

Informe sobre la Inflación

Abril – Junio 2009



BANCODE MEXICO

JULIO, 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 29 de julio de 2009. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009

1. Introducción.....	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	4
2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2009	4
2.2. Índice Nacional de Precios Productor.....	11
2.3. Salarios.....	11
3. Principales Determinantes de la Inflación.....	14
3.1. Condiciones Externas.....	14
3.1.1. Actividad Económica Global.....	14
3.1.2. Precios de las Materias Primas	18
3.1.2.1. Materias Primas Alimenticias	18
3.1.2.2. Materias Primas Energéticas	20
3.1.2.3. Materias Primas Metálicas	21
3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación	22
3.1.4. Mercados Financieros	24
3.1.5. Perspectivas.....	34
3.2. Evolución de la Economía Mexicana	36
3.2.1. Actividad Económica	36
3.2.1.1. Producción Sectorial	42
3.2.1.2. Demanda Agregada	46
3.2.1.3. Empleo y Productividad.....	50
3.2.1.4. Economía Regional	55
3.2.1.5. Sector Externo.....	57
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento.....	63
3.2.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales.....	63
3.2.2.2. Medidas Instrumentadas para Preservar el Buen Funcionamiento de los Mercados en México.....	64
3.2.2.3. Ahorro Financiero.....	65
3.2.2.4. Financiamiento.....	67
3.3. Consideraciones sobre los Determinantes de la Inflación.....	73
4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2009.....	77
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos	88

Recuadros

1. Impacto del Tipo de Cambio en la Estructura de Costos de las Empresas y en el Proceso de Formación de Precios7
2. Consideraciones Relativas a la Respuesta de la Economía ante el Ciclo Económico Mundial37
3. Producto Potencial y Brecha del Producto74

1. Introducción

Durante el segundo trimestre del presente año, la economía mundial continuó inmersa en una fase recesiva. La información oportuna sugiere que la actividad económica global se mantuvo muy débil en dicho lapso. No obstante, en varias economías surgieron indicios ya sea de una moderación del ritmo de contracción, o bien de cierta mejoría de la tasa de expansión.

En Estados Unidos, la actividad económica parece haber continuado disminuyendo en el segundo trimestre, pero a un ritmo considerablemente menor que en los dos trimestres previos. Los indicadores disponibles también sugieren una menor contracción del PIB en la zona del euro, si bien las economías de esta región muestran mayor debilidad que otras economías avanzadas. En el caso de Japón, la información oportuna apunta a una tasa de crecimiento económico positiva en ese periodo (aunque no se espera un crecimiento cercano al potencial hasta finales de 2010). En las economías emergentes se vislumbraron indicios de recuperación en el periodo abril-junio. En particular, el ritmo de crecimiento se fortaleció en algunas de las principales economías emergentes de Asia, a raíz de la mejoría que en los últimos meses se ha observado en su comercio internacional.

Ante la ampliación generalizada de las brechas del producto, durante el segundo trimestre continuaron las presiones a la baja sobre la inflación global. En un elevado número de países avanzados la inflación general anual al consumidor fue sumamente baja o incluso negativa. Así, muchos de los bancos centrales de estas economías mantuvieron sus tasas de interés de política en niveles cercanos a cero. No obstante lo anterior, persiste la preocupación de que las políticas de estímulo monetario y fiscal implementadas para apoyar la recuperación económica pudieran resultar en presiones inflacionarias más adelante, de no ponerse en marcha de manera oportuna medidas para revertirlas. En la mayor parte de las economías emergentes también disminuyó la inflación en este periodo, aunque a un ritmo más moderado. Ello debido, en algunos casos, al efecto adverso de la depreciación de sus monedas sobre el proceso de formación de precios. Por lo demás, la implementación de políticas fiscales expansivas en un contexto de instituciones fiscales relativamente más débiles en estas economías, es un factor que les ha restado márgenes de maniobra, ya que podría tener efectos sobre sus perspectivas de inflación de mediano plazo.

Como es bien sabido, el restablecimiento de un funcionamiento ordenado de los mercados financieros es una condición necesaria para que la actividad económica a nivel global muestre una recuperación sostenida y generalizada. Al respecto, conviene señalar que si bien las condiciones financieras todavía no han regresado a la normalidad, la situación en los mercados financieros internacionales mejoró de manera significativa en el segundo trimestre del año. En esta recuperación han sido fundamentales los programas de apoyo implementados por las autoridades de economías avanzadas y emergentes desde finales del año pasado. Durante el segundo trimestre de 2009 se pusieron en marcha diversas medidas adicionales que contribuyeron a aliviar la incertidumbre en los mercados. Entre éstas cabe destacar los esfuerzos de cooperación internacional realizados en el contexto del G20, la creación de la Junta de Estabilidad Financiera a partir de la ampliación

del Foro de Estabilidad Financiera, las pruebas de estrés llevadas a cabo en el sistema bancario de Estados Unidos -que contribuyeron a aliviar las dudas sobre la solvencia de los principales bancos comerciales de ese país- y las acciones realizadas por los bancos centrales de diversas economías para continuar relajando las condiciones crediticias y para apoyar a sus sistemas financieros.

Durante el segundo trimestre de 2009, la tendencia negativa de la actividad productiva que se venía observando desde los meses previos en la economía mexicