Principales Monedas
Índices

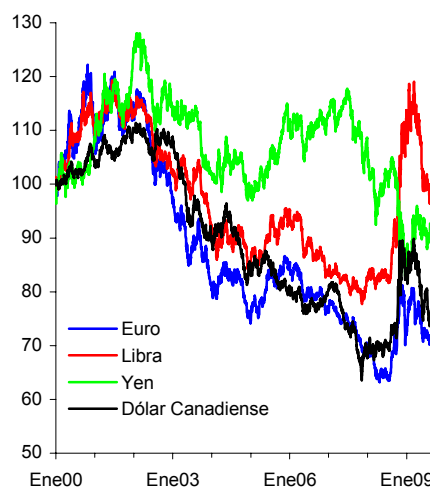
a) Tipo de Cambio Efectivo del Dólar
Índice^{1/}



Fuente: Federal Reserve.

1/ Índice amplio enero 1997=100 y principales monedas marzo 1973=100. Un incremento del índice equivale a una apreciación del dólar.

b) Tipo de Cambio del Dólar frente a Monedas Seleccionadas^{1/}
Índice Enero 2000=100



Fuente: Bloomberg.

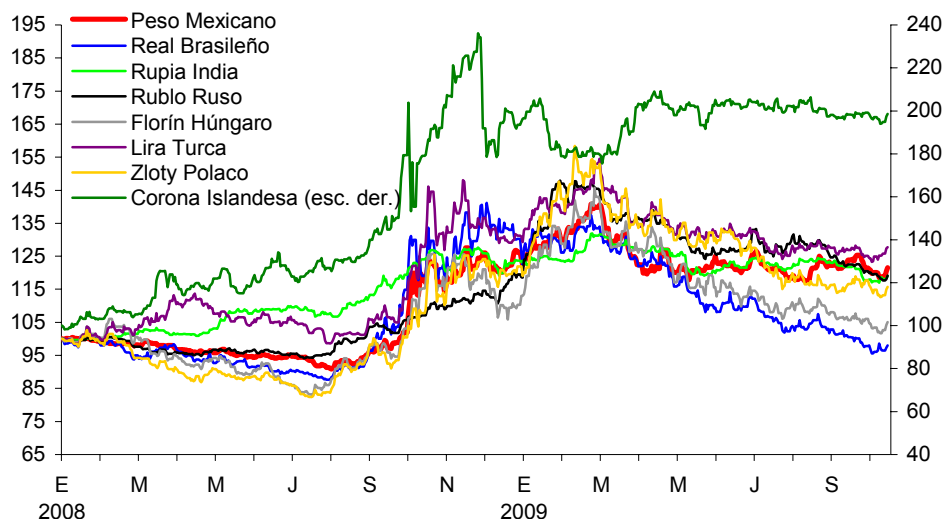
1/ Un incremento del índice equivale a una apreciación del dólar.

¹⁰ El Banco de la Reserva Federal define al tipo de cambio respecto a las monedas principales como un promedio ponderado frente a 7 monedas que circulan ampliamente fuera de su país de origen. El índice amplio es un promedio ponderado frente a 26 monedas. Los ponderadores de este índice se calculan con base en la participación de cada país en las exportaciones e importaciones con Estados Unidos.

En general, las monedas de las economías emergentes se fortalecieron durante el tercer trimestre (Gráfica 21), aunque algunas de ellas mostraron la tendencia opuesta al disminuir la influencia de factores como la aversión al riesgo y adquirir mayor importancia otros específicos de estas economías. Las monedas brasileña, colombiana y polaca se apreciaron más de 10.0 por ciento, mientras que las de Argentina, Chile e India se depreciaron, aunque en todos los casos en menos de 3.0 por ciento. Durante los primeros 27 días de octubre, continuó la apreciación de la moneda de Brasil (1.3 por ciento). También se apreciaron las monedas de Argentina, Chile e India (0.5, 3.4 y 2.5 por ciento, respectivamente) y se depreció la de Colombia (3.4 por ciento).

Los costos de cobertura ante el riesgo de incumplimiento de pago (CDS) para las economías emergentes mostraron otra fuerte caída durante el tercer trimestre, prolongando la tendencia iniciada en la segunda semana de marzo (Gráfica 22). El retorno del apetito por riesgo influyó favorablemente en tal evolución, contribuyendo a una reducción de 126.5 puntos con respecto al nivel observado al cierre del segundo trimestre. También los márgenes de riesgo soberano EMBI Global mostraron un descenso en el tercer trimestre (96 puntos base), situándose en 337 puntos base al final del periodo. En este contexto, los flujos de fondos dedicados a países emergentes continuaron recuperándose en este periodo. De fines del trimestre al 27 de octubre, el EMBI Global siguió reduciéndose (6 puntos base) mientras que los CDS registraron un ligero aumento (7 puntos base).

Gráfica 21
Tipos de Cambio de Monedas de Países Emergentes Frente al Dólar^{1/}
Índice 31/12/2007 = 100



Fuente: Bloomberg.

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

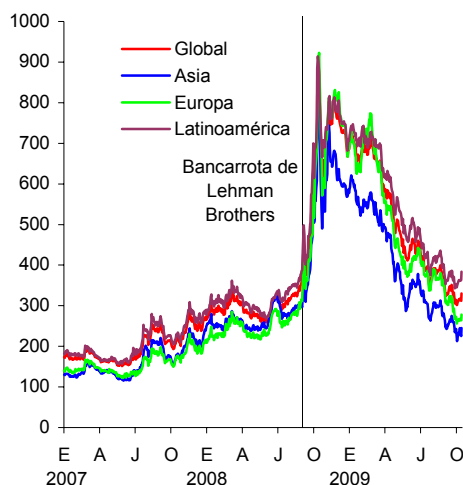
Durante el tercer trimestre, las bolsas de valores de diversos países emergentes registraron avances considerables. Destacan los casos de algunos países de Europa del Este y Corea del Sur. El índice chino, si bien ganó 1.7 por ciento en el trimestre, mostró una tendencia a la baja desde principios de agosto debido a dudas sobre la valuación de las acciones. En octubre, las bolsas de

valores de los países emergentes continuaron aumentando, con algunas excepciones.¹¹

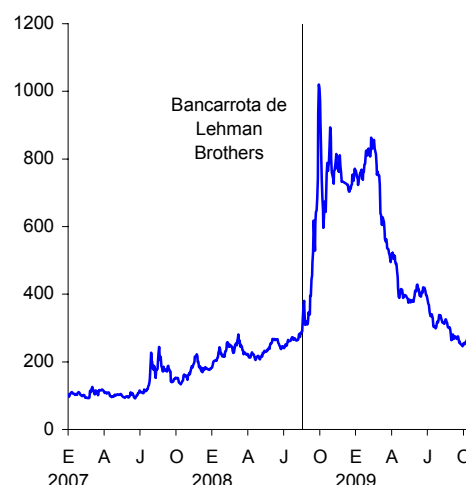
Gráfica 22
Márgenes de Riesgo Soberano y por Incumplimiento de Pago de Países Emergentes
Puntos base

a) Márgenes de Riesgo Soberano (EMBI's)

b) Margen de Riesgo por Incumplimiento de Pago (CDS)



Fuente: Bloomberg.



Fuente: Bloomberg.

3.2. Evolución de la Economía Mexicana

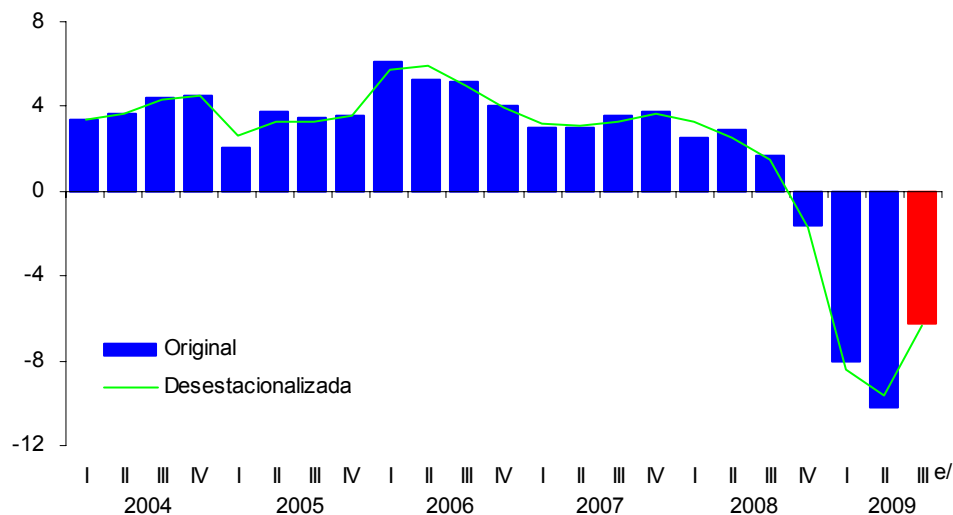
3.2.1. Actividad Económica

El comportamiento reciente de diversos indicadores oportunos sugiere que la tendencia de la actividad productiva del país mostró un punto de inflexión a principios del tercer trimestre y, en consecuencia, que en dicho lapso el PIB registró un incremento de alrededor de tres por ciento respecto a su nivel del trimestre previo, en términos ajustados por estacionalidad (ello implicaría una caída de entre 6 y 7 por ciento anual, lo que se compararía favorablemente con la caída de 9.2 por ciento anual observada en el primer semestre del año; ver Gráfica 23).¹² En efecto, la información más reciente sugiere que, en el periodo julio-septiembre de 2009, tanto el sector servicios, como el industrial, mostraron variaciones positivas respecto al segundo trimestre del año con cifras desestacionalizadas, lo cual implicó que sus caídas en términos anuales fueran de menor magnitud que las registradas en el trimestre previo. Por su parte, la evolución de diversos indicadores de la demanda agregada también es congruente con un cambio de tendencia en la actividad económica durante el trimestre que se reporta.

¹¹ Del 30 de septiembre al 27 de octubre, los mercados accionarios de China, Rusia y Brasil aumentaron 6.9, 13.3 y 2.7 por ciento, respectivamente, en tanto que el de Corea del Sur declinó 1.4 por ciento.

¹² Esta estimación se basa en la información disponible al momento de publicar este Informe, la cual incluye la evolución del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) al mes de julio de 2009, la actividad industrial al mes de agosto, la información de comercio exterior al mes de septiembre, así como otros indicadores oportunos relativos a diversas actividades productivas. Dentro de estos últimos se incluyen las cifras en septiembre de la extracción de petróleo crudo y gas natural; las ventas de energía eléctrica; las toneladas-km transportadas por las principales empresas ferroviarias; la carga transportada por vía marítima; el tráfico de pasajeros por avión; la ocupación en las principales plazas turísticas; la producción de automóviles y las ventas de las cadenas comerciales de la ANTAD.

Gráfica 23
Producto Interno Bruto
Variación anual en por ciento



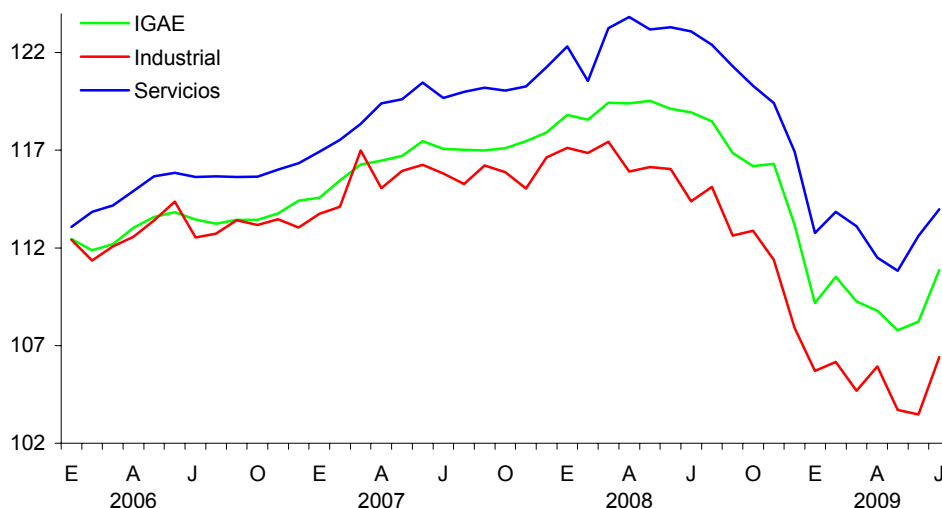
Fuente: INEGI y desestacionalización al tercer trimestre de 2009 efectuada por el Banco de México.
e/ Estimado.

El incremento de la actividad productiva durante el tercer trimestre de 2009 refleja la combinación de dos elementos. En primer lugar, la recuperación a nivel global ha influido en la demanda externa que enfrenta el país, lo cual ha conducido a un desempeño menos desfavorable de las exportaciones de bienes y servicios. En segundo, los efectos de diversos factores temporales que afectaron los niveles de actividad en los meses previos han tendido a disiparse. En particular, en este sentido destaca: i) el desvanecimiento de los efectos del brote del virus de influenza A(H1N1) sobre la actividad de algunos servicios, lo cual condujo a un incremento de sus niveles de producción respecto al trimestre previo; y, ii) el restablecimiento de operaciones en algunas empresas automotrices que habían sufrido paros de actividades durante el trimestre previo. Esto, aunado a una mayor demanda de vehículos producidos en México derivada del programa de renovación vehicular instrumentado en Estados Unidos, condujo a un incremento significativo en la producción y exportaciones automotrices en comparación con el trimestre anterior.

3.2.1.1. Producción Sectorial

La información disponible acerca de la evolución más reciente de los diferentes sectores productivos sugiere que, durante el tercer trimestre de 2009, tanto el sector industrial, como el de los servicios, reportaron incrementos respecto a los niveles de producción alcanzados en el trimestre previo en términos ajustados por estacionalidad. Ello implicó que dichos sectores hayan presentado una menor contracción en términos anuales que en los trimestres previos. En particular, con cifras desestacionalizadas el IGAE presentó en julio una expansión mensual de 2.4 por ciento, lo cual representa la segunda variación mensual positiva consecutiva y resultó ser sensiblemente superior al incremento del mes anterior (0.4 por ciento). Este resultado se derivó de incrementos a tasa mensual tanto en la producción del sector industrial, como en la de los servicios (Gráfica 24).

Gráfica 24
Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE)
Índice 2003=100; datos desestacionalizados



Fuente: INEGI.

Así, en términos anuales el IGAE registró una disminución de 6.9 por ciento anual en julio de 2009, lo cual se compara favorablemente con la contracción de 10.4 por ciento en el segundo trimestre del año. En términos sectoriales, en julio se observaron caídas de 6.5 y 7.6 por ciento en el sector industrial y en el de los servicios, respectivamente. Estas cifras se comparan favorablemente con las disminuciones de 11.5 y 10.4 por ciento que reportaron respectivamente estas mismas actividades en el segundo trimestre del año. Por su parte, en julio las actividades primarias presentaron una caída anual de 1.7 por ciento, lo cual refleja los efectos del retraso en las lluvias tanto en las áreas de temporal ya sembradas del ciclo primavera-verano, como sobre el rendimiento de las cosechas de algunos cultivos del ciclo otoño-invierno y de perennes.

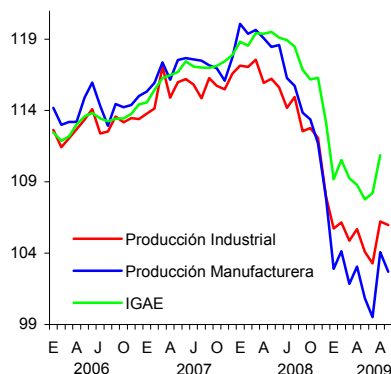
Si bien la información del IGAE disponible al momento de publicar este Informe abarca la evolución de los distintos sectores de la economía hasta el mes de julio, la estadística de la producción industrial disponible ya incluye la evolución de los sectores comprendidos en la actividad industrial al mes de agosto. Con base en esta estadística se observa que, en el bimestre julio-agosto de 2009, la actividad industrial registró un incremento con respecto al segundo trimestre. En el bimestre de referencia el nivel promedio de la producción industrial desestacionalizada registró un aumento de 1.7 por ciento en relación al segundo trimestre. Dicho incremento reflejó expansiones en los cuatro sectores que conforman las actividades industriales, de 2.2 por ciento en las manufacturas; de 1.7 por ciento en la minería; y de 1.3 y 0.3 por ciento en la electricidad y la construcción, respectivamente (Gráfica 25). En congruencia con lo anterior, en cifras originales, en el lapso julio-agosto la producción industrial registró una variación anual negativa de 6.9 por ciento, la cual resultó ser más moderada que la disminución anual de 11.5 por ciento reportada en el segundo trimestre.¹³

¹³ En el bimestre julio-agosto de 2009, se presentaron reducciones anuales de 10.4 por ciento en las manufacturas y de 6.4 por ciento en la construcción, en tanto que la minería y la electricidad reportaron aumentos anuales de 2.1 y 1.8 por ciento, respectivamente. Estas tasas se comparan favorablemente

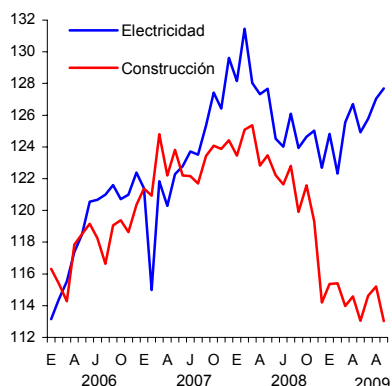
Gráfica 25 Indicadores de Producción

Índice 2003=100; datos desestacionalizados

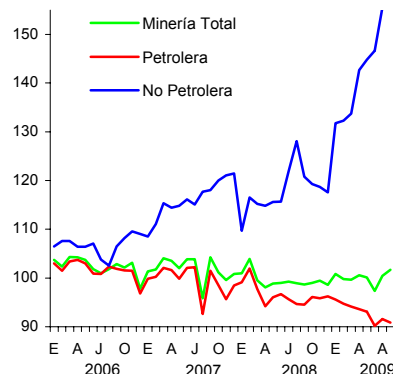
a) IGAE, Producción Industrial y Manufacturera



b) Electricidad y Construcción



c) Minería



Fuente: INEGI.

La evolución del sector industrial descrita anteriormente fue influida significativamente por el comportamiento de la producción manufacturera. Un aspecto importante de la evolución reciente de este sector es que, tanto el subsector de equipo de transporte (que incluye, principalmente, a la industria automotriz terminal y a la de autopartes), como el resto de las manufacturas, reportaron incrementos en sus series desestacionalizadas en el bimestre julio-agosto de 2009, con respecto a sus niveles promedio del segundo trimestre (Gráfica 27a).

En relación con el sector automotriz, en el tercer trimestre de 2009 las exportaciones y la producción alcanzaron montos superiores a los observados en los primeros seis meses del año (Gráfica 26). Dicha reactivación respondió principalmente a dos factores. En primer lugar, al restablecimiento de mayores niveles de producción, una vez terminados los paros técnicos instrumentados por varias empresas ensambladoras de vehículos, algunos de los cuales se extendieron durante una buena parte del segundo trimestre.¹⁴ En segundo lugar, en la evolución positiva del sector automotriz también influyó el programa “Car Allowance Rebate System” (CARS, también conocido como “Cash for Clunkers”) instrumentado por las autoridades estadounidenses, el cual contribuyó de manera favorable al comportamiento de las exportaciones mexicanas de vehículos a ese país. En particular, las ventas en Estados Unidos de vehículos producidos exclusivamente en México registraron un incremento anual de 13.5 por ciento en el tercer trimestre, después de haberse contraído en 27.8 por ciento anual durante el primer semestre del año. Reflejando lo anterior, durante el tercer trimestre de 2009 la producción y exportación de vehículos en México registraron contracciones anuales de 27.6 y 21 por ciento, respectivamente, las cuales son significativamente menores a las caídas reportadas en el primer semestre (43 y 41.5 por ciento). Por su parte, las ventas internas de vehículos registraron en el

con las variaciones anuales registradas por esos sectores en el segundo trimestre, las cuales fueron respectivamente de -16.4, -8.9, 0.7 y -1.4 por ciento.

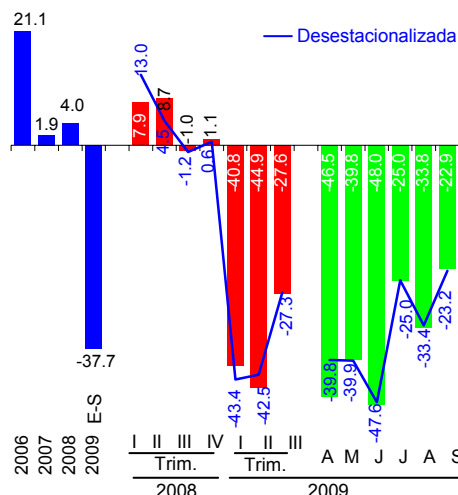
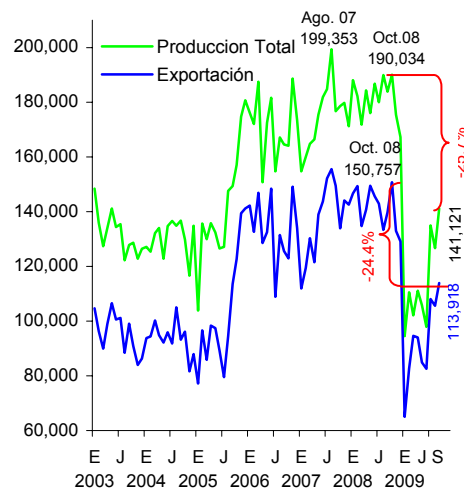
¹⁴ La mayor incidencia de dichos paros técnicos reflejó las consecuencias sobre los niveles de actividad en México del hecho de que dos empresas con elevada participación en la producción doméstica entraron en un proceso de concurso mercantil en Estados Unidos.

trimestre de referencia una caída anual de 29.9 por ciento (35.8 por ciento en el segundo trimestre).

Gráfica 26
Indicadores de la Industria Automotriz

a) Producción de la Industria Automotriz

Variación anual en por ciento del número de unidades

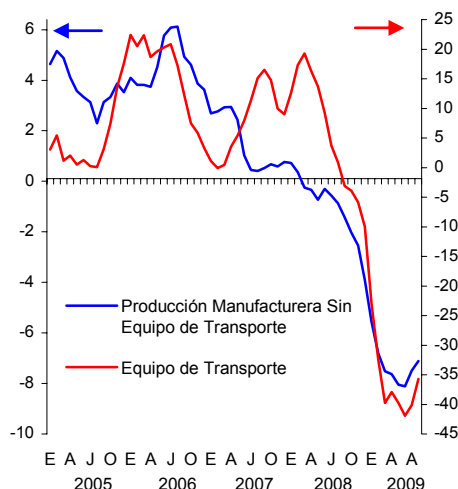
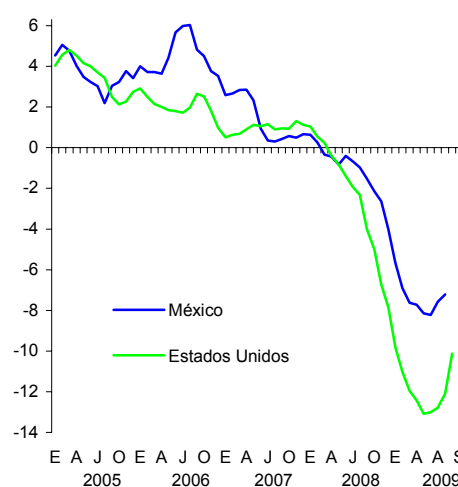

b) Producción y Exportación de Vehículos
Unidades por mes; datos desestacionalizados


Fuente: Elaboración del Banco de México con datos de la AMIA y de la ANPACT.

Gráfica 27
Indicadores de Producción Manufacturera

Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados^{1/}

a) Producción de Equipo de Transporte y del Resto de las Manufacturas


b) Producción Manufacturera en México y Estados Unidos^{2/}


Fuente: INEGI.

1/ Promedio móvil de tres meses.

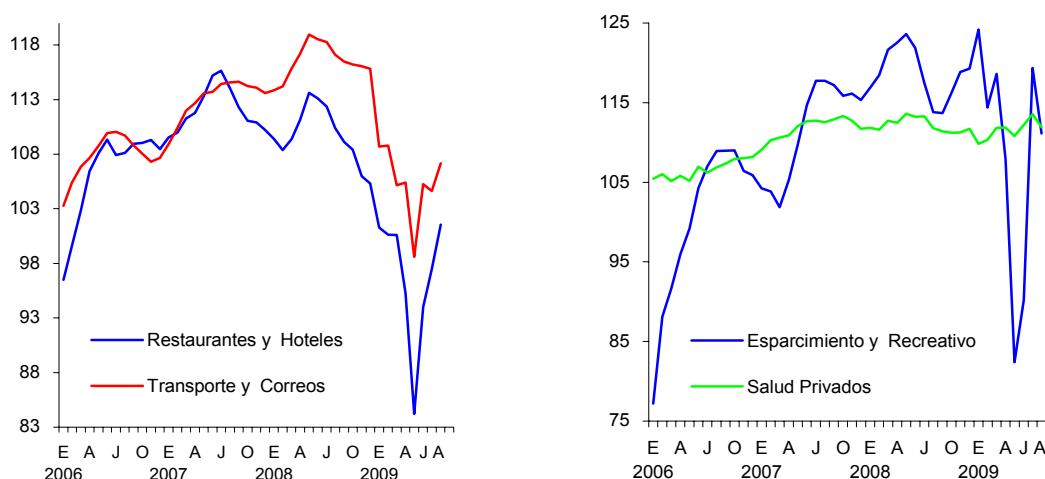
Fuente: INEGI y Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos.

2/ La serie de México no considera al sector de transporte y la de Estados Unidos excluye tanto a la industria automotriz como al sector de alta tecnología.

En lo que respecta a las actividades que conforman el resto de la industria manufacturera, éstas también registraron un incremento en sus niveles de actividad en el bimestre julio-agosto. En particular, diversos subsectores

orientados principalmente a la producción de bienes de consumo e intermedios reportaron alzas mensuales en sus niveles de actividad. Destacan en este sentido la industria de prendas de vestir, la industria de madera y la de plástico y hule. A pesar de ello, la industria manufacturera continúa siendo afectada por un bajo nivel de demanda (Gráfica 27b).

Gráfica 28
Indicadores del Sector Servicios
Índice 2005=100; datos desestacionalizados^{1/}



Fuente: INEGI.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México. Se presentan los datos una vez suavizados con un promedio móvil de tres meses, excepto a partir de 2009.

Finalmente cabe destacar que, reflejando el desempeño positivo que tuvieron respecto de los niveles de actividad registrados el trimestre previo, el considerable ritmo de contracción que habían experimentado los servicios durante el primer y el segundo trimestre de 2009 se moderó significativamente durante el trimestre que se reporta. En efecto, en julio el IGAE de los servicios disminuyó en 7.6 por ciento anual, lo cual se compara favorablemente con la caída de 9 por ciento anual registrada en la primera mitad del año.

3.2.1.2. Demanda Agregada

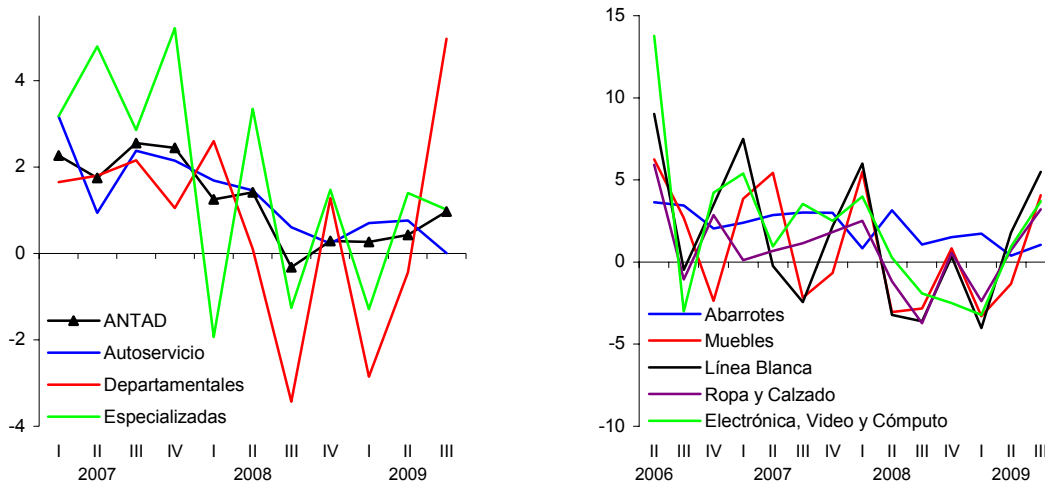
Durante el tercer trimestre de 2009, se observó una moderación de la tendencia negativa que habían venido mostrando los indicadores de demanda externa, lo cual refleja en buena medida la recuperación de la actividad económica global. En consecuencia, como se verá en la sección correspondiente, las exportaciones de mercancías mostraron un menor ritmo de contracción anual en el trimestre que se reporta. A su vez, diversos indicadores de los gastos de consumo privado muestran en los meses recientes una recuperación. Los gastos destinados a la formación de capital, por su parte, parecerían haber dejado de caer y, en el caso particular de las importaciones de bienes de capital, durante el trimestre que se reporta se observó una trayectoria positiva.

Entre los indicadores oportunos del consumo que sugieren un cambio de tendencia en este agregado, destaca el comportamiento de las ventas totales de la ANTAD. En el tercer trimestre de 2009 dichas ventas, medidas en términos reales y con datos desestacionalizados, registraron un aumento trimestral de 1 por ciento, después de haber registrado crecimientos de 0.3 y 0.4 por ciento en el

primero y segundo trimestres, respectivamente.¹⁵ Destaca que, desde el segundo trimestre de 2008, no se observaba una tasa de crecimiento trimestral tan elevada en estas ventas (Gráfica 29a). Así, el mayor incremento que en el margen mostró este indicador sugiere un proceso de recuperación del consumo agregado.

La recuperación de estas ventas en el tercer trimestre del año fue impulsada en gran medida por las cadenas departamentales, las cuales utilizaron de manera más intensa y prolongada los programas de bonificaciones y de pagos a plazo sin intereses.¹⁶ Este avance se presentó de manera relativamente generalizada en sus distintas líneas de productos, incluyendo tanto bienes no duraderos, como diversos bienes duraderos. En el caso de estos últimos, el mayor dinamismo que mostraron sus ventas queda de manifiesto si se toma en cuenta que, en varios casos, no se habían observado expansiones trimestrales tan elevadas desde el primer trimestre de 2008 (Gráfica 29b).

Gráfica 29
Indicadores de Demanda Interna: Consumo^{1/}
Variación trimestral en por ciento de datos desestacionalizados
a) Ventas de las Tiendas de la ANTAD en Términos Reales b) Ventas de la ANTAD de Distintas Líneas de Productos



Fuente: ANTAD.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México.

Otros indicadores de consumo privado también mostraron un mayor dinamismo en el tercer trimestre de 2009. Este es el caso, por ejemplo, de las importaciones de bienes de consumo, que ya parecerían estar exhibiendo un cambio de tendencia congruente con una recuperación del gasto interno. En el tercer trimestre de 2009, estas importaciones registraron una caída anual en dólares corrientes de 33.3 por ciento (29.1 por ciento al excluir las importaciones de gasolina y 23.1 por ciento al excluir tanto las importaciones de gasolina, como

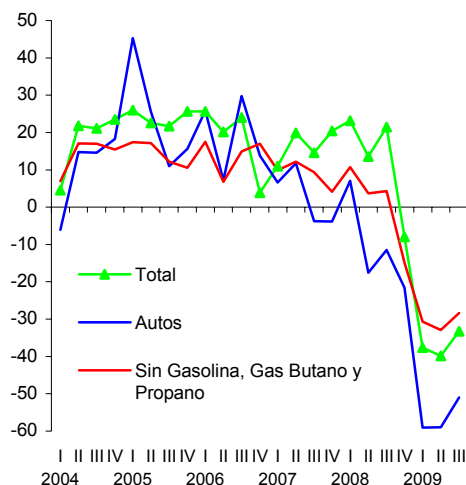
¹⁵ En términos anuales, el aumento de estas ventas fue de 2 por ciento en el trimestre que se reporta. Esta cifra representa una mejoría en comparación con los incrementos anuales de 1.7 y 0.7 por ciento en el primero y segundo trimestres de 2009.

¹⁶ En 2008, las ventas de la ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales) representaron aproximadamente el 30 por ciento de las ventas totales al menudeo en el país. La cifra correspondiente se eleva a 43 por ciento si se excluyen de las ventas al menudeo las de vehículos, refacciones para vehículos y combustibles.

las de vehículos; Gráfica 30a). Esta cifra se compara con las caídas de 37.6 y 39.9 por ciento en el primero y segundo trimestres del año, respectivamente.

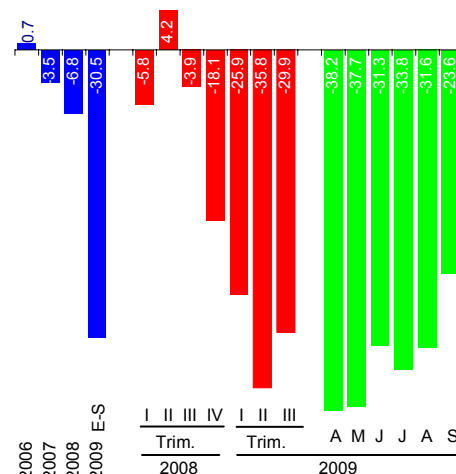
Gráfica 30
Indicadores de Demanda Interna: Consumo
Variación anual en por ciento

a) Importaciones de Bienes de Consumo



Fuente: Banco de México.

b) Ventas Internas al Menudeo de Vehículos Nuevos



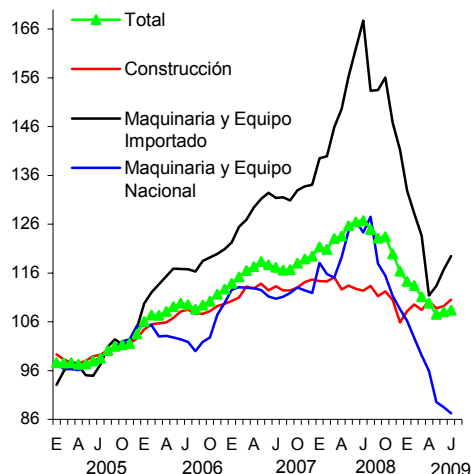
Fuente: AMIA.

El gasto de inversión fija bruta ajustado por estacionalidad, por su parte, presentó en julio de 2009 un aumento mensual de 0.3 por ciento, después de que su variación resultó de 0.5 por ciento el mes previo. Así, dicho rubro aparentemente dejó de contraerse en el tercer trimestre de 2009 (Gráfica 31). Es relevante mencionar que, en el caso particular de la inversión en maquinaria y equipo importado, se han observado incrementos mensuales positivos consecutivos entre junio y agosto en su serie ajustada por estacionalidad. Reflejando este comportamiento, la inversión fija bruta en su serie original registró una contracción anual de 14.1 por ciento en julio de 2009, lo cual se compara con los descensos de 7.3 y 15.1 por ciento en el primero y segundo trimestres de 2009, respectivamente.

Finalmente, cabe mencionar que diversos indicadores de opinión empresarial, tales como los recabados por el Banco de México y el INEGI en la Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE), así como indicadores de confianza e indicadores prospectivos de la economía mexicana, son congruentes con el cambio de tendencia que la actividad económica parecería estar manifestando. En particular, destacan el Indicador de Pedidos Manufactureros (IPM) y el Indicador de Confianza del Productor, que muestran una tendencia creciente a partir de marzo de 2009. Dicho comportamiento es congruente con el que ha registrado el Purchasing Managers' Index (PMI) manufacturero de Estados Unidos (Gráfica 32a). Asimismo, la evolución reciente de los indicadores adelantados de la economía mexicana sugieren que ésta podría presentar una tendencia creciente en los próximos meses (Gráfica 32b). Es relevante señalar que, tanto el índice de confianza de los consumidores, como el de los analistas económicos del sector privado, también han venido mostrando una tendencia positiva en los últimos meses (Gráfica 33).

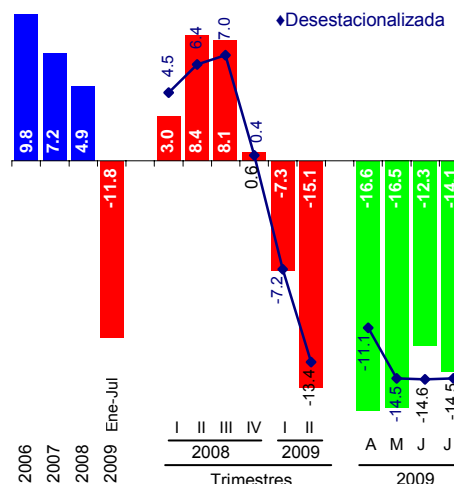
Gráfica 31
Indicadores de Demanda Interna: Inversión

a) Inversión Fija Bruta y sus Componentes
Índice 2005=100; datos desestacionalizados y promedio móvil de tres meses, excepto a partir de 2008

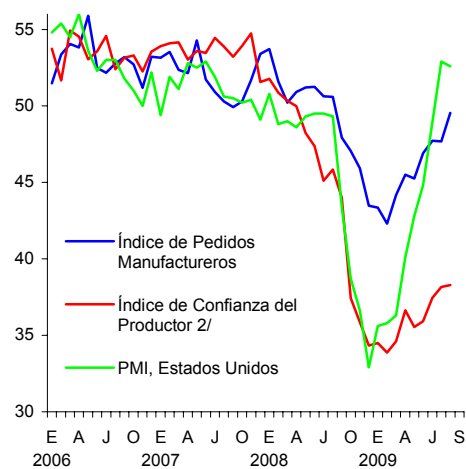


Fuente: INEGI.

b) Formación Bruta de Capital Fijo
Variación anual en por ciento

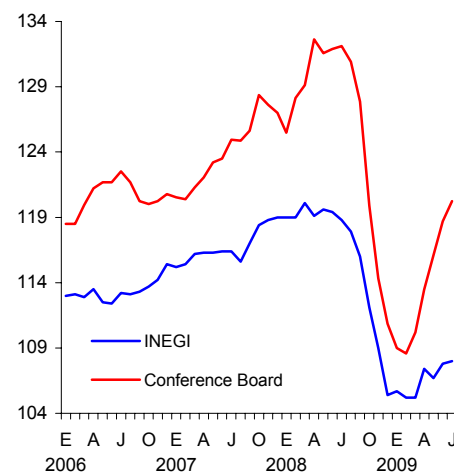

Gráfica 32
Indicadores de Opinión Empresarial y Adelantados de la Economía Mexicana

a) Indicador de Pedidos Manufactureros, Indicador de Confianza del Productor y Purchasing Managers' Index de Estados Unidos
Datos desestacionalizados^{1/}



1/ Indicadores con referencia a 50 puntos.
2/ Serie Original.

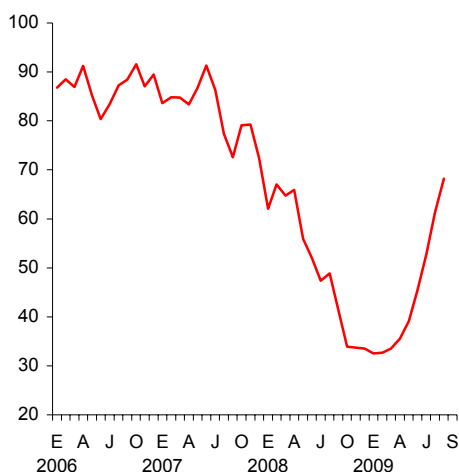
b) Indicadores Adelantados: INEGI y Conference Board
Índice 2003=100; datos desestacionalizados



Gráfica 33
Indicadores de Confianza

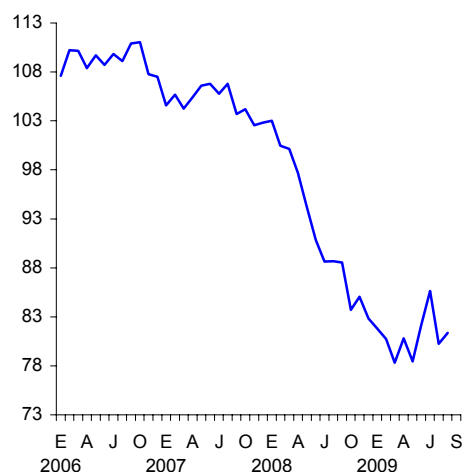
a) Índice de Confianza de los Especialistas del Sector Privado

Índice 2004=100; datos desestacionalizados



b) Índice de Confianza del Consumidor

Índice Enero 2003=100; datos desestacionalizados



3.2.1.3. Empleo y Productividad

Algunos indicadores del mercado laboral, como las tasas de desocupación y subocupación, continuaron mostrando un comportamiento relativamente desfavorable en el tercer trimestre de 2009. Si bien esto refleja en parte la estacionalidad en los meses de julio y agosto ocasionada por la presión que ejercen los jóvenes al buscar trabajo en el período vacacional de verano, aún con cifras ajustadas por estacionalidad las tasas de desocupación aumentaron respecto al trimestre previo. A pesar de lo anterior, la demanda de trabajo (medida mediante el número de trabajadores asegurados en el IMSS) parecería haber dejado de contraerse en los últimos meses, aunque siguió registrando disminuciones en términos anuales. En parte, el desempeño del mercado laboral en el trimestre podría estar reflejando un rezago en la respuesta de dicho mercado al aparente cambio en las condiciones económicas del país.

Profundizando en lo anterior, el número de asegurados en el IMSS cerró el tercer trimestre de 2009 en un nivel de 13,900,551 trabajadores, lo cual representa un incremento de 106,790 personas respecto del cierre del trimestre previo. Esta cifra se compara con la caída de 87,116 trabajadores observada en el segundo trimestre del año. Vale resaltar, sin embargo, que en parte esta evolución se encuentra influida por la estacionalidad del indicador de trabajadores asegurados en el IMSS. En términos ajustados por estacionalidad, entre julio y septiembre de 2009 el número de trabajadores asegurados en el IMSS disminuyó en 36,581 personas, lo cual se compara con las contracciones de 234,808 y de 131,498 trabajadores en los dos trimestres previos, respectivamente. Así, el ritmo de contracción trimestral del número de trabajadores asegurados en el IMSS se ha atenuado considerablemente.

En términos de su variación anual, este indicador mostró una disminución de 540,213 trabajadores (3.7 por ciento) respecto a septiembre del año anterior. Esta caída se compara con la contracción anual de 596,200 trabajadores (4.1 por ciento) al cierre del trimestre previo y se deriva de

Gráfica 34

a) Número de Trabajadores
Variación anual de datos originales

b) Trabajadores Permanentes y Eventuales Urbanos

Bar chart showing monthly electricity generation in TWh for the period from May 2006 to September 2009. The chart uses blue bars for monthly data and red bars for annual totals. The annual totals for 2006 (686,103 TWh), 2007 (603,400 TWh), and 2008 (525,386 TWh, -3.87% change) are shown. The monthly data for 2009 shows a significant drop in generation, with the annual total for 2009 being -540,213 TWh (-3.74% change).

Line graph showing the evolution of the deficit of the Social Security system from January 2005 to January 2009. The Y-axis represents the deficit in millions of pesos, ranging from -600,000 to 600,000. The X-axis shows months (E, A, J, O) and years (2005, 2006, 2007, 2008, 2009). Two series are plotted: 'Permanentes' (green line) and 'Eventuales Urbanos' (blue line). The 'Permanentes' deficit peaks at 505,922 million pesos in April 2007 (4.3% of GDP) and drops to -513,177 million pesos in January 2009 (-4% of GDP). The 'Eventuales Urbanos' deficit peaks at 184,782 million pesos in July 2006 (14.4% of GDP) and drops to -27,036 million pesos in January 2009 (-1.7% of GDP).

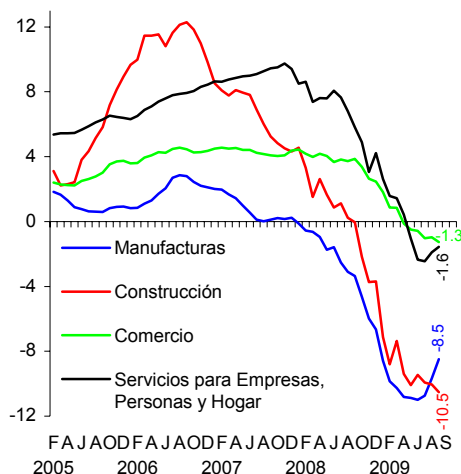
Month	Permanentes (Millions of pesos)	Eventuales Urbanos (Millions of pesos)
Jul. 2006	184,782	14.4%
Abr. 2007	505,922	4.3%
Jan. 2009	-513,177	-27,036

Por su parte, con base en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI y que abarca a la totalidad del mercado de trabajo del país, el Banco de México estima que, en el trimestre de referencia, la población ocupada total mostró una variación anual ligeramente positiva (Gráfica 36a). En lo referente a los indicadores de masa salarial en términos reales, éstos continuaron mostrando reducciones importantes a tasa anual en lo correspondiente a la economía mexicana en su conjunto y, en particular, en el sector formal de la economía. Tal evolución fue reflejo tanto de caídas en la generación de empleos, como de los indicadores de remuneraciones medias en términos reales (Gráfica 37).¹⁷

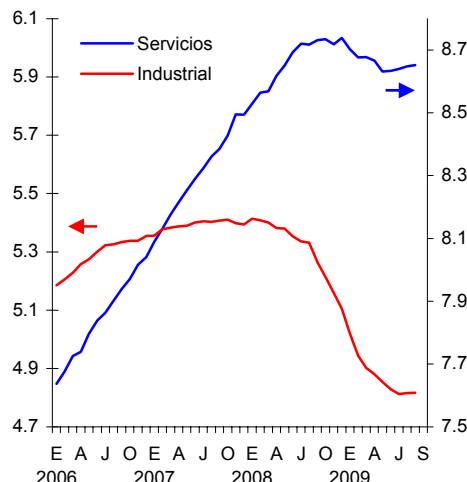
44

Gráfica 35
Indicadores de Empleo

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS por Sectores^{1/}
Variación anual en por ciento



b) Trabajadores Permanentes y Eventuales Urbanos
Millones de personas; datos desestacionalizados

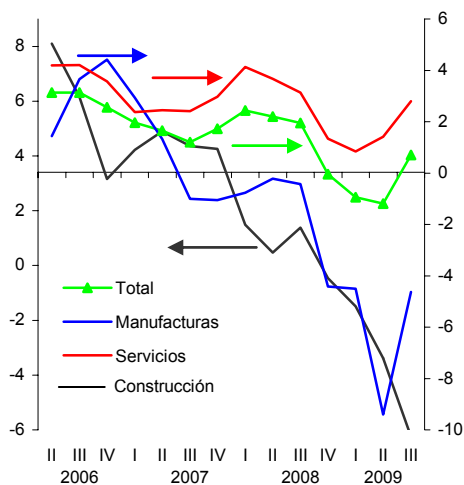


Fuente: IMSS y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

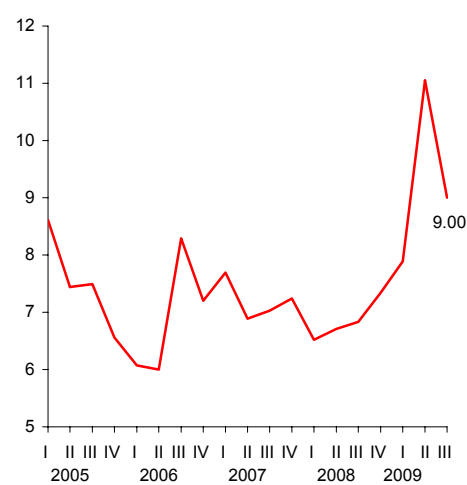
1/ Promedios móviles de tres meses, excepto en 2008 y 2009.

Gráfica 36
Población Ocupada y Subocupada

a) Población Ocupada^{1/}
Variación anual en por ciento y promedio móvil de dos trimestres^{2/}



b) Población Subocupada
Porcentaje respecto a la población ocupada
Datos desestacionalizados



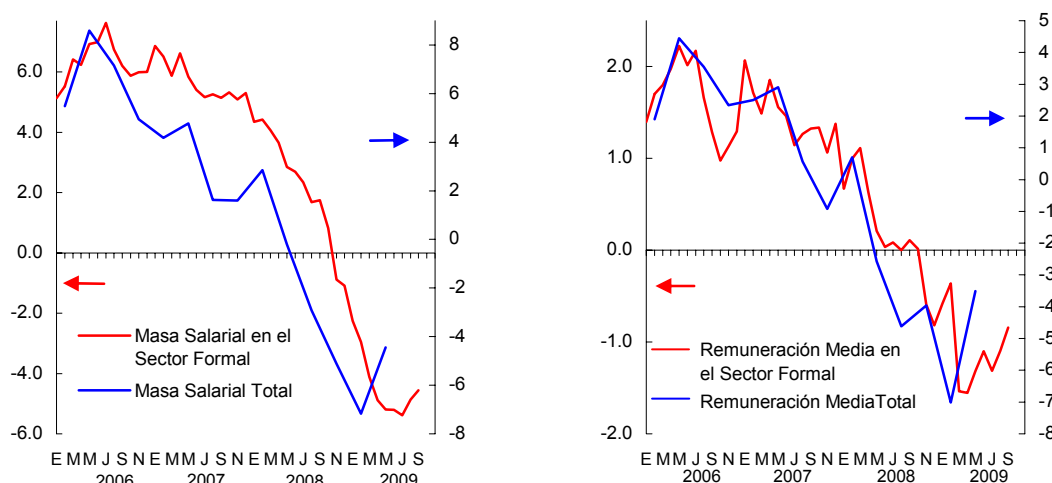
Fuente: ENOE, INEGI.

1/ La serie de Población Ocupada proviene de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) e incluye a los tres sectores: primario, secundario y terciario. Las cifras de Población Ocupada del tercer trimestre de 2009 son estimaciones del Banco de México.

2/ Excepto 2009.

abril-junio de 2009, una disminución anual de 4.4 por ciento. Esta cifra se derivó de reducciones de 1 por ciento del personal ocupado remunerado y de 3.5 por ciento en la remuneración media en términos reales.

Gráfica 37
Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales
Variación anual en por ciento



Fuente: Elaborado con información del IMSS (salario medio de cotización y número de trabajadores afiliados) y del INEGI (Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, ENOE, con el ingreso por hora trabajada, horas trabajadas por semana y la población ocupada remunerada).

En lo que se refiere a las tasas de desocupación en el país, éstas aumentaron en el trimestre que se reporta, en comparación a los niveles observados en el segundo trimestre, no obstante que en este último periodo las tasas de desocupación se habían visto afectadas temporalmente por el brote de virus A(H1N1). En efecto, de acuerdo con la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI, la tasa de desocupación nacional medida con datos desestacionalizados registró un nivel de 5.7 por ciento en el segundo trimestre de 2009, mientras que, en el tercer trimestre, ésta se elevó a 5.9 por ciento (Gráfica 38a). Por su parte, la tasa de desocupación urbana alcanzó un nivel promedio, en términos ajustados por estacionalidad, de 7.3 por ciento en el trimestre de referencia, cifra que se compara con la tasa promedio de 7 por ciento del segundo trimestre. Conviene mencionar que, a partir del cuarto trimestre de 2008 y especialmente hasta marzo de 2009, el aumento del desempleo ha reflejado una mayor incidencia de despidos relacionados con las condiciones económicas prevalecientes (Gráfica 38b).

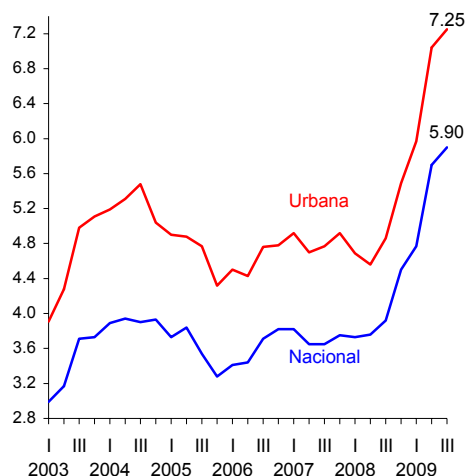
La población subocupada, que se refiere a aquellos trabajadores que manifestaron tener necesidad y disponibilidad para laborar más horas de las que su ocupación actual les permite, se ubicó, con cifras desestacionalizadas, en 9 por ciento de la población ocupada en el tercer trimestre de 2009. Esta cifra representa una reducción considerable con respecto a la observada el trimestre previo de 11.1 por ciento (Gráfica 36b), evolución que reflejó en parte el desvanecimiento de los efectos del virus de influenza sobre la tasa de subocupación en los meses de abril y mayo de 2009.¹⁸ A pesar de lo anterior, el nivel de la tasa de subocupación en el trimestre que se reporta continuó siendo

¹⁸ Como fue señalado en su oportunidad en el Informe sobre la Inflación abril-junio 2009, los indicadores de desempleo y, especialmente, de subocupación, se vieron influidos al alza, por los efectos de las medidas preventivas adoptadas para evitar la propagación del virus de influenza A(H1N1) y por los efectos del brote de dicho virus sobre la demanda que enfrentaron algunas actividades particulares en los meses de abril y mayo de 2009. En esos meses la tasa de subocupación se ubicó, con cifras desestacionalizadas, en 10.84 y 13.15 por ciento, respectivamente.

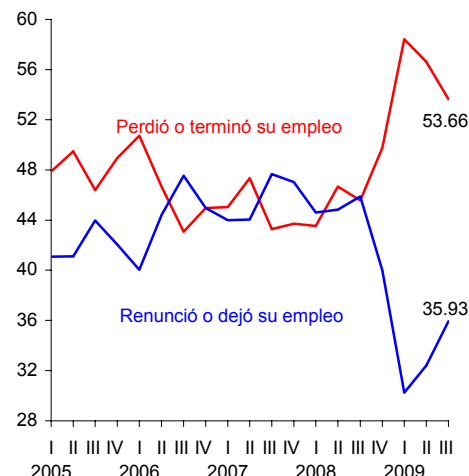
más elevado que lo registrado en el primer trimestre del presente año, antes de que este indicador se viera afectado por el brote del virus (7.9 por ciento).

Gráfica 38
Tasas de Desocupación y sus Causas

a) Tasa de Desocupación
Por ciento y datos desestacionalizados



b) Causas de Desocupación
Porcentaje con respecto a la población desocupada con experiencia^{1/}



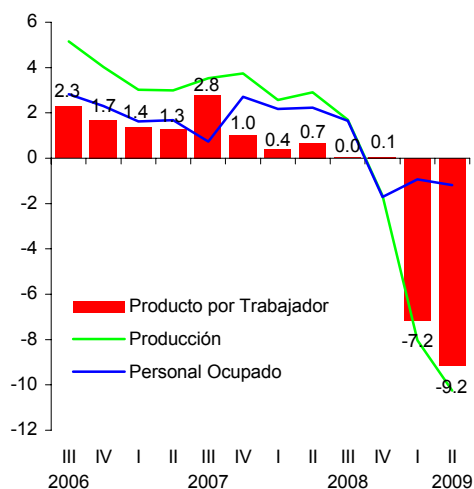
Fuente: ENOE.

1/ Las cifras del tercer trimestre de 2009 son estimaciones del Banco de México.

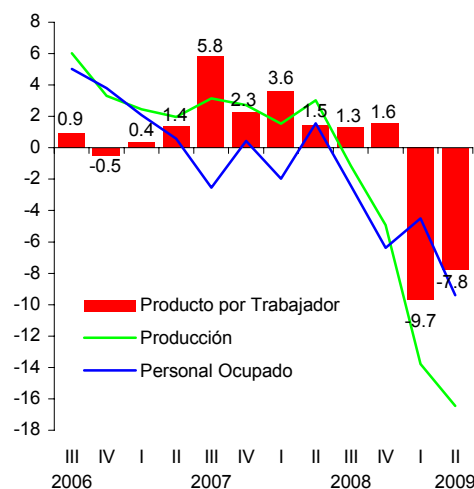
Gráfica 39
Producto por Trabajador: Total de la Economía e Industria Manufacturera^{1/}

Variación anual en por ciento

a) Total de la Economía



b) Industria Manufacturera



1/ Para calcular el producto medio por trabajador, se toma en cuenta información de producción del Sistema de Cuentas Nacionales y el personal ocupado de la ENOE.

Durante el segundo trimestre de 2009, el producto por trabajador para el total de la economía, estimado con información de la ENOE y del Sistema de Cuentas Nacionales, mostró una variación anual de -9.2 por ciento, cifra menor en 2 puntos porcentuales a la observada en el trimestre previo. Lo anterior fue resultado de una aceleración en el descenso de la producción. Por su parte, en el

sector manufacturero, la productividad laboral mostró una menor caída en su tasa de variación, pasando de -9.7 por ciento en el primer trimestre de 2009 a -7.8 por ciento en el segundo trimestre del mismo año (Gráfica 39).

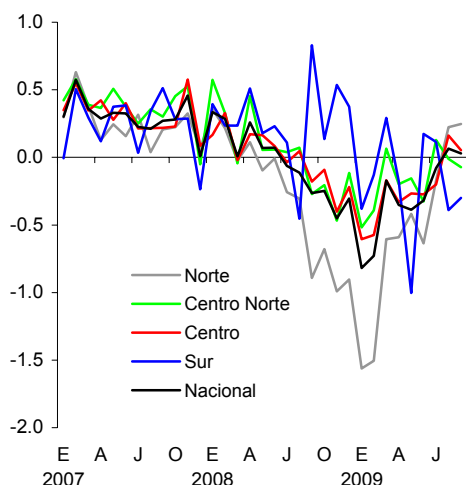
3.2.1.4. Economía Regional

Durante el tercer trimestre de 2009, la actividad económica en las distintas regiones del país transitó hacia un punto de inflexión en el que diversos indicadores apuntan hacia un posible cambio de tendencia.¹⁹ Esto último parecería más claro en la región norte, que se caracteriza por mantener un estrecho vínculo con el ciclo económico externo que inicia una fase expansiva. Al respecto, en esa región, la producción manufacturera registró expansiones moderadas a la vez que el empleo formal mostró variaciones mensuales positivas en los meses de agosto y septiembre.

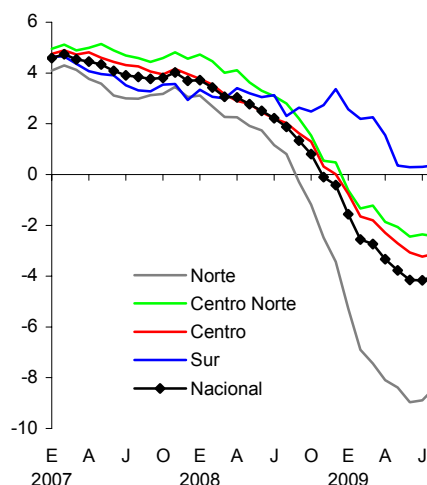
La evolución del empleo formal en la región norte, en su serie desestacionalizada, exhibió dos incrementos mensuales consecutivos al cierre del tercer trimestre (Gráfica 40a). Asimismo, en las regiones centro norte y centro, la trayectoria descendente de la tasa de crecimiento anual del empleo formal se detuvo, mientras que en el sur esto todavía no ocurre (Gráfica 40b).

Gráfica 40
Trabajadores Asegurados en el IMSS

a) Variación mensual en por ciento de datos desestacionalizados



b) Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados



Fuente: Estimaciones de Banco de México con datos del IMSS.

En lo concerniente a la actividad manufacturera, su producción mostró una moderada expansión en las regiones norte y centro norte al cierre del tercer trimestre. Por su parte, en el resto de las regiones parecería que la contracción de la industria se detuvo en el periodo referido (Gráfica 41a). Lo anterior se deriva de los resultados de una encuesta con representatividad regional que levantó el

¹⁹ La regionalización del país que se utiliza en esta sección es la siguiente: el norte incluye Baja California, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; el centro norte considera a Baja California Sur, Aguascalientes, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, Sinaloa y Zacatecas; el centro lo integran Distrito Federal, México, Guanajuato, Hidalgo, Morelos, Puebla, Querétaro y Tlaxcala; y el sur Campeche, Chiapas, Guerrero, Oaxaca, Quintana Roo, Tabasco, Veracruz y Yucatán.

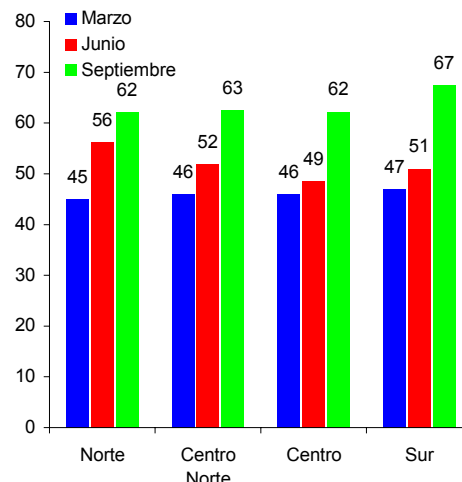
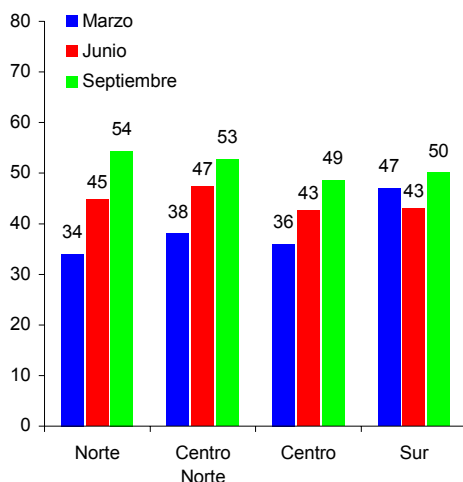
Banco de México entre alrededor de 500 empresas al cierre de los primeros tres trimestres de 2009. Por otra parte, los empresarios manufactureros de todas las regiones previeron en septiembre de 2009 una posible expansión en la actividad manufacturera para el próximo trimestre (Gráfica 41b).

Gráfica 41

Indicadores de Actividad Asociados a la Industria Manufacturera

a) Encuesta Regional sobre Actividad en la Industria Manufacturera
Índice de difusión^{1/}

b) Encuesta Regional sobre Actividad en la Industria Manufacturera para el Próximo Trimestre
Índice de difusión^{1/}



Fuente: Banco de México.

1/ Un valor mayor a 50 puntos indica expansión y un valor menor a 50 puntos indica contracción.

3.2.1.5. Sector Externo

La evolución de las cuentas externas del país durante el tercer trimestre de 2009 fue congruente con un desempeño menos desfavorable de la demanda externa y con mayores niveles de gasto doméstico. En efecto, durante el periodo se observaron déficit en la balanza comercial y en la cuenta corriente, lo cual se compara con los saldos superavitarios registrados por estas cuentas en el trimestre previo. Esto refleja, en buena medida, el hecho de que las importaciones de mercancías registraron un repunte, en un contexto en el que las exportaciones de bienes y servicios han tendido a dejar de contraerse al ritmo al que venían cayendo en los trimestres previos. Si bien en la moderación de la caída de las exportaciones contribuyó el desvanecimiento de los efectos del brote de influenza A(H1N1) sobre la afluencia de viajeros internacionales, el restablecimiento de la actividad en algunas plantas automotrices y el efecto sobre las ventas externas automotrices derivado del programa de apoyo a las compras de vehículos en Estados Unidos, la evolución más reciente de las exportaciones de bienes y servicios también parecería reflejar el proceso de recuperación de los niveles de actividad económica global. Finalmente, otro aspecto que influyó en las cuentas externas del país en el trimestre es que la astringencia que caracterizó a los mercados financieros internacionales desde finales de 2008 y durante la primera mitad del año en curso dio señales de un paulatino relajamiento.

Los aspectos más sobresalientes de la evolución del sector externo en el tercer trimestre del presente año son los siguientes:

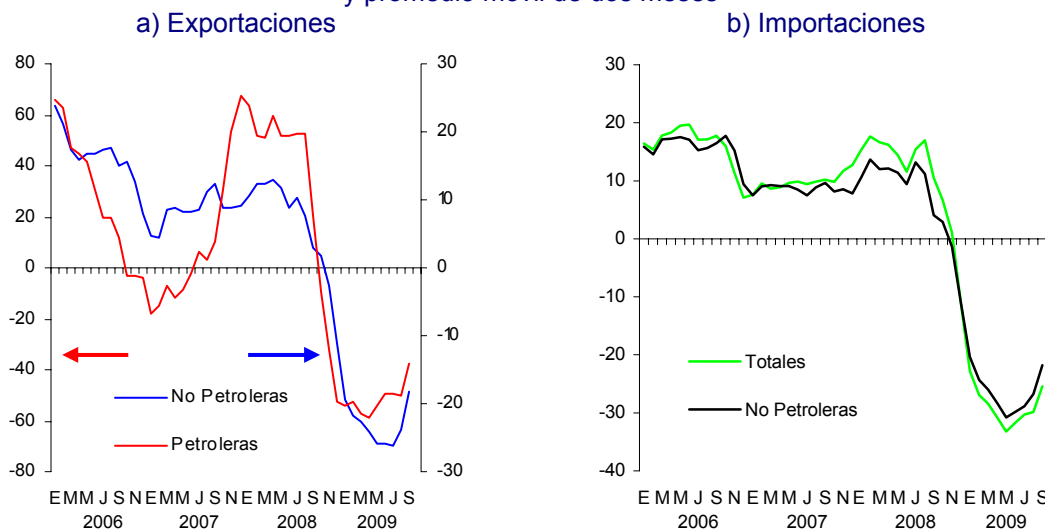
- a) La balanza comercial del país pasó de presentar un superávit en el segundo trimestre de 2009 (776 millones de dólares) a registrar nuevamente un déficit en el tercer trimestre (3,145 millones de dólares). A su vez, el déficit de la balanza comercial no petrolera se ubicó en 5,154 millones de dólares en el trimestre julio-septiembre de 2009, lo cual es superior al déficit de 1,843 millones de dólares registrado en el segundo trimestre del año, si bien es inferior al déficit del tercer trimestre de 2008, de 9,652 millones de dólares. La evolución que, en el margen, ha mostrado la balanza comercial, refleja fundamentalmente el mayor dinamismo de las importaciones de mercancías, aunque las exportaciones no petroleras experimentaron una moderación en su ritmo de contracción. En este contexto, el mayor dinamismo del gasto doméstico y de la actividad productiva pareciera ser el factor fundamental que condujo a que se observaran mayores déficit externos.
- b) En el periodo julio-septiembre de 2009, las exportaciones totales registraron una caída de 25.9 por ciento a tasa anual, misma que se derivó de reducciones de 43.6 por ciento de las exportaciones petroleras y de 21.7 por ciento de las no petroleras (Gráfica 42a).²⁰ Tales descensos se comparan con las contracciones anuales observadas en el trimestre previo, las cuales resultaron de 31.6 por ciento para las exportaciones totales, de 52.8 por ciento para las petroleras y de 26.5 por ciento para las no petroleras.
- c) La disminución a tasa anual del valor de las exportaciones petroleras en el lapso julio-septiembre de 2009 (43.6 por ciento), reflejó reducciones tanto del precio promedio de la mezcla mexicana del crudo de exportación, como del volumen exportado.²¹ Cabe mencionar que, como resultado del aumento que ha experimentado el precio del petróleo en los meses recientes, la baja referida fue menor que la observada en el segundo trimestre del año (-52.8 por ciento; Gráfica 42a). En el periodo que se reporta, el precio del petróleo mexicano se ubicó en 63.90 dólares por barril, nivel significativamente menor al de 105.89 dólares registrado en el tercer trimestre de 2008. Asimismo, el volumen exportado presentó una caída de 8.4 por ciento respecto al tercer trimestre de 2008. Por su parte, las importaciones de productos petroleros mostraron en el trimestre un descenso anual de 45.2 por ciento. Como resultado de lo anterior, en el periodo julio-septiembre la balanza de productos petroleros presentó un superávit de 2,009 millones de dólares, monto que se compara con el saldo superavitario de 3,225 millones registrado en el mismo trimestre del año pasado.
- d) En el tercer trimestre del presente año, las exportaciones no petroleras experimentaron un descenso a tasa anual de 21.7 por ciento, producto de disminuciones de 19.7 por ciento en las exportaciones de la industria automotriz y de 22.3 por ciento de las del resto de productos no petroleros (Cuadro 4 y Gráfica 43). Esta caída anual de las

²⁰ Las exportaciones petroleras registraron caídas de 42.2 y 57.6 por ciento en el último trimestre de 2008 y en el primer trimestre del presente año, respectivamente. En las mismas comparaciones, las exportaciones no petroleras presentaron disminuciones de 8 y 22.1 por ciento.

²¹ Cabe señalar que en el presente año el impacto de la disminución del precio internacional del petróleo se verá compensado parcialmente por los ingresos derivados de las operaciones de cobertura de ingresos petroleros realizadas por el Gobierno Federal en los mercados financieros internacionales.

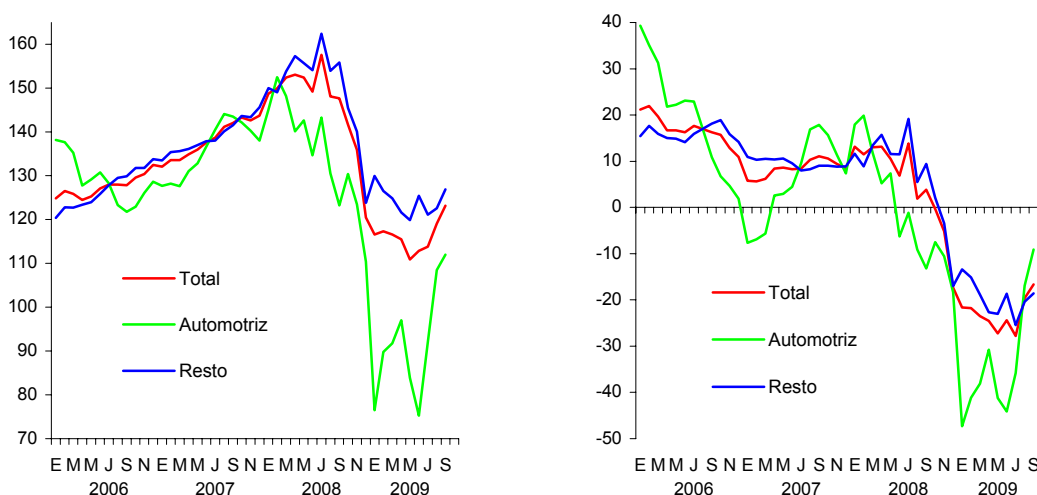
exportaciones no petroleras fue ligeramente más moderada que la observada en el segundo trimestre (-26.5 por ciento). En general, es posible apreciar que las exportaciones no petroleras comenzaron a dejar de contraerse durante el trimestre que se reporta (Gráfica 43).

Gráfica 42
Exportaciones e Importaciones de Mercancías
Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados
y promedio móvil de dos meses



Fuente: Banco de México.

Gráfica 43
Exportaciones de Mercancías No Petroleras
Promedio móvil de tres meses, excepto en 2008 y 2009
a) Índice 2004=100; datos desestacionalizados
b) Variación anual en por ciento



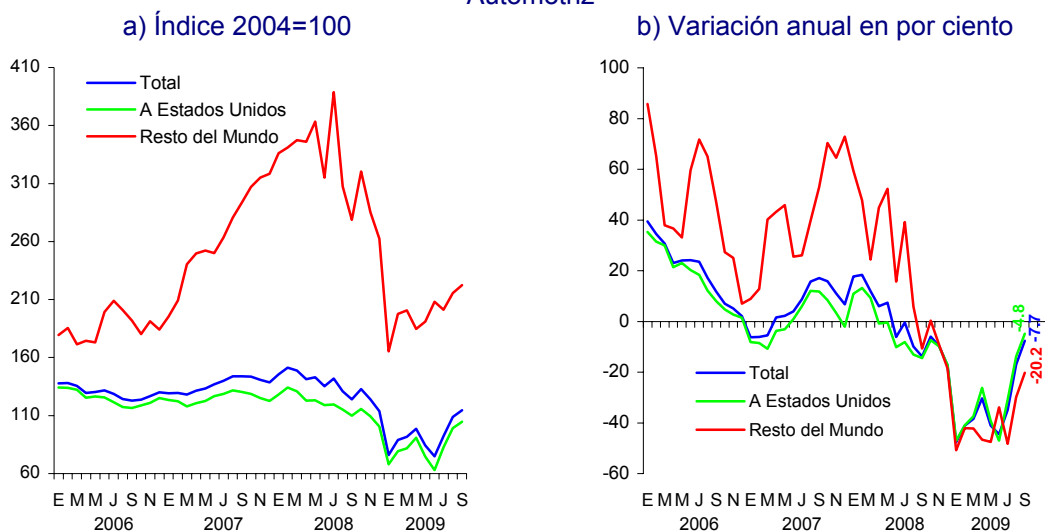
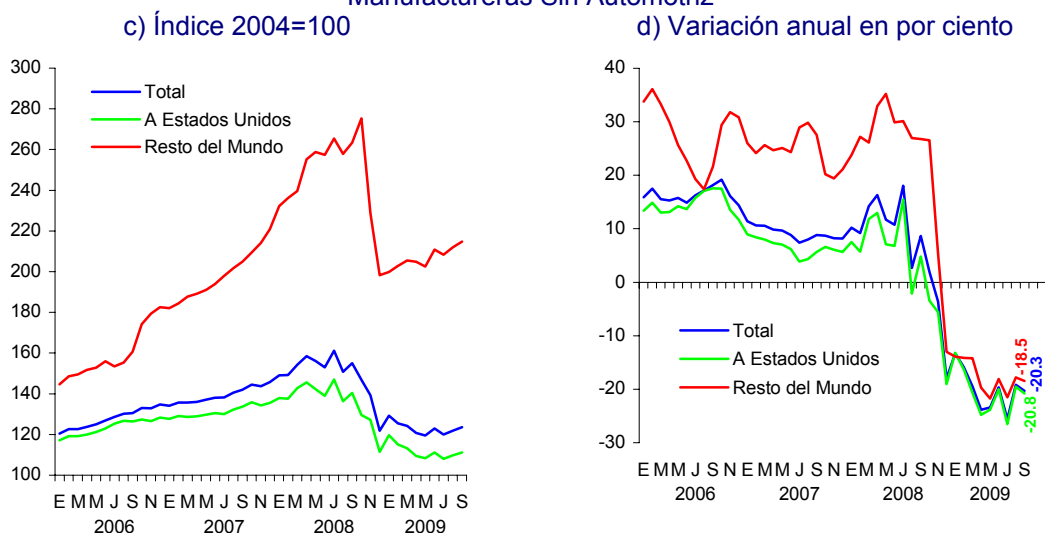
Fuente: Banco de México.

En la evolución de las exportaciones no petroleras destaca que el descenso mostrado por las exportaciones automotrices en el trimestre julio-septiembre (-19.7 por ciento) fue significativamente inferior al registrado en los trimestres previos (-41 y -40.3 por ciento en el primero

y segundo trimestres, respectivamente). Ello refleja el restablecimiento de actividades en algunas empresas del sector tras los paros técnicos a los que se vieron sometidas durante una buena parte del segundo trimestre, aunado al efecto favorable que, sobre las exportaciones mexicanas de vehículos, tuvo el programa “Car Allowance Rebate System”. Por lo que hace al resto de las exportaciones no petroleras, la reducción anual de 22.3 por ciento fue la misma que la experimentada el trimestre anterior. Desde una perspectiva regional, las exportaciones no petroleras dirigidas a Estados Unidos se contrajeron 21.7 por ciento, luego de haber descendido 26.5 por ciento el trimestre anterior, en tanto que las canalizadas al resto del mundo registraron, en la misma comparación, tasas de -22.1 y -26.4 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 44).

Gráfica 44
Exportaciones Manufactureras a Distintos Mercados

Datos desestacionalizados, promedio móvil de tres meses, excepto en 2008 y 2009

Automotriz

Manufactureras Sin Automotriz


Fuente: Banco de México.

Cuadro 4
Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras a Distintos Mercados
Por ciento

	Participación			Crecimiento Anual				
	Anual		III Trim	2008	2009			
	2007	2008	2009		I Trim	II Trim	I Sem	III Trim
Total	100.0	100.0	100.0	5.17	-22.07	-26.46	-24.39	-21.74
Estados Unidos	82.54	79.86	79.29	1.75	-21.97	-26.47	-24.33	-21.66
Automotriz	20.41	18.57	18.22	-4.32	-40.11	-39.37	-39.73	-16.28
Otras	62.13	61.29	61.07	3.74	-16.11	-22.51	-19.49	-23.13
Resto del Mundo	17.46	20.14	20.71	21.34	-22.48	-26.44	-24.64	-22.07
Automotriz	4.11	4.57	3.95	16.78	-44.92	-44.26	-44.57	-32.35
Otras	13.35	15.57	16.76	22.74	-15.33	-21.31	-18.63	-19.17
Automotriz Total	24.52	23.14	22.17	-0.78	-41.02	-40.33	-40.66	-19.68
Otras Total	75.48	76.86	77.83	7.10	-15.96	-22.26	-19.32	-22.31

Fuente: Banco de México.

- e) En el tercer trimestre de 2009, el valor de las importaciones de mercancías se redujo en 27.8 por ciento a tasa anual, lo cual se compara con la disminución anual de 33.3 por ciento registrada en el segundo trimestre. En este periodo, las importaciones de productos petroleros disminuyeron 45.2 por ciento (49.6 por ciento en el segundo trimestre), en tanto que las restantes compras al exterior se contrajeron en 25 por ciento (-31.2 por ciento en el trimestre previo).²² Por tipo de bien, se observaron reducciones de 33.3, 26.7 y 27 por ciento en las importaciones de bienes de consumo, intermedios y de capital, respectivamente. Destaca que, con cifras desestacionalizadas, en el trimestre que se reporta las importaciones tendieron a mostrar una tendencia positiva, lo cual es congruente con una gradual recuperación del mercado interno (Gráfica 45).

En el bimestre julio-agosto de 2009, los ingresos por viajeros internacionales registraron una caída anual de 21.4 por ciento (-27.1 por ciento en el segundo trimestre). Dicha variación se compara con las pronunciadas contracciones observadas en mayo y junio, de 49.2 y 28.9 por ciento respectivamente. Tal evolución, así como el comportamiento más reciente de la ocupación hotelera en el país, refleja el gradual desvanecimiento de los efectos del brote del virus de influenza sobre la afluencia de viajeros internacionales (Gráfica 46). Por su parte, durante el tercer trimestre de 2009, el ingreso de recursos al país por remesas familiares se ubicó en 5,356 millones de dólares, lo que implicó una reducción anual de 16.3 por ciento, luego de haber descendido 4.9 y 17.9 por ciento en el primero y segundo trimestres de 2009, respectivamente. Así, la tendencia de las remesas continuó siendo negativa, lo cual es congruente con la contracción que registró el empleo en el sector de construcción de vivienda de Estados Unidos.²³ A pesar de lo anterior, reflejando la depreciación nominal del peso los ingresos por remesas medidos en moneda nacional en el tercer trimestre de 2009 resultaron superiores a los observados en igual periodo de 2008 (Gráfica 47).

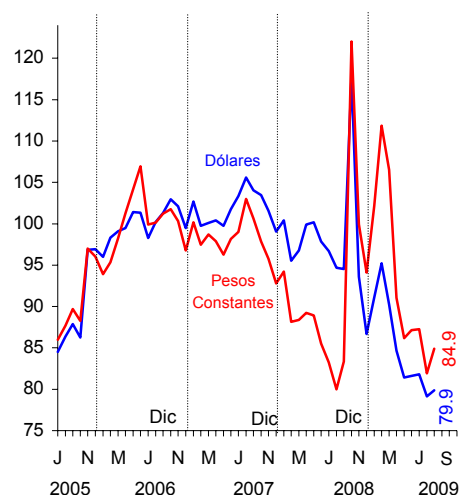
²² La contracción de las importaciones no petroleras se originó de bajas de 28.3 por ciento de las importaciones de bienes de consumo no petroleros, de 24.1 por ciento de las de bienes intermedios no petroleros y de 27 por ciento de las adquisiciones en el exterior de bienes de capital.

²³ Del total de emigrantes mexicanos trabajando en Estados Unidos, en 2008 un 20.9 por ciento laboró en el sector Construcción. Para el lapso enero-septiembre de 2009, este porcentaje fue de 18.7 por ciento.

4.5 miles de millones registrados en la cuenta corriente en el segundo trimestre de 2009 y en el tercer trimestre de 2008, respectivamente (Cuadro 5).

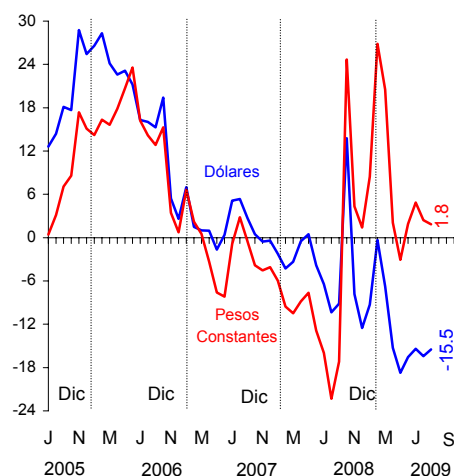
Gráfica 47
Remesas Familiares
Datos desestacionalizados

a) 2006= 100



Fuente: Banco de México.

b) Variaciones anuales



Cuadro 5
Balanza de Pagos
Millones de dólares

	2008				2009			
	I Trim	II Trim	III Trim	Ene-Sep	I Trim	II Trim	III Trim	Ene-Sep
Cuenta Corriente	-2,647	-2,095	-4,463	-9,205	-3,452	549	-1,934^{e/}	-4,837^{e/}
Balanza Comercial	-1,648	-865	-6,427	-8,940	-1,961	776	-3,145	-4,330
Exportaciones	70,084	79,403	78,467	227,954	49,996	54,338	58,162	162,496
Importaciones	71,732	80,268	84,894	236,894	51,957	53,562	61,307	166,826
Servicios No Factoriales	-792	-1,938	-2,399	-5,130	-1,074	-1,758	-1,713	-4,545
Servicios Factoriales	-6,060	-6,233	-2,141	-14,433	-5,956	-4,173	-2,527	-12,656
Transferencias	5,852	6,941	6,504	19,298	5,539	5,704	5,451	16,694
Remesas Familiares	5,756	6,824	6,398	18,978	5,476	5,603	5,356	16,435
Cuenta de Capital	8,831	1,727	2,297	12,854	-1,220	-3,498	3,875^{e/}	-843^{e/}
Errores y Omisiones	-143	1,998	-185	1,670	-1,925	-1,729	--	-3,654^{e/}
Variación de la Reserva Internacional Neta	6,051	1,629	-2,359	5,322	-6,585	-4,675	1,941	-9,319
Ajustes por Valoración	-11	0	7	-3	-12	-3	0	-15

Fuente: Banco de México.

e/ Cifras estimadas.

Nota: En la cuenta de capital del tercer trimestre de 2009 se incluyó el renglón de errores y omisiones.

La evolución de la cuenta de capital en el tercer trimestre de 2009 reflejó condiciones menos restrictivas en los mercados financieros internacionales.²⁴ Con base en información preliminar disponible, se estima que la

²⁴ Los ingresos de la cobertura petrolera que adquirió el Gobierno Federal se registrarán en la cuenta de capital en el cuarto trimestre de 2009, al momento del vencimiento de dicho instrumento financiero. El monto total de dichos ingresos dependerá de la evolución que registre el precio del crudo a lo largo del

cuenta de capital del trimestre (incluyendo errores y omisiones) haya registrado un ingreso neto de recursos de alrededor de 3.9 miles de millones de dólares. Entre los factores que inciden en este resultado destaca que en el trimestre se registraron entradas netas de 2,098 millones de dólares por inversión extranjera en el mercado accionario y por 2,232 millones en el mercado de dinero, en tanto que durante el bimestre julio-agosto, el sector público incurrió en un endeudamiento neto con el exterior de 818 millones de dólares. Asimismo, se prevé que haya ingresado un flujo modesto de inversión extranjera directa. Por último, en el trimestre que se reporta el Fondo Monetario Internacional llevó a cabo dos asignaciones de Derechos Especiales de Giro (DEG) de las cuales se beneficiaron todos los países miembros de dicho organismo internacional, correspondiendo a México un monto total de 2,561.2 millones de DEG (equivalentes aproximadamente a 4 mil millones de dólares), mismo que se registró en la reserva Internacional del Banco de México con contrapartida en un incremento de los pasivos externos de este Instituto Central.

En resumen, se estima que, en el tercer trimestre del presente año, la cuenta corriente haya presentado un déficit de 1.9 miles de millones de dólares y que la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) haya registrado un ingreso neto de 3.9 miles de millones de dólares.²⁵ En dicho periodo, la reserva internacional neta del Banco de México aumentó en 1,941 millones de dólares. Con ello, el saldo de dicha reserva al 30 de septiembre se ubicó en 76,122 millones de dólares.

3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento

3.2.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

En el tercer trimestre de 2009, la base monetaria mostró una desaceleración en su crecimiento, al pasar de variaciones anuales promedio de 18.8 por ciento y 20.5 por ciento en el primer y segundo trimestres de 2009 a 16.2 por ciento en el tercero.^{26,27} En enero-septiembre de 2009, como resultado de factores estacionales, la base monetaria registró un flujo negativo de 52,757 millones de pesos. En este periodo, los activos internacionales disminuyeron en 7,403 millones de dólares respecto a diciembre de 2008, con lo que su saldo al 30 de septiembre fue de 87,829 millones de dólares. Estos factores implicaron un incremento en el crédito interno neto del Banco de México de 59,218 millones de pesos (Cuadro 6).

año. Con base en los precios observados hasta agosto, en los primeros nueve meses de 2009 los ingresos por la referida cobertura resultarían de 4,988 millones de dólares.

²⁵ Dada la información disponible, se dificulta separar de dichos 3.9 miles de millones de dólares cuánto correspondería a la cuenta de capital y cuánto a la cuenta de errores y omisiones. Por ello, se considera únicamente la suma de esos dos conceptos. En el Cuadro 5, se presenta la totalidad de estos recursos en la cuenta de capital y se asigna un valor de cero a la de errores y omisiones.

²⁶ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

²⁷ A esta desaceleración en el crecimiento de la base monetaria han contribuido el gradual desvanecimiento del efecto de dos factores, mencionados en informes anteriores, que habían generado una mayor demanda por base monetaria: i) la disipación paulatina del efecto del Impuesto sobre Depósitos en Efectivo (IDE) en la composición de la cartera de activos líquidos hacia una mayor demanda de billetes y monedas, y ii) el desvanecimiento de la mayor demanda de efectivo asociada al proceso de elecciones federales.

Cuadro 6
Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Variación % anual	Flujos en 2009			
	Al 31 Dic. 2008	Al 30 Sep. 2009		I	Trimestre II	III	Acumulados al 30 Sep. 2009
(A) Base Monetaria (Pesos)	577,543	524,786	14.4	-43,723	-2,189	-6,844	-52,757
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	1,317,292	1,185,052	9.1	-138,775	-57,350	84,150	-111,975
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	95,232	87,829	-11.2	-9,564	-4,158	6,318	-7,403
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-739,750	-660,267	5.3	95,052	55,160	-90,994	59,218
(D) Reserva Bruta (Dólares)	95,302	87,806	-11.2	-9,665	-4,160	6,330	-7,495
Pemex				2,716	2,092	4,739	9,547
Gobierno Federal				-4,714	-429	773	-4,369
Venta de dólares a la banca ^{3/}				-5,715	-5,920	-4,000	-15,635
Otros ^{4/}				-1,952	97	4,818	2,962
(E) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	9,861	11,684	-24.9	-3,080	515	4,389	1,824
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] ^{5/}	85,441	76,122	-8.6	-6,585	-4,675	1,941	-9,319

1/ Para la estimación de los flujos efectivos en moneda nacional de los activos internacionales netos se utiliza el tipo de cambio aplicado a la operación generadora de cada variación.

2/ Los activos internacionales netos se definen como la reserva bruta, más los créditos convenio con bancos centrales a más de seis meses, a lo que se restan los adeudos totales con el FMI y con bancos centrales derivados de convenios establecidos a menos de seis meses.

3/ Corresponde a las ventas de dólares realizadas conforme a: i) las subastas diarias a un tipo de cambio mínimo dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior ii) las subastas diarias sin precio mínimo; y iii) las ventas extraordinarias de dólares al mercado cambiario.

4/ Incluye los rendimientos de los activos internacionales netos y otras operaciones.

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

3.2.2.2. Medidas Instrumentadas en el Sistema Financiero

En el tercer trimestre de 2009, se instrumentaron diversas medidas que favorecieron un funcionamiento ordenado de los mercados financieros, en particular el mercado cambiario. Por otra parte, a partir de junio el Banco de México emitió algunas disposiciones destinadas a promover la transparencia y la competencia entre instituciones bancarias, facilitar el acceso a los servicios bancarios y la adecuada protección de los intereses del público (ver Recuadro 3).

En septiembre de 2009, por tercera ocasión en el año, la Comisión de Cambios presentó una actualización del comportamiento esperado de la balanza de pagos, la cual confirma que México enfrenta un panorama favorable para el financiamiento del déficit de la cuenta corriente durante 2009.²⁸ Así, se estimó un déficit de la cuenta corriente de 11,617 millones de dólares, inferior a la proyección anterior, publicada en mayo de este año de 18,108 millones de dólares. La reducción en el déficit de la cuenta corriente fue resultado de una recuperación de la proyección de exportaciones netas con respecto a las estimaciones previas. En este escenario, dicha Comisión anticipa la presencia de una menor volatilidad del tipo de cambio resultado de la mayor estabilidad financiera global y las medidas instrumentadas en el país para restituir el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, así como de condiciones menos restrictivas en el otorgamiento de crédito del exterior.

²⁸ Véase el Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de septiembre de 2009. Con respecto a las dos proyecciones anteriores del comportamiento esperado de la balanza de pagos en este año, véanse los Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 5 de marzo y el 29 de mayo de 2009.

Recuadro 3

Medidas Instrumentadas por el Banco de México en el Sistema Financiero

Uno de los objetivos principales del Banco de México es promover el sano desarrollo del sistema financiero. Por ello, este instituto central ha instrumentado una serie de medidas para promover la transparencia del cobro de comisiones, la competencia entre instituciones, la adecuada protección de los intereses del público y el acceso a los servicios bancarios.

I. Medidas para Promover la Transparencia del Cobro de Comisiones, la Competencia entre Instituciones y la Adecuada Protección de los Intereses del Público.

1. Reglas de Comisiones (Publicación en el DOF el 21 de julio de 2009)

La Ley para la Transparencia y Ordenamiento de los Servicios Financieros (LTOSF), emitida por el Congreso de la Unión a fines de 2007, estableció que el Banco de México lleve un registro de las comisiones que cobran al público los bancos, Sofoles y Sofomes reguladas, así como de sus modificaciones. El funcionamiento del registro ha permitido establecer algunos principios que los cobros de comisiones deben cumplir. Entre ellos se encuentran los siguientes:

- Las comisiones deben ser claras y transparentes.
- Las comisiones deben aplicarse únicamente a servicios efectivamente prestados y a operaciones realizadas por los clientes.
- Las comisiones no deben obstaculizar la competencia y la movilidad de los usuarios.

Sobre el base de estos principios el Banco de México expidió regulación con la finalidad de restringir prácticas inadecuadas en el cobro de comisiones. Entre las disposiciones de esta regulación se encuentran:

- No podrán cobrarse conjuntamente, en el mismo periodo, comisiones por manejo de cuenta y por no mantener un saldo mínimo en cuentas de depósito a la vista, tales como cuentas de cheques y de nómina.
- En ningún caso podrán cobrarse comisiones a un cliente por haber depositado en su cuenta cheques que sean devueltos.
- La eliminación de comisiones a un cliente por exceder o intentar exceder el saldo de su tarjeta de débito. La ley establece una norma similar para tarjetas de crédito.
- No podrán cobrarse comisiones por la cancelación de los siguientes servicios bancarios: cuentas de depósito, tarjetas de crédito o de débito, domiciliaciones de bienes y servicios, y servicios de banca por Internet.

2. Nuevas Reglas Aplicables al Cálculo y Publicación del CAT (Publicación en el DOF el 4 de septiembre de 2009)

El Banco de México estableció nuevas reglas aplicables al cálculo y publicación del Costo Anual Total (CAT), las cuales entrarán en vigor a partir del 17 de noviembre de 2009. La finalidad de estas reglas es fomentar la transparencia y la competencia, a través de la unificación de criterios y la simplificación de la presentación del CAT en publicidad, contratos y estados de cuenta. Así, el consumidor dispondrá de un elemento adicional para seleccionar el crédito que más le convenga.

La fórmula y la metodología general para el cálculo del CAT no cambian. No obstante, se realizan algunas modificaciones sobre algunos supuestos:

- Para motivos de publicidad y propaganda, el CAT se calculará con base en la tasa de interés promedio del producto, en sustitución de la tasa de interés máxima.
- En los contratos, el CAT se calculará con base en la tasa de interés específica para el producto y el cliente en particular.
- En el estado de cuenta, se calculará con base en la tasa de interés personalizada del cliente.
- Se excluye el Importe al Valor Agregado (IVA) en el cálculo del CAT.

3. Publicación de Tasas de Interés Efectivas de Tarjetas de Crédito (10 de septiembre de 2009)

Como parte del esfuerzo para promover la competencia en el sistema financiero, en septiembre de 2009, el Banco de México inició la publicación bimestral del Reporte de Tasas de Interés Efectivas de Tarjetas de Crédito. El Reporte presenta información sobre las tasas de interés de tarjeta de crédito (excluyendo el IVA), por institución bancaria y por tipo de cliente (revolventes y totaleros). Este reporte incluye información, sobre el número de tarjetas, el saldo del crédito en millones de pesos, la tasa de interés promedio ponderado por el saldo, la mediana de las tasas de interés, así como la distribución del saldo de crédito por nivel de tasa de interés.

4. Reglas de Domiciliación (Publicación en el DOF el 22 de septiembre de 2009)

El 1 de diciembre de 2009 entrarán en vigor reglas para uniformar y simplificar la contratación y cancelación de los servicios de domiciliación para el beneficio de los clientes:

- Las instituciones de crédito deberán utilizar formatos uniformes para la contratación del servicio, para su cancelación y para la objeción de cargos relacionados.
- Los usuarios podrán contratar el servicio de domiciliación directamente con los proveedores o con el banco que les lleve sus cuentas.
- En todos los casos, la cancelación del servicio de domiciliación será sin costo y deberá realizarse en un plazo máximo de 3 días a partir del 1 de junio del 2010. Antes de esa fecha, el plazo máximo para realizar la cancelación es de 10 días.

5. Comisiones por uso de Cajeros Automáticos (12 de octubre de 2009)

Con la finalidad de fortalecer las medidas existentes de protección al público mediante una mayor transparencia en el cobro de comisiones y eliminar prácticas que inhiban la sana competencia en la ampliación y uso de la red de cajeros automáticos, el Banco de México emitió nuevas disposiciones relativas al cobro de comisiones por retiros de efectivo y consultas de saldo en cajeros automáticos. Las disposiciones consideran los siguientes puntos:

- Cobro de comisiones. En casos en que se realicen operaciones en cajeros automáticos con tarjetas emitidas por un banco distinto al que opera el cajero, únicamente se

permitirá que uno de los dos bancos involucrados cobre la comisión por dichas operaciones.

- Información en las pantallas de los cajeros automáticos. Actualmente, los cajeros automáticos no muestran la comisión total a cobrar por la transacción solicitada. Bajo la nueva regulación, la pantalla del cajero automático deberá mostrar el importe total de la comisión antes de que se autorice la operación de retiro de efectivo o de consulta de saldo.

Estas disposiciones entrarán en vigor el 15 de enero de 2010 para las transacciones en las que la tarjeta utilizada sea emitida por el mismo banco que opera el cajero, y el 30 de abril de 2010 para las operaciones en las que el banco emisor sea diferente al banco operador del cajero.

II. Medidas para Promover el Acceso a los Servicios Bancarios.

1. Cuentas Móviles (26 de junio de 2009)

El Banco de México emitió la regulación para un nuevo tipo de cuentas bancarias de depósito a la vista denominadas "Cuentas

de Expediente Simplificado" o "Cuentas Móviles". Estas cuentas forman parte de un proyecto conjunto entre diversas instituciones para promover el acceso de la población a servicios bancarios a través del teléfono celular. Asimismo, la regulación establece medidas para promover la competencia e inhibir posibles prácticas discriminatorias en operaciones de transferencia de fondos.

La apertura de Cuentas Móviles podrá realizarse por comisionistas bancarios, entre los que se encuentran las compañías de telefonía celular.¹ Para hacerlo se requiere la integración de un expediente (simplificado) que incluya los datos relativos al nombre completo, fecha de nacimiento y domicilio del cliente. Por su parte, para la disposición de los recursos depositados en estas cuentas, se podrán instruir transferencias de recursos, por medio de un dispositivo electrónico (teléfono celular), a otras Cuentas Móviles y a otras cuentas bancarias a la vista en el mismo banco o entre bancos diferentes.

¹ Un comisionista puede ser una persona física con actividad empresarial o una persona moral, que podrá captar recursos del público, ofrecer servicios y facilitar la realización de operaciones de los clientes bancarios a nombre y por cuenta de un banco.

Adicionalmente, como se mencionó anteriormente, el nivel de la reserva internacional se vio fortalecido en el tercer trimestre por la asignación de DEG por parte del FMI. Con la finalidad de proporcionar liquidez al sistema económico mundial, el 7 de agosto de 2009, la Junta de Gobernadores del FMI aprobó la asignación general de DEG por el equivalente a 250 mil millones de dólares acordada en abril de este año por el G-20. Asimismo, el 10 de agosto entró en vigencia la Cuarta Enmienda del Convenio Constitutivo del FMI, que consideró una asignación especial extraordinaria de DEG por aproximadamente 33 mil millones de dólares.²⁹ Resultado de estas asignaciones, el Banco de México recibió un total de 2,561.2 millones de DEG. La primera asignación, de carácter general, se realizó el 28 de agosto de 2009 por 2,337.2 millones de DEG, equivalente a 3,655 millones de dólares. Posteriormente, el 9 de septiembre de este año, el Instituto Central recibió 224 millones de DEG correspondientes a la asignación especial extraordinaria, equivalentes a 353 millones de dólares.³⁰

En lo que respecta a la Línea de Crédito Flexible con el FMI, el 16 de octubre de 2009 el Directorio Ejecutivo del FMI completó la revisión semestral de la Línea de Crédito Flexible otorgada a México en abril de este año, en la que se ratifica que el país continúa cumpliendo a satisfacción con las condiciones para acceder a los recursos de ésta.³¹ Conviene recordar que esta línea de crédito continúa teniendo un carácter precautorio.

Ante la mejoría esperada en la posición externa y la presencia de condiciones ordenadas en el mercado cambiario, la Comisión de Cambios acordó instrumentar las medidas siguientes: i) mantener hasta el 30 de septiembre la venta diaria de 50 millones de dólares, a través del mecanismo de subasta sin precio mínimo, y suspender este mecanismo a partir del 1 de octubre; ii) continuar

²⁹ Véase el Comunicado de Prensa del Banco de México del 27 de agosto de 2009.

³⁰ Estas asignaciones de DEG se reflejaron en un incremento de la cuenta de activo "Tenencia de DEG" que forma parte de los activos internacionales de la Institución, de acuerdo con la fracción IV del artículo 20 de la Ley del Banco de México. Por su parte, el pasivo con el exterior que se genera por esta operación es de largo plazo, por lo que no se deduce de la reserva internacional (Véase el Boletín Semanal sobre el Estado de Cuenta del Banco de México del 1 de septiembre de 2009).

³¹ Véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 16 de octubre de 2009.

con las subastas diarias de 250 millones de dólares que se realizan a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior, y iii) mantener la posibilidad de realizar ventas extraordinarias de divisas en caso de que las circunstancias del mercado así lo requirieran.

En el tercer trimestre de 2009, las subastas de dólares ascendieron a 4,000 millones de dólares, principalmente a través del mecanismo de subastas diarias sin precio mínimo. Las ventas de dólares a través de este último mecanismo fueron de 3,250 millones de dólares, mientras que las subastas de dólares con precio mínimo ascendieron a 750 millones de dólares.³²

3.2.2.3. Ahorro Financiero

Como resultado de la contracción de la actividad económica y el empleo, así como las condiciones de astringencia y acceso limitado que persisten en los mercados financieros internacionales, los flujos efectivos anuales de las fuentes de recursos financieros, tanto internas como externas, se han reducido (Cuadro 7). La información sobre las fuentes y usos de recursos financieros de la economía, disponible al segundo trimestre de 2009, muestra que el flujo revalorizado anual de las fuentes totales de recursos financieros representó 4.3 por ciento del PIB, lo que significó una menor disponibilidad de recursos financieros respecto al flujo anual al primer semestre del año anterior (4.8 por ciento del producto).

El ahorro financiero se define como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público y está formado por el ahorro de los residentes y no residentes en activos financieros internos. A lo largo de 2009, el ahorro financiero ha mostrado una ligera desaceleración en su crecimiento. En el periodo julio-agosto, este ahorro registró un crecimiento real anual promedio de 7.3 por ciento y si se elimina el efecto del cambio en la Ley del ISSSTE, su crecimiento real anual fue de 3.4 por ciento (Gráfica 48a).³³

La tenencia de activos financieros de los no residentes se concentra en bonos gubernamentales de mediano y largo plazo a tasa fija y responde de manera importante a los diferenciales de tasas de interés y el apetito por riesgo de estos inversionistas. Después del agravamiento de las condiciones en los mercados financieros, a partir de octubre de 2008, se observaron importantes retiros de recursos por parte de los no residentes. Si bien, la mejoría reciente en las condiciones prevaletentes en los mercados financieros y el mayor apetito por riesgo han significado flujos mensuales positivos en el bimestre julio-agosto (Gráfica 48b), en términos anuales este ahorro mostró una importante contracción (15.8 por ciento real) (Gráfica 48a).^{34, 35}

³² En el periodo enero-septiembre de 2009, las ventas de dólares al mercado ascendieron a 15,735 millones de dólares, de las cuales las ventas realizadas a través del mecanismo de subastas diarias sin precio mínimo fueron de 10,250 millones de dólares; las ventas llevadas a cabo conforme al mecanismo de subastas con precio mínimo alcanzaron 3,650 millones de dólares, y las ventas extraordinarias de divisas ascendieron a 1,835 millones de dólares.

³³ El efecto de la Ley del ISSSTE no constituyó un flujo efectivo de ahorro, sino el reconocimiento por parte de sector público de un pasivo de los trabajadores del Estado.

³⁴ Información preliminar sobre la tenencia de valores públicos de los no residentes muestra que el septiembre de este año se mantuvo el flujo positivo de inversión.

³⁵ A la contracción de este ahorro contribuyó la base de comparación, puesto que en agosto y septiembre de 2008 se observan los máximos históricos (398.4 y 399.3 miles de millones de pesos, respectivamente).

Cuadro 7
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujos Anuales a Junio de:				Saldo	
	2006	2007	2008	2009	Jun-09	Estructura %
Total de fuentes	7.4	3.1	4.8	4.3	74.4	100.0
Fuentes internas ^{1/}	7.2	4.4	5.3	5.1	57.2	76.8
Financiamiento externo ^{2/}	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	17.3	23.2
Total de usos	7.4	3.1	4.8	4.3	74.4	100.0
Sector público ^{3/}	0.4	0.7	1.5	3.4	38.4	51.5
Estados y municipios	0.1	0.1	0.1	0.3	1.5	2.1
Sector privado	2.9	3.9	3.5	0.4	30.9	41.4
Hogares	2.1	1.6	1.5	0.0	12.9	17.3
Consumo	1.2	1.0	0.6	-0.6	4.1	5.5
Vivienda ^{4/}	0.9	0.6	0.9	0.6	8.8	11.8
Empresas	0.7	2.3	2.0	0.4	18.0	24.1
Reserva internacional ^{5/}	1.9	-0.9	1.4	-1.3	8.3	11.2
Otros conceptos ^{6/}	2.2	-0.8	-1.6	1.4	-4.6	-6.2

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/Los flujos revalorizados anuales de las Fuentes Internas excluyen del agregado monetario M4 el efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE. La información sobre el saldo de las Fuentes Internas corresponde al agregado monetario M4 (incluyendo el efecto de esta reforma).

2/Incluye 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 si incluye el efecto de esta reforma sobre la deuda pública.

4/Cartera total de los intermediarios financieros y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT). Incluye programas de reestructura.

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

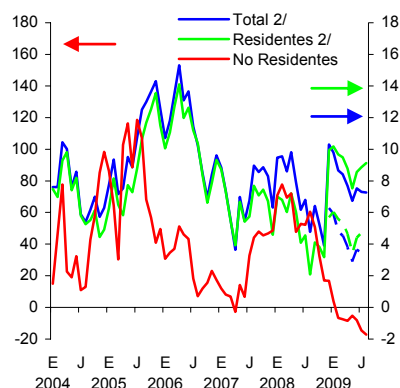
6/Un flujo positivo (negativo) de este concepto constituye un uso (fuente) de recursos financieros.

En lo referente al ahorro financiero voluntario de los residentes, éste mostró un movimiento lateral en su crecimiento (3.7 por ciento real anual promedio en julio-agosto de 2009 Gráfica 48c). Por su parte, el ahorro financiero forzoso de los residentes (fondos para el retiro y la vivienda incluidos en M4) registró un repunte en su tasa de crecimiento, a pesar de que ha sido afectado negativamente por la reducción del empleo formal. A este crecimiento contribuyeron, entre otros factores, una mayor orientación de la inversión de las Siefors en instrumentos financieros incluidos en los agregados monetarios, y la recuperación en la valuación de mercado de los valores de mediano y largo plazo.³⁶

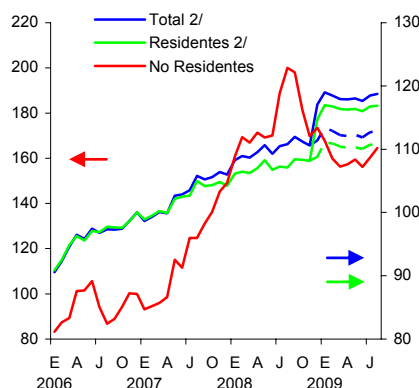
³⁶ En enero-agosto de 2009, la tenencia de Bonos M y Udibonos representó 48.4 por ciento de la cartera de las Siefors y 29.7 por ciento de los recursos del SAR incluidos en los agregados monetarios.

Gráfica 48
Ahorro Financiero

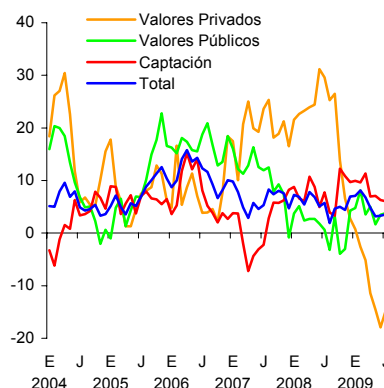
a) Ahorro Financiero Interno^{1/}
Variación real anual en por ciento



b) Ahorro Financiero Interno^{1/}
Índice diciembre de 2006 = 100;
datos desestacionalizados



c) Ahorro Financiero Voluntario



1/ Se define como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público.
2/ Las líneas punteadas excluyen el efecto de la entrada en operación de la nueva Ley del ISSSTE.

3.2.2.4. Financiamiento

La información disponible indica que el financiamiento al sector privado no financiero en el tercer trimestre del año continuó desacelerándose. Es posible que a esta desaceleración hayan contribuido los siguientes factores. En primer lugar, si bien hay indicios de que el gasto privado ha presentado una recuperación reciente, continúa la debilidad de la demanda de crédito. En segundo lugar, por el lado de la oferta, a pesar de cierta mejoría en las condiciones de los mercados financieros, éstas continúan siendo astringentes. Finalmente, las fuentes de recursos financieros se han reducido y se ha observado una recomposición del uso de este financiamiento entre los sectores público y privado. En efecto, el sector público ha demandado recursos financieros de forma creciente y, en 2009, el establecimiento de un déficit como meta del balance público económico, implica un incremento en los requerimientos financieros del sector público (Cuadro 7). Cabe señalar que, dada la naturaleza de los choques actuales, es difícil determinar si la reducción del financiamiento al sector privado es resultado de una menor demanda de financiamiento o, bien, de una menor disponibilidad de recursos, debido a una menor oferta de financiamiento y/o de un mayor uso de recursos por parte del sector público (efecto de desplazamiento “crowding out”).

El sector público ha venido presentando una mayor demanda de financiamiento, utilizando una proporción creciente de los recursos financieros disponibles. La información de fuentes y usos de recursos financieros muestra que el flujo efectivo de financiamiento anual al sector público (incluyendo Estados y Municipios) ha venido incrementándose para representar, a junio de 2009, 3.7 por ciento del PIB y el 87 por ciento del flujo anual de financiamiento total (al segundo trimestre de 2008 representó 1.6 por ciento del PIB y 31 por ciento del financiamiento total). Por su parte, el respectivo flujo anual destinado al financiamiento del sector privado no financiero se ha reducido representando, a junio de 2009, 0.4 por ciento del PIB (3.5 por ciento del PIB a junio de 2008).

En meses recientes, ha continuado incrementándose la demanda de financiamiento por parte de los Estados y Municipios, para compensar parte de la reducción en las participaciones, resultado de los menores ingresos tributarios y petroleros. En septiembre de 2009 se llevó a cabo una operación de financiamiento con la finalidad de compensar los menores ingresos por participaciones. Esta operación, está destinada a “potenciar” los recursos del Fondo de Estabilización de Ingresos de las Entidades Federativas (FEIEF) que recibirían estos gobiernos en 2009, lo que les permitirá obtener recursos adicionales del orden de 32,000 millones de pesos en un esquema de financiamiento a 13 años y en el que participaron doce instituciones financieras del país.³⁷

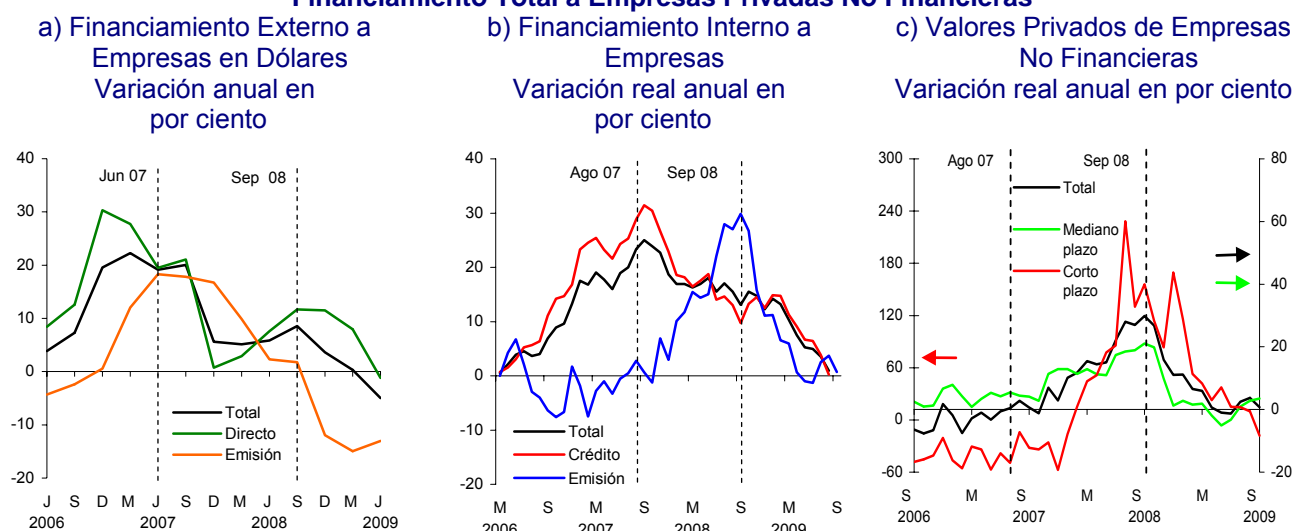
Con respecto al uso de recursos financieros por parte de las empresas privadas no financieras, ha destacado que aquellas con acceso a diversas fuentes de financiamiento, en general empresas grandes, han modificando la utilización de estas fuentes de acuerdo con las condiciones que han prevalecido en los distintos mercados de financiamiento. Hasta el tercer trimestre de 2007, el financiamiento externo constituyó una fuente importante para el financiamiento de estas empresas. Con el deterioro en las condiciones de los mercados financieros internacionales derivado de los problemas relacionados con los créditos hipotecarios de baja calidad (“subprime”), se volvió más restrictivo el acceso a esta fuente de financiamiento (Gráfica 49a). Frente a ello, se observó una sustitución hacia fuentes internas (emisión de deuda y crédito) (Gráfica 49b). Por ello, durante los tres primeros trimestres de 2008, el mercado de deuda de las empresas privadas no financieras presentó un importante crecimiento. Posteriormente, con el agravamiento y generalización de la crisis financiera internacional, después de la quiebra de Lehman Brothers, los mercados de deuda internos sufrieron un deterioro muy importante que limitó el financiamiento a través de nuevas emisiones en este mercado, particularmente de mediano plazo (Gráfica 49c). Por su parte, el crédito otorgado por la banca comercial también fue una alternativa de financiamiento para estas empresas y en 2008 se observa un cambio en la orientación de este crédito de empresas de menos de 100 empleados a empresas grandes (Gráfica 50a). Por último, en meses recientes, el restablecimiento de condiciones más favorables en los mercados internos de deuda han permitido su mayor uso como fuente de financiamiento.

En los últimos meses, el financiamiento total a las empresas privadas no financieras se ha desacelerado, tanto de sus fuentes internas como externas. A pesar de la mejoría en las condiciones de los mercados financieros internacionales y la reducción en la aversión al riesgo, el acceso al financiamiento en estos mercados continúa siendo limitado. La información disponible, al segundo trimestre de 2009, muestra que el saldo del financiamiento externo, expresado en dólares, se contrajo en términos anuales en 4.9 por ciento (Gráfica 49a). Por su parte, en el periodo julio-agosto, el financiamiento interno a las empresas creció a una tasa promedio de 2.2 por ciento real anual (5.9 por ciento en el segundo trimestre) (Gráfica 49b).

En la evolución reciente del financiamiento interno a las empresas privadas no financieras destaca una recuperación en el mercado de deuda, particularmente de la emisión de valores de mediano plazo, y una desaceleración importante del crédito vigente de la banca comercial a este sector. En el tercer

³⁷ Véase Comunicado de Prensa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 14 de septiembre de 2009.

trimestre de 2009, la colocación promedio mensual de deuda a mediano plazo de las empresas ascendió a 7.6 mil millones de pesos (2.0 y 3.9 mil millones de pesos en el primer y segundo trimestre del año, respectivamente). Por ello, el saldo de los valores de las empresas presentó un incremento real anual promedio de 2.3 por ciento (-0.6 por ciento en el segundo trimestre de 2009) (Gráfica 49c). Por su parte, la cartera de crédito vigente de la banca comercial a las empresas creció en promedio 4.0 por ciento real anual en el periodo julio-agosto de 2009 (Gráfica 50b). Cabe señalar que recientemente, la contracción de este financiamiento se ha observado tanto para empresas de menos de 100 empleados como para las grandes (Gráfica 50a y b). Por otra parte, la calidad de la cartera de crédito de la banca comercial a las empresas se ha deteriorado ligeramente (Gráfica 50c).

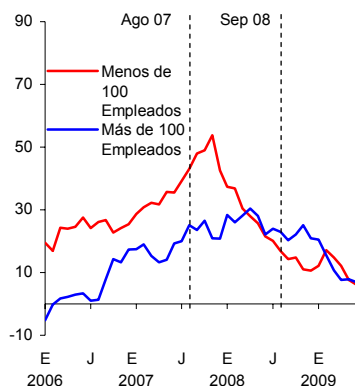
Gráfica 49
Financiamiento Total a Empresas Privadas No Financieras


En meses recientes ha habido un gradual mejoramiento en las condiciones de los mercados financieros, que se ha reflejado en una reducción en los costos del financiamiento. En los mercados internacionales, los diferenciales de tasas de los títulos de deuda corporativos en el exterior de empresas privadas residentes en México han disminuido, si bien se mantiene en niveles superiores a los prevalecientes antes del agravamiento de la crisis (Gráfica 51a). Los costos de financiamiento interno para las empresas también se han reducido. La tasa de interés promedio ponderada de las nuevas disposiciones de crédito de la banca comercial a las empresas ha mostrado una tendencia descendente, para ubicarse en junio de 2009 en 9.4 por ciento (Gráfica 51b). Por su parte, las tasas de interés de la emisión de deuda en el mercado interno también se han reducido de manera significativa (Gráfica 51c). Los diferenciales de estas tasas han tendido a estabilizarse y, en el caso de la colocación de valores de mediano plazo, se encuentra en niveles similares a los observados en meses anteriores a septiembre de 2008.

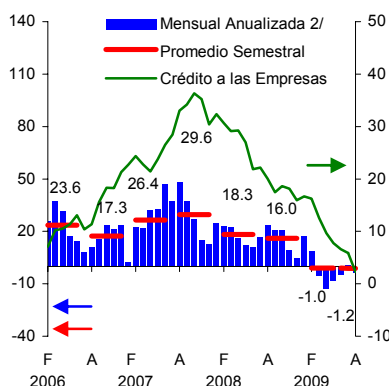
Gráfica 50

Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras por Tamaño de Empresa, Crédito Vigente a las Empresas e Índices de Morosidad

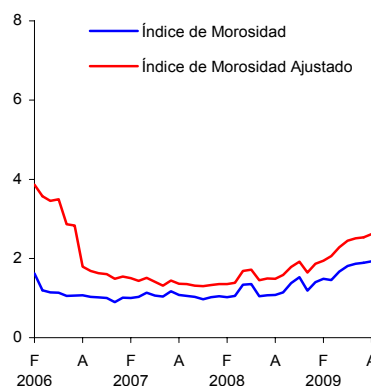
a) Crédito Vigente a las Empresas por Tamaño de Empresa (Número de Empleados)
Variación real anual



b) Crédito Vigente a las Empresas^{1/}
Variación real anual
en por ciento
Puntos base



c) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito a las Empresas^{3/}
Por ciento



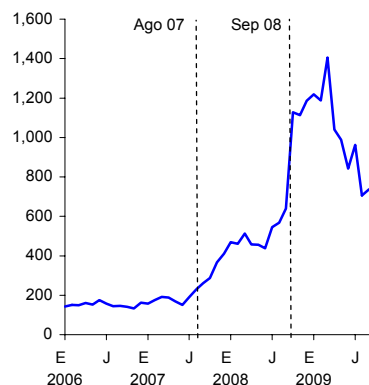
1/ A partir de febrero 2009, los datos se ven afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.
2/ Datos ajustados por estacionalidad.

3/ El índice de morosidad se define como el cociente de la cartera de crédito directa vencida entre la cartera de crédito total. El índice de morosidad ajustado 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 total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Fuente: Banco de México y CNBV.

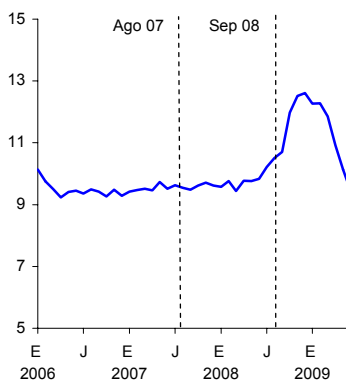
Gráfica 51

Costos del Financiamiento de las Empresas Privadas no Financieras

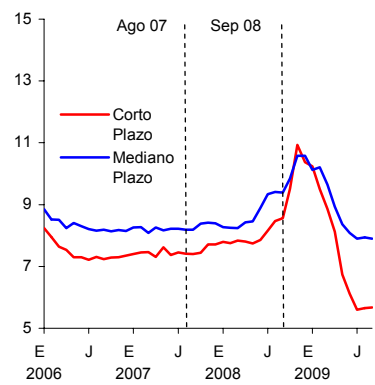
a) Diferencial de Tasas de los Títulos de Deuda Corporativos en el Exterior de Empresas Privadas Residentes No Financieras^{1/}
Puntos Base



b) Tasa de Interés Promedio Ponderado de las Disposiciones de Crédito en el Mes de la Banca Comercial^{2/}
En por ciento



c) Tasas de Interés Promedio Ponderado de los Títulos de Deuda Privada En por ciento



1/ Diferencial con respecto a la tasa libre de riesgo de los bonos del Tesoro de EEUU a 5 años. Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.

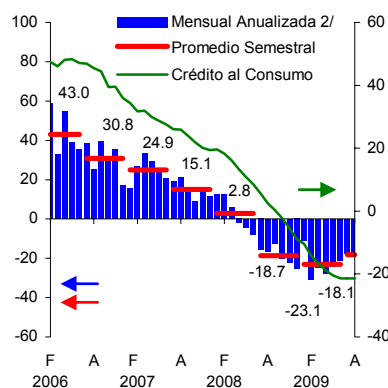
2/ Promedio ponderado de la tasa de interés nominal de los créditos otorgados por la banca comercial a las empresas en moneda nacional durante el mes. Este indicador se calcula considerando el conjunto integrado por las observaciones con valor mínimo coincidente con el CCP del mes correspondiente y eliminando los valores atípicos. Elaborado por Banco de México con datos de la CNBV.

En lo que respecta al uso de recursos por parte de los hogares, este financiamiento continúa mostrando una fuerte desaceleración. El crédito vigente de la banca comercial al consumo continuó contrayéndose, en el bimestre julio-agosto de 2009 presentó una reducción real anual promedio de 21.3 por ciento

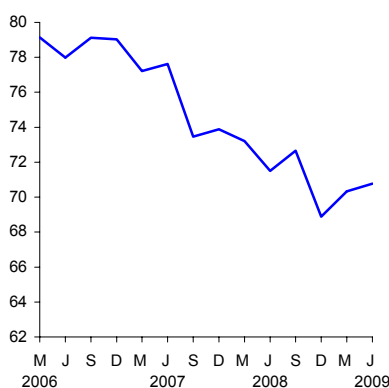
(Gráfica 52a). En relación con el costo de este financiamiento, el promedio ponderado de la tasa de interés efectiva de tarjetas de crédito para clientes revolventes se situó en 33 por ciento en junio de 2009.³⁸ Es posible que los programas de reestructuración de los créditos al consumo hayan aminorado la caída de este financiamiento.³⁹ Estos programas pudieron haber contribuido a incrementar la proporción del número de tarjetas vigentes que fueron utilizadas en los primeros dos trimestres de 2009 (Gráfica 52b). A pesar de estas reestructuras, la calidad de la cartera continúa deteriorándose. En agosto de 2009, el Índice de Morosidad (IMOR) fue de 8.6 por ciento y el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA) se ubicó en 23.9 por ciento (Gráfica 52c).⁴⁰

Gráfica 52
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo, Tarjetas de Crédito Utilizadas e Índices de Morosidad

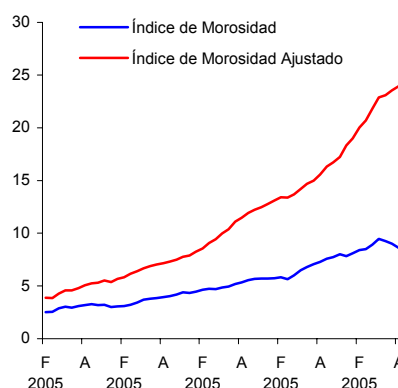
a) Crédito Vigente al Consumo^{1/}
Por ciento y variación real anual
en por ciento



b) Tarjetas de Crédito Utilizadas
como Porcentaje de las Tarjetas
Vigentes^{3/}
Por ciento



c) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito al Consumo^{4/}
Por ciento



1/ Incluye la cartera de crédito de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial. A partir de febrero de 2009, las cifras se ven afectadas por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.

2/ Datos ajustados por estacionalidad.

3/ Se refiere a las tarjetas de crédito utilizadas en el trimestre como porcentaje de las tarjetas vigentes en el trimestre. Las tarjetas de crédito vigentes son aquellas que el banco pone a disposición de sus clientes y que han sido activadas por estos. Incluye tarjetas titulares y adicionales.

4/ El índice de morosidad se define como el cociente de la cartera de crédito directa vencida entre la cartera de crédito total. El índice de morosidad ajustado 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 total más los castigos o pérdidas antes mencionados. 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. Fuente: Banco de México y CNBV.

Por último, el crédito vigente de la banca comercial para la adquisición de vivienda mantuvo una trayectoria descendente en su crecimiento real anual.

³⁸ El pasado 10 de septiembre, el Banco de México publicó el Reporte de Tasas de Interés Efectivas de Tarjetas de Crédito. Dicho documento incluye indicadores bimestrales del promedio ponderado por el saldo y la mediana de las tasas de interés efectivas de tarjetas de crédito por institución bancaria y por tipo de cliente. En particular, el indicador presentado en este Informe de inflación se refiere a la tasa de interés efectiva promedio ponderada del sistema y de clientes revolventes, sin IVA.

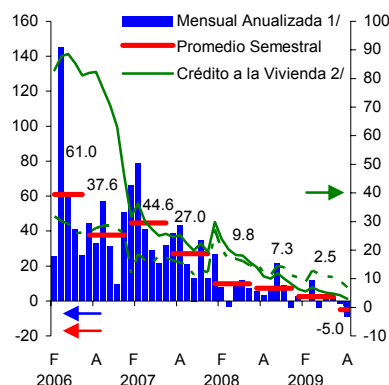
³⁹ Con la finalidad de apoyar a los usuarios de servicios bancarios que presentan retrasos en sus pagos de créditos, particularmente los derivados de la tarjeta de crédito, la Comisión Nacional para la Protección y Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (Condusef), en cooperación con la Asociación de Bancos de México (ABM), establecieron un proceso para agilizar la reestructuración de adeudos. Este proceso entró en operación en febrero de 2009.

⁴⁰ 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).

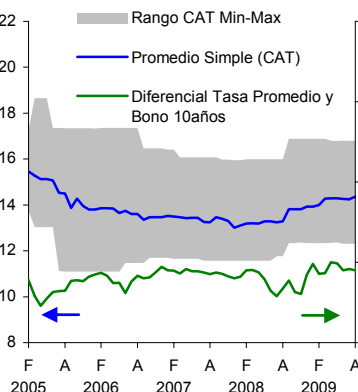
Durante el bimestre julio-agosto de 2009, esta cartera registró una tasa de crecimiento real anual promedio de 3.6 por ciento (Gráfica 53a). En cuanto al costo de financiamiento, el Costo Anual Total (CAT) del crédito a la vivienda de un producto estándar se ha mantenido estable desde marzo de 2009, al situarse en agosto de ese mismo año en 14.4 por ciento (Gráfica 53b). La cartera del crédito a la vivienda de la banca comercial también ha presentado un deterioro, en agosto de 2009, el IMOR ascendió a 4.3 por ciento y el IMORA a 5.9 por ciento (Gráfica 53c).

Gráfica 53
Crédito Vigente de la Banca Comercial a la Vivienda, Costo Anual Total del Crédito a la Vivienda e Índices de Morosidad

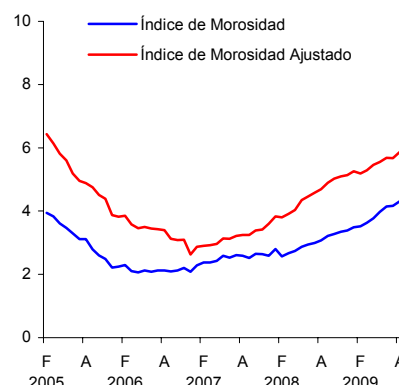
a) Crédito Vigente de la Banca Comercial a la Vivienda
Por ciento y variación real anual en por ciento



b) Costo Anual Total (CAT) del Crédito a la Vivienda y Diferenciales de la Tasa de Interés del Crédito Hipotecario ^{3/}
Por ciento anual



c) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito a la Vivienda ^{4/}
Por ciento



1/ Datos ajustados por estacionalidad.

2/ La línea punteada excluye la compra de cartera de la Sofol Hipotecaria Nacional.

3/ Promedio simple del indicador que resume el costo anual total del crédito (CAT) para un producto hipotecario estándar. El rango de dispersión del CAT de créditos hipotecarios se define a partir de los indicadores máximo y mínimo reportados por los bancos comerciales para el CAT del producto hipotecario estándar en el mes en cuestión. La información del CAT se obtiene del Simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México. Para el diferencial se considera el promedio simple de las tasas asociadas al CAT del producto estándar y la tasa del Bono a 10 años.

4/ El índice de morosidad se define como el cociente de la cartera de crédito directa vencida entre la cartera de crédito total. El índice de morosidad ajustado 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 total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Fuente: Banco de México y CNBV.

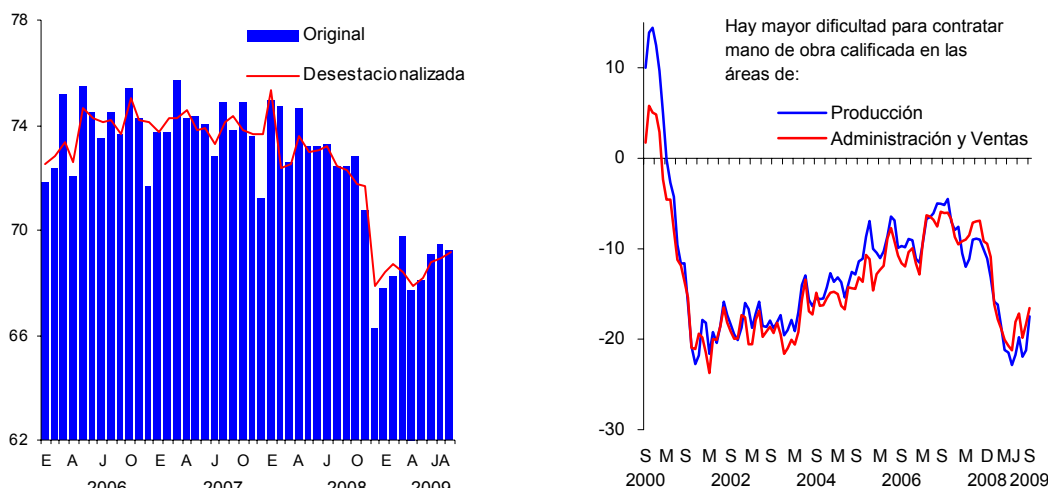
3.3. Consideraciones sobre los Determinantes de la Inflación

El análisis y la información de las páginas anteriores sugiere que, si bien la demanda agregada parecería estar mostrando un cambio de tendencia, su nivel aún se encuentra significativamente por debajo de la capacidad productiva del país. Asimismo, la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas, y sus futuros, indican que éstas posiblemente se mantendrán durante el siguiente año en niveles menores a los que se observaron el año anterior. A continuación se analizan con mayor detalle estos dos puntos.

Reflejando el comportamiento más reciente de la demanda agregada, los niveles de utilización de la capacidad instalada mostraron un ligero ascenso en los últimos meses, si bien ésta continúa en niveles muy reducidos. Esto se corrobora con los indicadores sobre la utilización de la capacidad instalada de la industria manufacturera la cual, si bien presentó un ligero aumento en el bimestre julio-agosto de 2009 con respecto al trimestre previo, aún se mantiene en niveles

menores a lo observado en promedio en el periodo 2006-2008 (Gráfica 54a). Otros indicadores, a su vez, sugieren que la industria manufacturera no ha enfrentado dificultades para contratar mano de obra calificada, lo cual podría estar asociado con las condiciones que actualmente se observan en el mercado laboral (Gráfica 54b).

Gráfica 54
Indicadores del Sector Manufacturero
a) Uso de Capacidad Instalada Porcentaje
b) Indicadores de Escasez de Mano de Obra Promedio móvil de dos meses de los balances de respuestas



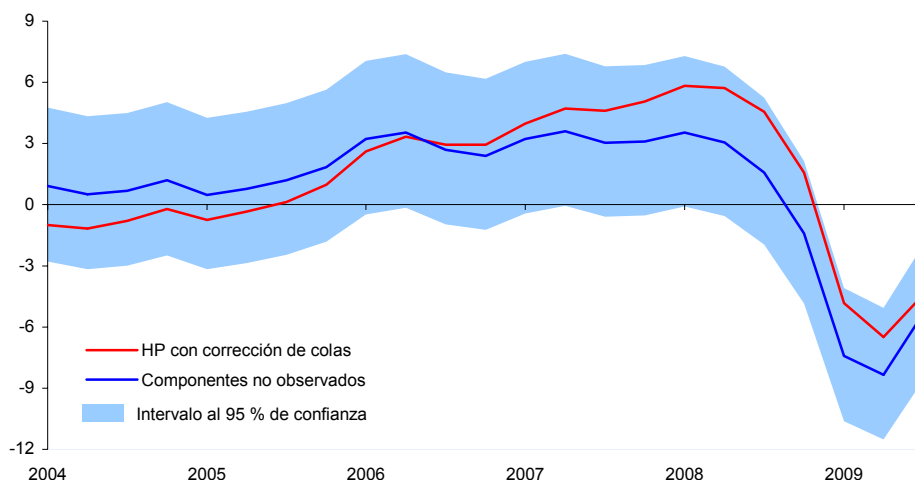
Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero del Banco de México. Los balances de respuesta de los indicadores de mano de obra se refieren al porcentaje (ponderado) de empresas que señalaron haber enfrentado mayor dificultad para contratar mano de obra, menos el de aquellas que expresó menor dificultad.

En relación con lo anterior es especialmente relevante mencionar que, dada la evolución reciente de la economía mexicana, se estima que la brecha del producto (es decir, la diferencia entre el PIB observado y el PIB potencial de la economía en cada momento del tiempo), se encuentra actualmente en niveles significativamente negativos. En efecto, la Gráfica 55 utiliza el cálculo del PIB al tercer trimestre de 2009 descrito anteriormente para actualizar los ejercicios de estimación de la brecha del producto que se habían presentado en el Informe sobre la Inflación correspondiente a abril-junio de 2009. En particular, las líneas roja y azul corresponden a las estimaciones de la brecha del producto con el método de Hodrick-Prescott con corrección de colas y con un modelo de componentes no observados, respectivamente, y la zona sombreada ilustra el intervalo de confianza a un 95 por ciento para la brecha del producto, basado en el segundo de estos métodos.⁴¹ Como puede apreciarse, ambos cálculos coinciden en sugerir que, dada la contracción del PIB observada en la primera mitad del año, la brecha se ubica actualmente en terreno negativo. Esto, a pesar del aumento del nivel de esta brecha en el tercer trimestre derivado del repunte de la actividad descrito anteriormente. Así, según estos resultados, el PIB observado se encuentra significativamente por debajo del potencial. Esto, a su vez, sugiere que la demanda agregada no se ha constituido como un factor conducente a ejercer presiones sobre la inflación sino que, por el contrario, ha tendido a contrarrestar el impacto sobre el crecimiento de los precios de otros

⁴¹ Estos 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.

choques, como el traspaso de los movimientos del tipo de cambio observados a finales del año pasado y principios del actual.

Gráfica 55
Estimaciones de la Brecha del Producto



De manera congruente con la desaceleración que presentó el gasto privado durante la fase baja del ciclo actual, se observó una reducción en las fuentes de ahorro financiero disponible y en el financiamiento al sector privado no financiero. Adicionalmente, en el contexto actual en el que el gasto público ha mostrado un mayor dinamismo, tanto de consumo como de inversión, que el correspondiente al sector privado, el sector público ha utilizado mayores recursos financieros. Dada la escasez de financiamiento que prevalece en la actualidad, los mayores requerimientos financieros públicos tienden a disminuir la disponibilidad de recursos para el sector privado. Si bien dada la naturaleza de los choques que enfrenta la economía, resulta difícil determinar si la reducción del financiamiento al sector privado resulta de factores de oferta o de demanda de crédito, el menor financiamiento al sector puede estar contribuyendo a moderar el crecimiento del gasto privado y, por tanto, generar menores presiones sobre los precios.

En relación con lo anterior, también es relevante señalar que la ligera recuperación que, en el margen, parecerían estar registrando el gasto y la actividad productiva, condujo a que el saldo comercial del país y la cuenta corriente pasaran de registrar superávit en el segundo trimestre, a alcanzar déficit durante el trimestre que se reporta. Ello, fundamentalmente como reflejo de un mayor dinamismo de las importaciones. Si bien lo anterior sugiere que, en el tercer trimestre, se habrá observado una demanda más vigorosa, el nivel aún reducido del déficit de la cuenta corriente tampoco parecería ser indicativo de presiones importantes de la demanda sobre las cuentas externas, o de una presencia de dificultades para su financiamiento.

En lo que concierne a las posibles presiones sobre la inflación asociadas a los precios de las materias primas en los mercados internacionales, es pertinente señalar que después de las alzas observadas durante la primera parte del año, en general éstos mostraron cierta tendencia a estabilizarse durante el tercer trimestre. Ello situó las referidas cotizaciones en niveles inferiores a los que registraron el año previo. Además, las curvas de los futuros de la mayor parte

de las materias primas indican que durante los siguientes doce meses los precios de las materias primas alimenticias, energéticas y metálicas se ubicarán por debajo de los elevados niveles que se observaron el año pasado.

En síntesis, tanto el comportamiento reciente de diversos indicadores de la demanda agregada, como los asociados con la brecha del producto y las cuentas externas del país, así como el desempeño de las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales, sugieren que todos estos han sido factores que han tendido a contribuir a la baja de la inflación observada en el periodo que se reporta. En este contexto, el hecho de que la inflación haya disminuido en un menor grado y a un menor ritmo que en otras economías parecería no haber sido consecuencia de presiones provenientes del lado de la demanda o de los precios internacionales de materias primas.

4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2009

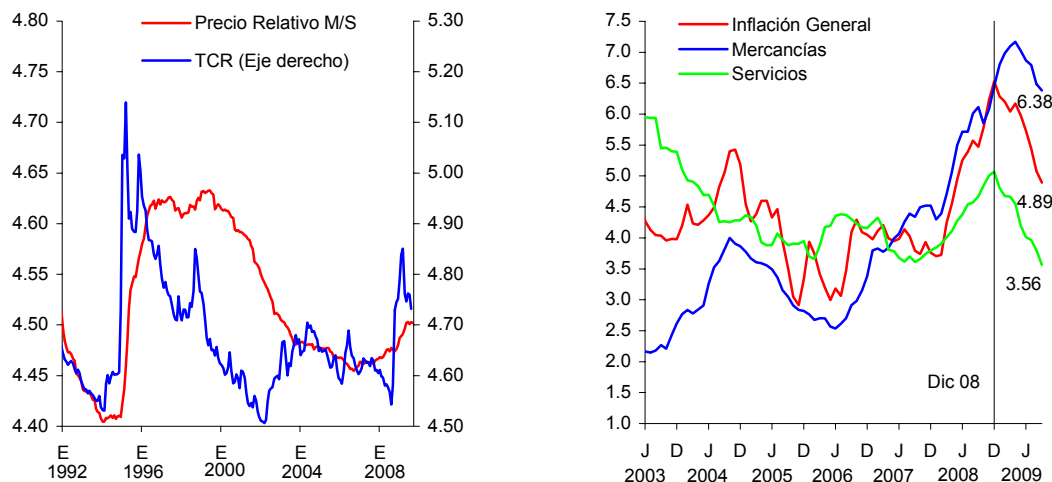
Durante el tercer trimestre, la inflación continuó descendiendo. En septiembre, la inflación anual se ubicó en 4.89 por ciento, después de que en diciembre de 2008 había alcanzado 6.53 por ciento. Como ya se ha explicado, la depreciación del tipo de cambio real en México dio lugar a un incremento en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios (Gráfica 56a). Así, durante los primeros tres trimestres la inflación anual del subíndice subyacente de las mercancías se mantuvo por arriba de la correspondiente al subíndice subyacente de los servicios (Gráfica 56b). En el caso de la primera, durante el tercer trimestre continuó la tendencia descendente que inició en mayo, registrando una disminución del 7.17 por ciento alcanzado en abril, a 6.38 por ciento en septiembre. A esta disminución contribuyó el que el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios al consumidor de las mercancías pareciera ya haber sido absorbido. Por su parte, durante el trimestre la inflación anual subyacente de los servicios también continuó con la tendencia a la baja que, en este caso, inició en enero del presente año. De esta manera, dicha inflación disminuyó de 5.07 por ciento en diciembre de 2008, a 3.56 por ciento en septiembre de 2009.

Gráfica 56

**Precio Relativo de las Mercancías respecto de los Servicios,
Tipo de Cambio Real Bilateral con EEUU e Inflación General, Subyacente de Mercancías y Servicios**

a) Precio Relativo de las Mercancías respecto de los Servicios^{1/} y Tipo de Cambio Real Bilateral con EEUU^{2/}
Logaritmo de Índice 2000=100

b) Inflación General, Subyacente de Mercancías y Subyacente de Servicios
Por ciento



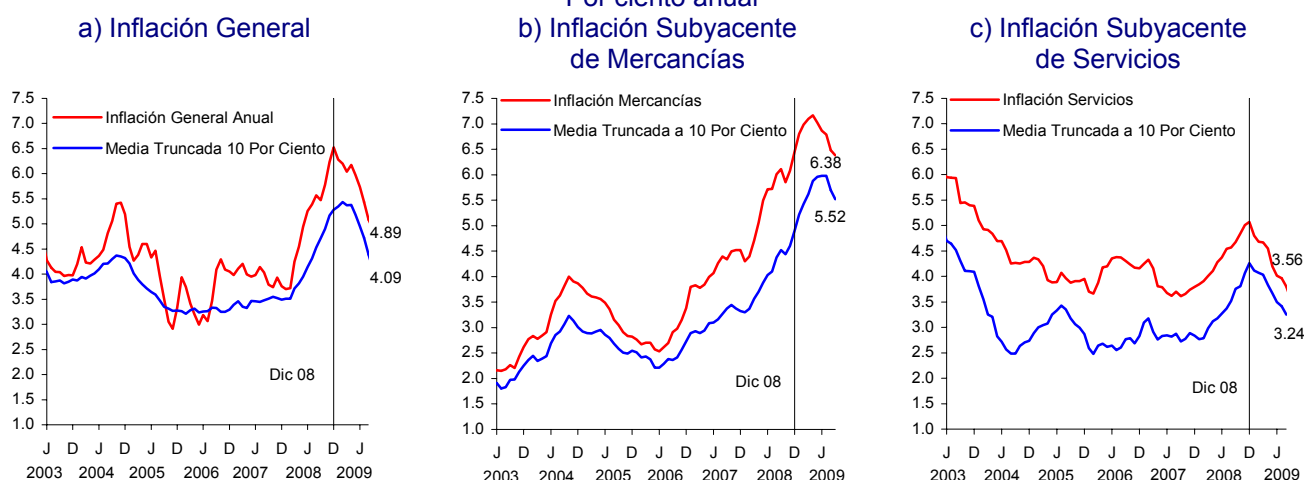
1/ El precio relativo de las mercancías se define como el cociente del subíndice de precios subyacente de las mercancías entre el subíndice de precios subyacente de los servicios. Último dato: septiembre 2009.

2/ Incrementos en el índice de tipo de cambio real bilateral representan depreciaciones.

La mejora en la inflación se aprecia también en una serie de indicadores de naturaleza retrospectiva que, como se ha señalado, son útiles para analizar la evolución reciente de la misma. Por lo que se refiere a los indicadores de media truncada, la correspondiente a la inflación general continuó

mostrando una disminución, al pasar de 4.95 en junio, a 4.09 en septiembre (Gráfica 57a). Ello sugiere que la mejoría en la inflación es atribuible a que los incrementos en los precios de un número significativo de genéricos continúan siendo cada vez menores.⁴² Un resultado similar se encuentra en el indicador de media troncada de la inflación subyacente de servicios, que disminuyó de 3.50 en junio, a 3.24 en septiembre (Gráfica 57c). Por su parte, el indicador de media troncada de la inflación subyacente de mercancías, que hasta julio había mostrado una tendencia al alza para alcanzar 5.98 por ciento en dicho mes, comenzó a mostrar una reducción a partir de agosto, para ubicarse en 5.52 por ciento en septiembre (Gráfica 57b).

Gráfica 57
Inflación Anual e Indicadores de Inflación sin la Contribución de
Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento^{1/}
Por ciento anual



1/ La media troncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan de mayor a menor; ii) se excluyen los genéricos 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 genéricos restantes, que por construcción se ubican en el centro de la distribución, se calcula el indicador de media troncada.

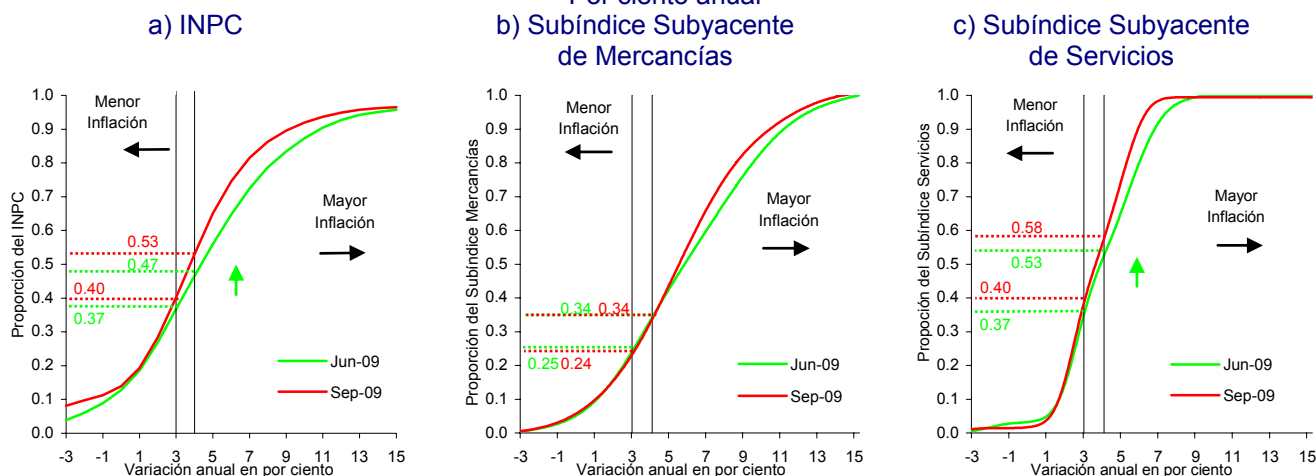
Un indicador adicional que ofrece información acerca de la evolución reciente de la inflación se obtiene de analizar cada mes las variaciones anuales en el precio de cada uno de los genéricos que componen el índice de precios. A partir de dicho análisis se estima la distribución acumulada de dichas variaciones, las cuales pueden ser utilizadas para inferir qué proporción de la canasta del índice presenta variaciones anuales en su precio mayor o igual a un nivel determinado.

Por lo que se refiere al INPC, durante el tercer trimestre continuó observándose una mejoría en estos indicadores. Así, mientras que en junio de 2009 el 37 por ciento de la canasta del INPC presentaba variaciones anuales en sus precios iguales o menores a 3 por ciento, en septiembre dicha proporción

⁴² El indicador de media troncada ofrece información acerca de la variación en los precios de los genéricos que se ubican en el centro de la distribución, es decir, de aquellos cuyas variaciones en precios no han sido extremas y que por lo tanto no se ubican en las colas de la misma. En este caso, los indicadores referidos consideran el 80 por ciento de la canasta del índice de precios de referencia, ya que se excluyen los genéricos con mayor y menor variación, considerando 10 por ciento de la canasta del índice en cada cola de la distribución. Por consiguiente, una disminución en el indicador de media troncada de la inflación de un índice en particular es indicativo de que los incrementos de precios en una gran parte de los genéricos de dicho índice son cada vez menores.

aumentó a 40 por ciento (Gráfica 58a). Asimismo, el porcentaje de la canasta con variaciones anuales en sus precios menores o iguales a 4 por ciento pasó de 47 a 53 por ciento en el mismo periodo. No obstante, en el caso del subíndice subyacente de las mercancías, este indicador todavía no ha mostrado una mejoría significativa. La proporción de la canasta con variaciones anuales en su precio menores o iguales a 3 por ciento se ubicó en 24 por ciento en septiembre, nivel similar al que registró en junio (25 por ciento) (Gráfica 58b). Por su parte, la proporción de la canasta con variaciones anuales en su precio iguales o menores a 4 por ciento se mantuvo en 34 por ciento durante el tercer trimestre. En el caso de los indicadores correspondientes al subíndice subyacente de servicios, éstos continuaron mostrando una mejoría durante el trimestre de referencia. El porcentaje de la canasta con variaciones anuales en su precio menores o iguales a 3 por ciento aumentó de 37 por ciento en junio, a 40 por ciento en septiembre, mientras que el correspondiente a variaciones menores o iguales a 4 por ciento lo hizo de 53 a 58 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 58c).

Gráfica 58
Proporción Acumulada del Índice de Precios de Acuerdo
con las Variaciones Anuales en el Precio de sus Genéricos^{1/}
Por ciento anual

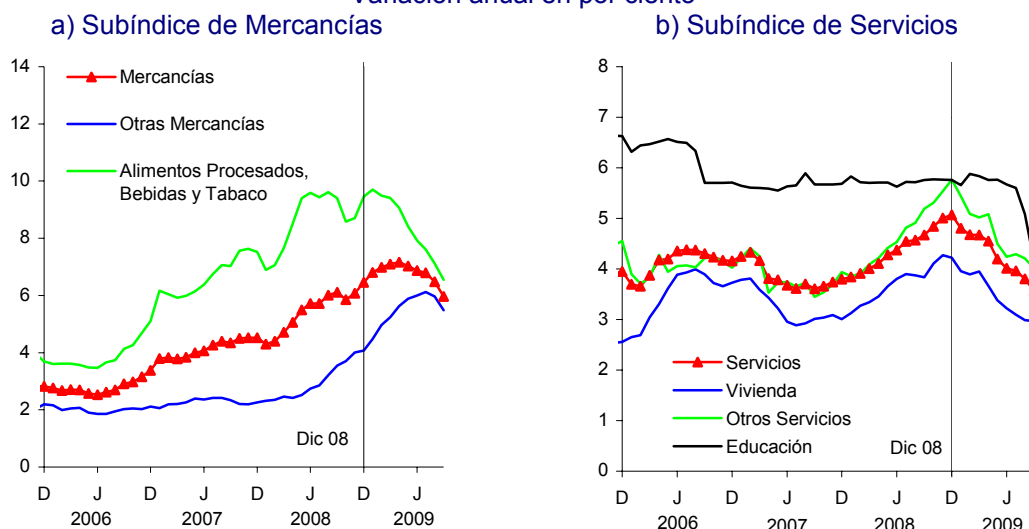


1/ La distribución acumulada de las variaciones anuales en el precio de los genéricos de un índice de precios se calcula de la siguiente forma: i) se obtiene la aproximación a la función de densidad de la variación anual en el precio de los genéricos del índice de precios en cuestión; ii) se acumula dicha distribución considerando los ponderadores de cada genérico dentro del subíndice del valor de la variación anual en los precios de los genéricos mínimo al valor máximo.

Los indicadores anteriores muestran que durante el tercer trimestre, los efectos de la holgura que presenta la actividad económica fueron más claros. En el caso de las mercancías, como se ha señalado, este efecto se vio contrarrestado en los primeros meses del año por los efectos de la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, en la medida en que el efecto de ésta sobre los precios al consumidor de las mercancías se ha venido absorbiendo, el impacto de la contracción económica sobre la inflación subyacente de mercancías ha comenzado a hacerse más evidente. A partir de agosto de 2009, la disminución en la inflación anual del subíndice subyacente de las mercancías ya no sólo es atribuible a menores variaciones anuales en los precios del grupo de alimentos procesados, bebidas y tabaco, sino también a una menor inflación anual en el grupo de otras mercancías (Gráfica 59a). En el caso del subíndice subyacente de servicios, las menores variaciones anuales que se observaron durante el tercer trimestre son atribuibles a reducciones en la inflación anual de los tres grupos que lo componen: vivienda, educación y otros servicios (Gráfica 59b).

Como es bien sabido, los indicadores de inflación anual pueden verse afectados por efectos de “base” o de “escalón”. Por tanto, resulta útil complementar el análisis de la evolución reciente de la inflación con indicadores de inflación mensual. Estos indicadores ofrecen información útil acerca de la dirección de los cambios que, en el margen, viene presentando la inflación. Para tal efecto, a continuación se presentan indicadores de tendencia de la inflación mensual de varios subíndices de precios.⁴³

Gráfica 59
Subíndices de Inflación Subyacente
Variación anual en por ciento



En el caso del subíndice subyacente de mercancías, el indicador de tendencia de su inflación mensual comenzó a mostrar una hacia la baja a partir de febrero de 2009, tres meses antes de que el indicador de inflación anual para este subíndice comenzara a disminuir en mayo (Gráfica 60a). Al interior de este subíndice, el indicador para el grupo de alimentos procesados, bebidas y tabaco comenzó a disminuir desde enero de 2009, mientras que el correspondiente al grupo de otras mercancías comenzó a hacerlo a partir de abril de 2009. Como se señaló, en la medida en que el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios de las mercancías parece haberse absorbido, la mejoría en los indicadores de inflación de las mercancías se ha venido generalizando. Una muestra de ello se aprecia en los indicadores de tendencia de la inflación mensual de algunos de los subgrupos al interior del grupo de otras mercancías. Los indicadores correspondientes a los subgrupos de muebles, aparatos y accesorios domésticos, así como de salud y cuidado personal, muestran una tendencia a la baja desde el segundo trimestre del año (Gráfica 60b). En el caso del subgrupo de educación y esparcimiento, el indicador correspondiente dejó de aumentar durante el tercer trimestre, mostrando incluso una ligera disminución en septiembre, después de que durante la primera parte del año había mostrado una tendencia a la alza. Sin embargo, los indicadores correspondientes a los subgrupos de ropa, calzado y accesorios y de transporte todavía presentaron un

⁴³ Para obtener estos indicadores de tendencia se remueven los componentes estacional e irregular de la serie de inflación mensual del índice respectivo. Para ello, se identifica la información incluida en las frecuencias de hasta 16 meses en la serie de tiempo de la variable de interés, misma que posteriormente se excluye para obtener el indicador de tendencia. Una descripción de esta metodología se puede encontrar en: Ysusi, C., 2009, “Análisis de la dinámica de la inflación en México usando wavelets”, Documento de Investigación No. 2009-09, Banco de México.

ligero incremento durante el tercer trimestre. Cabe señalar que los tres primeros subgrupos que muestran indicadores de tendencia de inflación mensual a la baja tienen una participación de 60.6 por ciento en el subíndice subyacente de mercancías, mientras que la participación de los últimos dos subgrupos con indicadores de tendencia mensual de inflación al alza asciende a 39.4 por ciento.

En gran parte como reflejo de la fase cíclica por la que atraviesa la economía, el indicador de tendencia mensual de inflación del subíndice subyacente de servicios presentó un punto de inflexión durante el tercer trimestre de 2008, y desde entonces ha mostrado una disminución (Gráfica 60c). Asimismo, los efectos de la holgura en la actividad económica sobre la inflación de servicios se aprecian en las disminuciones que durante los últimos trimestres se registraron en los indicadores de tendencia de la inflación mensual correspondientes a los grupos de vivienda, educación y otros servicios. Inclusive, al interior del grupo de otros servicios, se observa que los indicadores correspondientes a prácticamente todos los subgrupos han venido disminuyendo durante los últimos trimestres (Gráfica 60d).

Los indicadores descritos muestran que la mejoría que se ha observado en la inflación durante 2009 ha sido congruente con las proyecciones dadas a conocer en los últimos dos Informes sobre la Inflación.

Como se señaló en el Informe anterior, dado que durante el primer semestre del año la contracción en la actividad económica en México fue severa, diversos indicadores de brecha de producto sugieren que ésta se amplió de manera considerable en ese periodo. El grado de holgura que se estima prevalecía hacia finales del primer semestre fue de tal magnitud que, a pesar de la recuperación prevista para la segunda mitad de 2009 y para 2010, se espera que la brecha de producto continúe siendo considerablemente negativa durante un tiempo. Por tanto, es previsible que ello contribuya a que la inflación continúe mostrando una tendencia inercial descendente en los siguientes trimestres (esto es, sin considerar los posibles efectos que pudieran tener sobre la inflación algunas de las medidas fiscales propuestas en el paquete económico para 2010).

Con respecto al panorama inercial para la inflación en el futuro previsible, es importante complementar el análisis con información contenida en otro conjunto de indicadores de naturaleza prospectiva. En primer término, conviene señalar que las expectativas de inflación para el cierre de 2009, recabadas por el Banco de México entre analistas económicos del sector privado, son congruentes con la previsión de que la inflación continúe disminuyendo durante el cuarto trimestre del año. En particular, el promedio de las respuestas de la referida encuesta para el cierre de 2009 se ubica en 4.3 por ciento (Gráfica 61a).

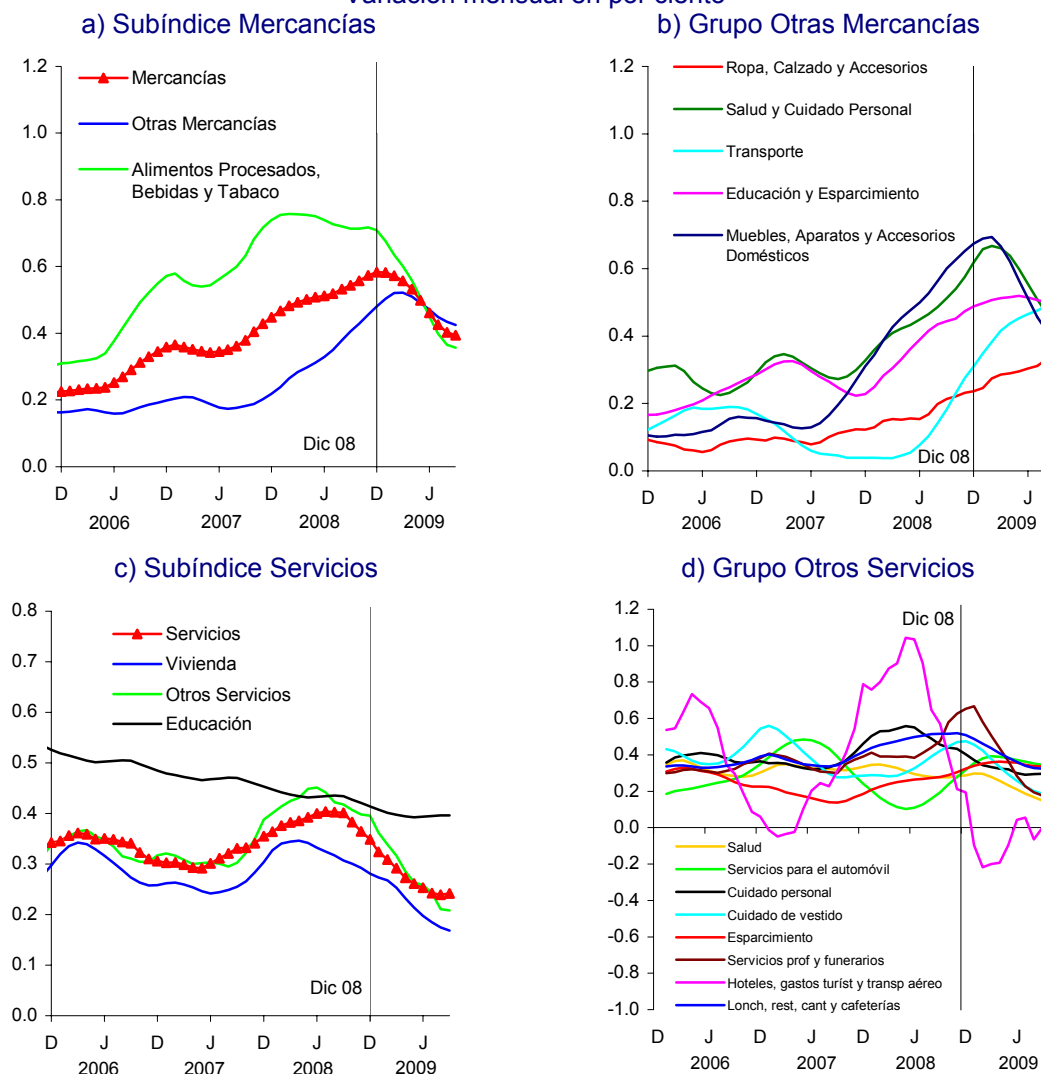
No obstante, durante el tercer trimestre se observó un incremento en las expectativas de inflación de los analistas económicos para el cierre de 2010. El consenso entre los analistas de la encuesta recabada por el Banco de México aumentó de 3.86 por ciento en la encuesta de junio, a 4.28 por ciento en la encuesta de septiembre (Gráfica 61a).⁴⁴ Dicho incremento se conforma por un aumento en el consenso de los analistas con relación a las expectativas de

⁴⁴ Las expectativas de inflación recabadas por Infosel presentaron un incremento similar. De la encuesta del 26 de junio a la del 23 de octubre, el consenso de las expectativas de inflación general para el cierre de 2010 aumentó de 3.73 a 4.30 por ciento.

inflación subyacente para el cierre de 2010, de 3.80 a 4.09 por ciento y de 4.04 a 4.85 por ciento en el caso de las expectativas para la inflación no subyacente (Gráfica 61b).^{45,46} Claramente, el deterioro de las expectativas de inflación de los analistas económicos para el siguiente año es atribuible, en gran medida, al efecto que sobre la inflación puedan tener algunas de las medidas incluidas en el paquete fiscal para 2010 presentado ante el H. Congreso de la Unión el 8 de septiembre del presente año.

Gráfica 60
Indicadores de Tendencia de la Variación Mensual
en Subíndices de Inflación Subyacente^{1/}

Variación mensual en por ciento



1/ Las tendencias de las variaciones mensuales de los precios se calcularon usando wavelets (base de Haar). Dicha metodología permite filtrar series de tiempo a distintas escalas. Todas las variaciones correspondientes a ciclos menores a 16 meses fueron eliminadas de las series para así conseguir una estimación de la tendencia.

⁴⁵ Las expectativas de inflación no subyacente se extraen a partir de la información referente a las expectativas de inflación general y subyacente reportadas por las encuestas.

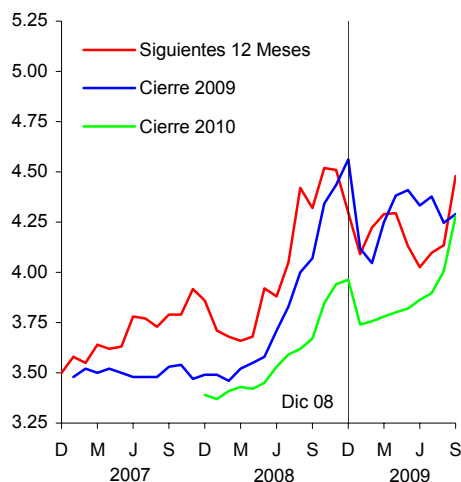
⁴⁶ En el caso de las expectativas recabadas por Infosel se observa un resultado similar. De la encuesta del 26 de junio a la del 23 de octubre, el consenso de las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2010 aumentó de 3.71 a 4.03 por ciento, mientras que en el caso de las expectativas para la inflación no subyacente el aumento fue de 4.0 a 5.10 por ciento.

Si bien el incremento en las expectativas de inflación para 2010 representa un riesgo para la inflación, hasta ahora el incremento en las expectativas de inflación para horizontes más lejanos ha sido menor. En el caso de las expectativas de inflación para el cierre de 2011, el consenso de éstas aumentó de 3.71 por ciento en la encuesta de junio, a 3.83 por ciento en la encuesta de septiembre (Gráfica 61a). Asimismo, el consenso de las expectativas de inflación anual promedio para los siguientes cuatro años aumentó de 3.63 a 3.81 por ciento en el mismo periodo. Por su parte, el consenso de las expectativas para el promedio de inflación anual en un horizonte de 5 a 10 años, recabadas por la encuesta de Infotel entre analistas económicos, se ha mantenido alrededor de 3.45 por ciento desde finales de junio.

Como se ha señalado en informes anteriores, un indicador adicional que permite extraer información sobre las perspectivas inflacionarias de largo plazo en la economía es la compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima por riesgo) que los inversionistas demandan por mantener bonos con rendimiento nominal de largo plazo en pesos (10 años). Este indicador, 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), presentó un incremento de niveles cercanos a 4 por ciento a finales de junio a niveles cerca de 4.5 por ciento a finales de octubre, si bien con cierta volatilidad que es común en este tipo de indicadores (Gráfica 61b).⁴⁷

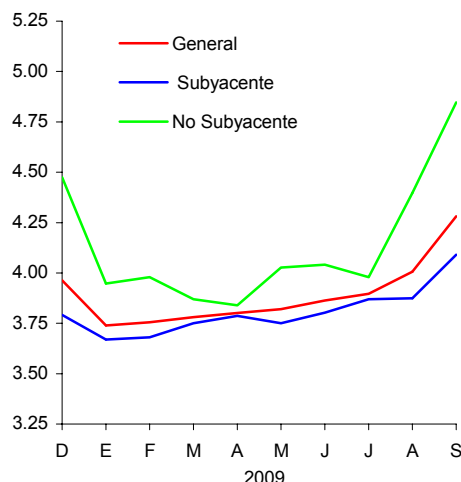
Gráfica 61
Expectativas de Inflación General Anual
Por ciento anual

a) Expectativa de Inflación General Anual



Fuente: Encuesta del Banco de México.

b) Expectativa de Inflación Anual para el Cierre de 2010



Fuente: Encuesta del Banco de México.

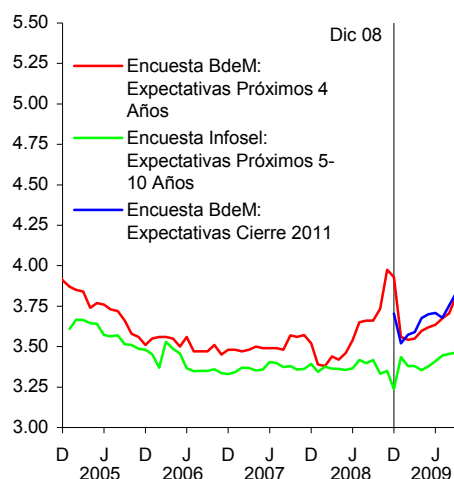
La evolución reciente de los indicadores que ofrecen información acerca de las expectativas de inflación sugieren que si bien durante el tercer trimestre se observaron incrementos moderados en las correspondientes a los horizontes de mayor plazo, éstas han permanecido relativamente mejor ancladas. Sin embargo,

⁴⁷ Por su naturaleza, este tipo de indicadores suelen verse afectados por cambios en las condiciones de liquidez prevalecientes en el mercado de dinero. Por consiguiente, es recomendable interpretar sus variaciones de alta frecuencia con cierta cautela.

en el futuro será importante seguir con detenimiento la evolución de estos indicadores.

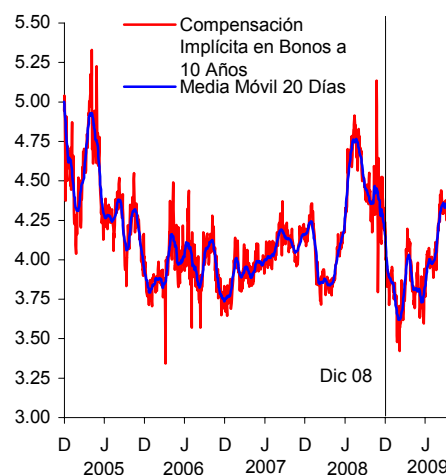
Gráfica 62
Expectativas de Inflación General Anual y Compensación
por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo
 Por ciento anual

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



Fuente: Encuestas del Banco de México y de Infosel.
 1/ Para la Encuesta de Infosel se utiliza el promedio mensual.

b) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo^{2/}



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

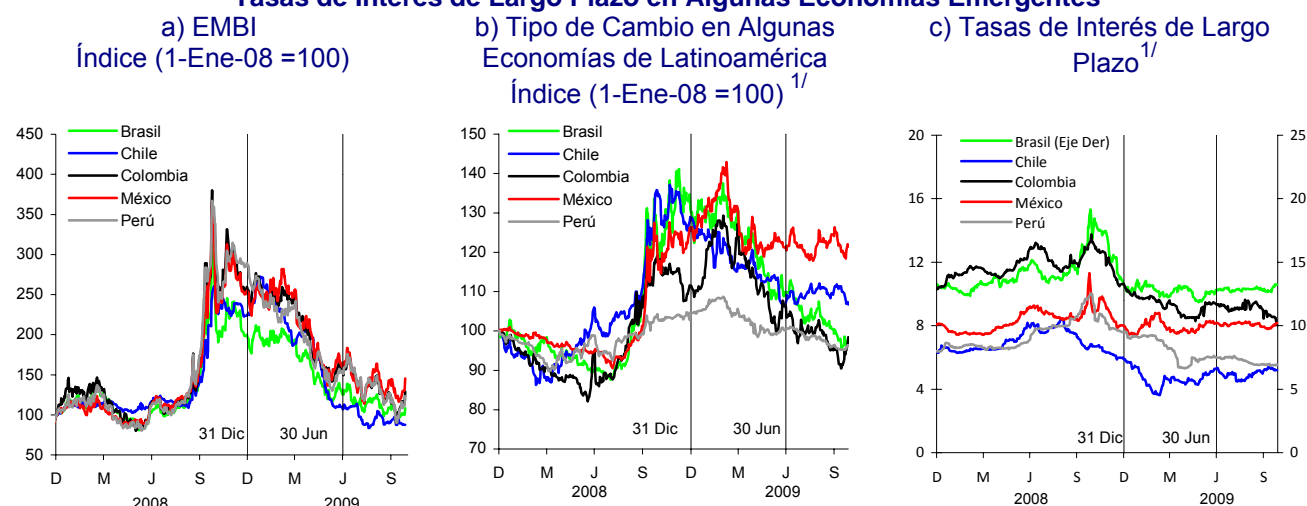
Por su parte, como se mencionó previamente, durante el tercer trimestre se observó una mejoría en el apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales. En este contexto, continuó observándose una tendencia a la baja en los indicadores de riesgo país de economías emergentes, una apreciación en los tipos de cambio nominales de estas economías y una ligera disminución en sus tasas de interés de bonos soberanos de largo plazo denominados en moneda local (Gráfica 63). En el caso de México, como se señaló en los últimos tres Informes sobre la Inflación, las medidas adoptadas por las autoridades financieras también contribuyeron a esta recuperación en los indicadores referidos.⁴⁸ Sin embargo, es claro que la mejoría en los indicadores correspondientes a la economía mexicana ha sido menor que la registrada en el caso de otras economías de la región, particularmente en lo que se refiere al tipo de cambio (Gráfica 63b). Como se ha señalado, esto parecería ser atribuible, en gran medida, a la incertidumbre que aún prevalece con relación a la debilidad estructural de las finanzas públicas y a la capacidad de la economía para avanzar en el proceso de reformas estructurales.

Los acontecimientos descritos se han visto reflejados en la dinámica de la curva de rendimientos en México. Por un lado, a raíz de la disminución de 25 puntos base en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en julio, la tasa de interés de bonos gubernamentales a 3 meses pasó de niveles cercanos a 4.85 por ciento a finales de junio, a 4.60 por ciento a finales de julio,

⁴⁸ Ver Informe sobre la Inflación correspondiente a los periodos Octubre-Diciembre 2008, Enero-Marzo 2009 y Abril-Junio 2009, Banco de México.

manteniéndose cerca de dicho nivel durante el resto del trimestre y las primeras semanas de octubre (Gráfica 64a). Por otro, en un contexto de mayor apetito por riesgo en los mercados financieros internacionales, durante el periodo de referencia las tasas de interés de mayor plazo registraron una disminución menor a la observada en las de menor plazo. En particular, el rendimiento del bono gubernamental a 10 años se redujo de niveles cercanos a 8.20 por ciento a finales de junio, a niveles alrededor de 8.15 por ciento en los últimos días, si bien con cierta volatilidad. Como se señaló, esto en un contexto en que las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido relativamente ancladas. De esta manera, la pendiente de la curva de rendimientos, medida como la diferencia entre el rendimiento del bono de 10 años y el de 3 meses, presentó un ligero incremento de los niveles observados a finales del primer trimestre (335 puntos base), a los registrados en los últimos días (355 puntos base) (Gráfica 64b).

Gráfica 63
Indicadores de Riesgo País (EMBI), Tipo de Cambio Nominal y
Tasas de Interés de Largo Plazo en Algunas Economías Emergentes



Fuente: Bloomberg.

Fuente: Bloomberg.

1/ Tipo de cambio respecto al dólar. Un incremento corresponde a una depreciación.

Fuente: Bloomberg.

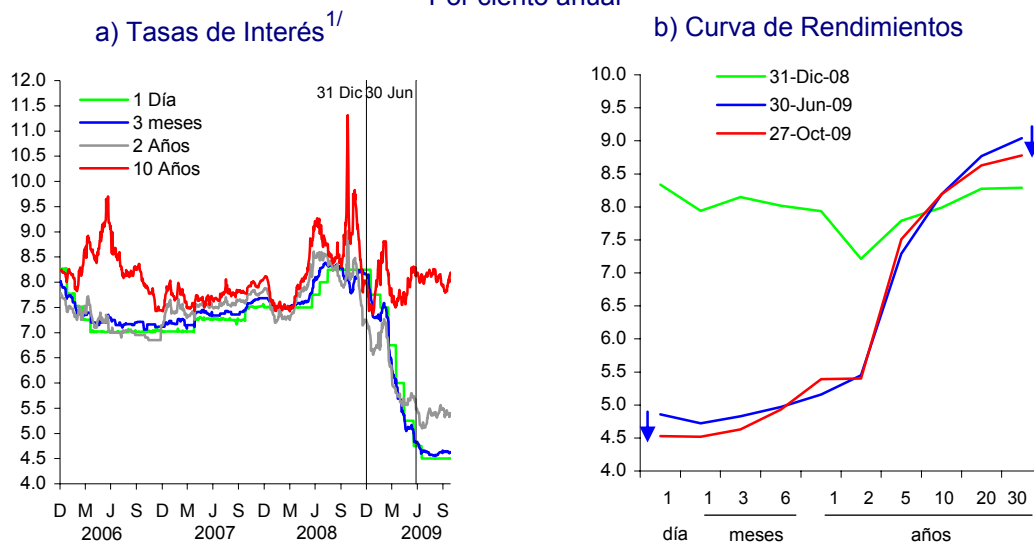
1/ Para Colombia la tasa corresponde a 6 años, para Brasil corresponde a 7 años y para Chile, México y Perú a 10 años.

En el caso de las tasas de interés correspondientes a la parte media de la curva, durante el periodo señalado éstas no presentaron una disminución, manteniéndose en niveles alrededor de 5.4 por ciento. Esto puede atribuirse, entre otros factores, a: i) el aumento en las expectativas de inflación para 2010; ii) un aumento en las primas de riesgo demandadas por los inversionistas derivado de la incertidumbre asociada a la debilidad estructural de las finanzas públicas; y/o iii) la expectativa de mayores tasas de interés de corto plazo en el futuro, sobre todo a raíz del posible impacto que pudieran tener sobre la inflación las diferentes acciones propuestas en materia fiscal para 2010.

La evolución de las tasas de interés en México, junto con tasas de interés en Estados Unidos que permanecieron en niveles reducidos (si bien con cierta volatilidad en las de mayor plazo), dieron lugar a que durante el tercer trimestre y las primeras semanas de octubre el diferencial de tasas de interés a 1 día entre ambos países se haya mantenido cerca de 425 puntos base desde el 17 de julio (Gráfica 65). Por lo que se refiere al diferencial de tasas de interés a 10

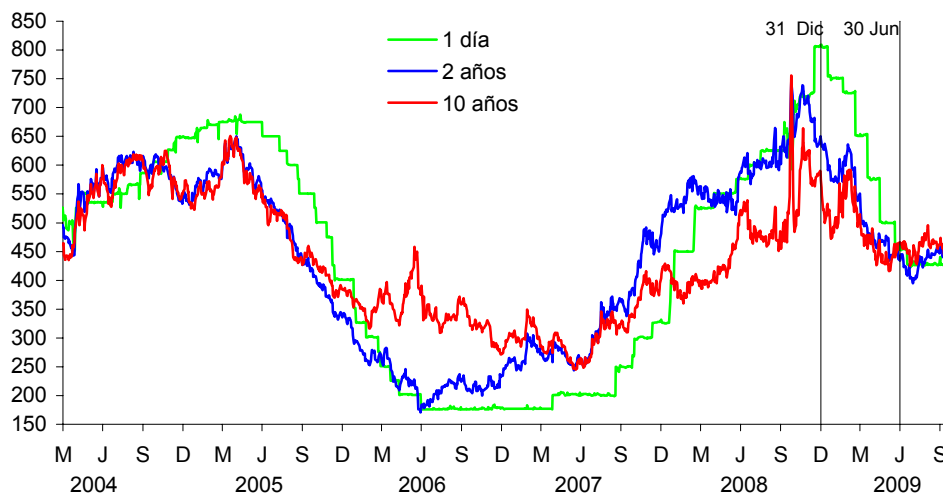
años, éste se mantuvo alrededor de 465 puntos base en el trimestre de referencia y durante las últimas semanas, si bien con cierta volatilidad.

Gráfica 64
Tasas de Interés en México
Por ciento anual



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

Gráfica 65
Diferenciales de Tasas de Interés en México y Estados Unidos
Puntos base



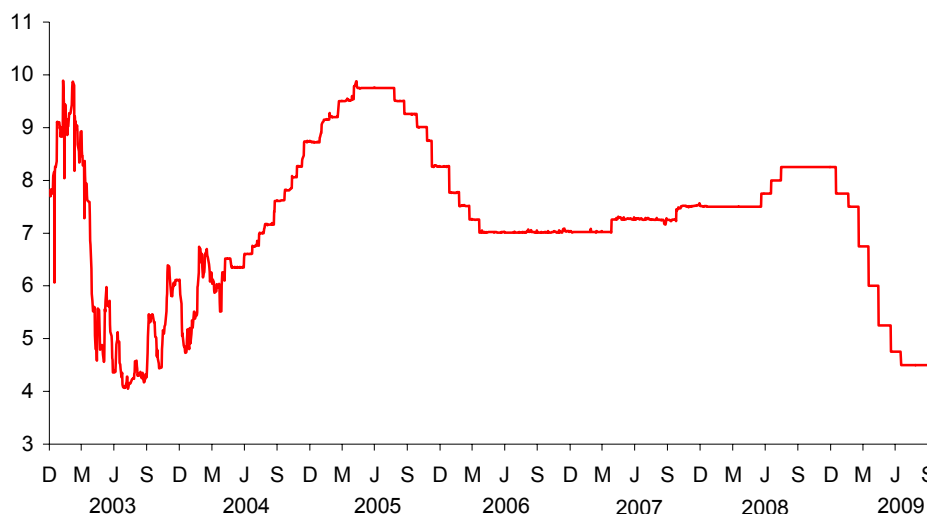
En suma, en un entorno en el que la economía mundial continuó mostrando señales de recuperación en el tercer trimestre, la actividad económica en México también observó una mejoría. Por su parte, la inflación en nuestro país continuó mostrando una tendencia descendente, que se generalizó a todos los subíndices que componen el INPC. Sin embargo, dado el tamaño que ha alcanzado la brecha del producto, es de llamar la atención que la velocidad y el

monto en los que se ha reducido la inflación en México son inferiores que en otras economías emergentes.

En este sentido, conviene hacer una breve reflexión sobre el comportamiento reciente de la inflación y de sus perspectivas en los siguientes trimestres. Como se ha mencionado, si bien ésta no se ha reducido de manera similar a lo sucedido en otros países debido a la mayor depreciación cambiaria y a diferencias en las políticas públicas con base en las cuales se determinan los precios de los energéticos (que también implicó que en la fase previa al inicio de la crisis dichos precios tampoco subieran en nuestro país en la misma magnitud que en otros), al parecer existen diversas distorsiones en la economía que conducen a que la respuesta de las empresas a choques adversos de demanda sea reducida. En general, la respuesta de las empresas en términos de cómo determinan sus precios parecería ser asimétrica dependiendo del tipo y la dirección de las perturbaciones que enfrentan. Esto es, por lo general parecen reaccionar más a choques de costos que a choques de demanda y parecen reaccionar con mayor intensidad a choques que conducen a alzas de precios, que a choques que conducirían a reducciones de los mismos (Recuadro 1). En este sentido, diversas distorsiones que afectan a la economía de México no sólo inciden en un menor crecimiento, tal y como el Banco de México lo ha reiterado en diversas ocasiones, sino que también posiblemente estén conduciendo a una fuerte resistencia a que la inflación disminuya.

Bajo estas condiciones, después de haber reducido el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 375 puntos base durante los primeros siete meses del año, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció en su comunicado del mes de julio la decisión de hacer una pausa en el ciclo de relajación monetaria (Gráfica 66). Consecuentemente, en los meses de agosto, septiembre y octubre, la Junta de Gobierno del Instituto Central mantuvo sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria en 4.5 por ciento.

Gráfica 66
Tasa de Interés Interbancaria a 1 día^{1/}
Por ciento anual



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

5. Consideraciones Finales

El 8 de septiembre el Gobierno Federal presentó su propuesta de Ley de Ingresos y su Proyecto de Presupuesto de Egresos para 2010 al H. Congreso de la Unión. Al momento de la publicación de este informe, continúa el proceso de discusión sobre las diferentes acciones en materia de ingresos y gastos públicos contenidas en la propuesta fiscal.⁴⁹ Teniendo en consideración que la versión definitiva del paquete referido todavía no se aprueba por el H. Congreso de la Unión, esta sección se concreta a presentar las perspectivas del entorno mundial y los riesgos que éste aún enfrenta. En un lapso no mayor a cuatro semanas a partir de la aprobación definitiva de la propuesta fiscal, el Banco de México publicará una addenda a este informe con el escenario macroeconómico para el país previsto por el instituto Central, incluyendo las proyecciones actualizadas de crecimiento e inflación, así como el balance de riesgos correspondiente. Ello basado en dos elementos principales: el entorno internacional y los efectos que pudiese tener el paquete fiscal sobre la actividad y los procesos de formación de precios.

Se espera que la recuperación de la actividad económica global se vaya consolidando gradualmente en 2010. En particular, según estimaciones del FMI, el PIB global podría crecer alrededor de 3 por ciento el próximo año, impulsado sobre todo por las economías emergentes, y, en particular, por China, India y otras economías asiáticas. De esta forma, se espera que las economías emergentes crezcan 5.1 por ciento en 2010. En el caso de las avanzadas, el FMI proyecta un crecimiento del PIB de 1.3 por ciento el próximo año.

En este contexto, se espera que la expansión del PIB de Estados Unidos, que parece haber iniciado en el tercer trimestre, continúe en el resto de 2009 y durante 2010. En efecto, si bien como resultado de la caída de la actividad económica de este país durante la primera mitad del año, el consenso de los analistas proyecta para 2009 en su conjunto contracciones de 2.5 y 10.1 por ciento en el PIB y la producción industrial de Estados Unidos, para 2010 se anticipa una expansión de 2.5 por ciento del PIB y de alrededor de 3.3 por ciento de la producción industrial. En estas perspectivas influyen, entre otros elementos: i) la normalización gradual de las condiciones financieras; ii) el hecho de que la significativa liquidación de inventarios observada en este país desde el último trimestre de 2008 parecería estar llegando a su fin; iii) las señales de fortalecimiento que viene mostrando el sector residencial en esta economía; y, iv) la recuperación de los niveles de consumo privado, reflejo de los estímulos fiscales para reactivar la demanda interna y la menor debilidad del empleo.

La recuperación de la actividad económica y las medidas de apoyo implementadas por las autoridades financieras, han permitido una retroalimentación positiva entre los sectores real y financiero, que se espera continúe en los próximos trimestres, en virtud de la gradual normalización de las condiciones financieras y de los niveles de apetito por riesgo. Así, se prevé que

⁴⁹ La Ley de Ingresos de la Federación debe ser aprobada por ambas Cámaras del H. Congreso de la Unión a más tardar el 31 de octubre. Por su parte, el Presupuesto de Egresos de la Federación debe ser aprobado, exclusivamente por la H. Cámara de Diputados, con fecha límite del 15 de noviembre.

la situación en los mercados financieros internacionales siga mejorando a finales de 2009 y en 2010.

Es también relevante mencionar que las expectativas de una recuperación gradual de la economía global sugieren que la inflación mundial se mantendrá en niveles bajos. Esto, bajo el supuesto de que el retiro de los estímulos monetario y fiscal se realice de manera eficiente y oportuna. En este contexto, para 2010 se anticipa, según previsiones del FMI, que la inflación se sitúe en 1.1 por ciento en las economías avanzadas (0.1 por ciento en 2009) y en 4.9 por ciento en las emergentes y en desarrollo (5.5 por ciento en 2009). Dentro de este último grupo de países, las mayores tasas de inflación se observarían en América Latina (5.2 por ciento) y en Europa del Este (4.2 por ciento).

Es importante señalar que es de esperarse que la recuperación global sea más lenta que en fases cíclicas anteriores y que persisten riesgos significativos a la baja. En el caso de Estados Unidos, a pesar del fortalecimiento de los niveles de actividad, se siguen observando altas tasas de desempleo y diversos segmentos del sector financiero continúan enfrentando condiciones precarias y requiriendo apoyos gubernamentales. Adicionalmente, se estima que la recuperación de los niveles de consumo sea modesta, como reflejo de la necesidad de continuar con el proceso de desapalancamiento de los hogares, los elevados niveles de desempleo y los niveles de riqueza deprimidos. Más aun, el exceso de oferta de casas disponibles en el mercado es considerable y el ritmo de ejecución por impago de hipotecas posiblemente continúe siendo elevado por algún tiempo, lo cual afectará el ritmo de expansión de la construcción residencial. Asimismo, la actividad hipotecaria comercial ha continuado a la baja, reflejando una disminución de las tasas de ocupación y de los precios de renta de los inmuebles. En el sector empresarial, el considerable exceso de capacidad instalada probablemente sea un factor mitigante del ritmo de gasto en capital. Asimismo, es probable que los bancos y las instituciones financieras permanezcan cautelosos mientras restablecen sus requerimientos de capital y se adaptan a las condiciones actuales, por lo que podrían continuar limitando la disponibilidad de crédito.

Desde una perspectiva más general, todos los puntos anteriores muestran la vulnerabilidad que sigue presentando el proceso de recuperación. Por un lado, en sus etapas iniciales la reactivación dependerá en gran medida de contribuciones positivas de la variación de inventarios y del gasto gubernamental al crecimiento del PIB, en un contexto en el que no se espera que la demanda privada reaccione con la misma fortaleza que en otras fases cíclicas. Por otro lado, se ha tornado de enorme importancia que la estrategia para revertir las medidas de estímulo fiscal y monetario por parte de las autoridades no impliquen un freno al restablecimiento de la actividad económica, ni den lugar a un repunte de la inflación. Además, a pesar de las mejorías que se han observado recientemente, la situación del sistema financiero mundial todavía está lejos de normalizarse plenamente. Numerosas instituciones financieras están en proceso de fortalecer sus balances y no puede descartarse un nuevo episodio de incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

Finalmente, la posibilidad de una trayectoria de crecimiento económico mundial mejor de lo anticipado tampoco puede descartarse. Por ejemplo, el fortalecimiento de la confianza en los mercados financieros podría inducir un aumento mayor de lo esperado en el consumo y la inversión en diversas economías avanzadas y emergentes.

La propuesta fiscal que se encuentra en discusión en el H. Congreso de la Unión posiblemente incidirá en el marco macroeconómico para 2010 y en los años subsecuentes. Como es bien sabido, México enfrenta actualmente grandes retos para mejorar sus oportunidades de crecimiento y desarrollo en los próximos años. En particular, las finanzas públicas nacionales han venido mostrando un proceso de deterioro estructural, por lo que es necesario avanzar en diversos frentes como el hacerlas menos dependientes de los ingresos petroleros, el ampliar la base gravable y de contribuyentes, así como en fortalecer vigorosamente la eficiencia y los procesos de transparencia y de rendición de cuentas del gasto público. En este sentido, es indispensable que los diferentes actores políticos logren los acuerdos necesarios para avanzar en la consecución de los objetivos de consolidar la estabilidad macroeconómica, e impulsar la competitividad del país sobre bases más sólidas y permanentes.

6. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria y para la Publicación de los Informes sobre la Inflación en 2010

El siguiente Cuadro presenta el calendario para los anuncios de las decisiones de política monetaria y para la publicación de los Informes sobre la Inflación durante 2010.

Calendario para 2010

Mes	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria	Publicación de Informes sobre la Inflación
Enero	15	27 ^{1/}
Febrero	19	
Marzo	19	
Abril	16	28
Mayo	21	
Junio	18	
Julio	16	28
Agosto	20	
Septiembre	24	
Octubre	15	27
Noviembre	26	

^{1/} Incluye el Programa Monetario para 2010.

El calendario contempla once fechas, una cada mes excepto en diciembre, para los anuncios de las decisiones de política monetaria. Sin embargo, como en años previos, el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central.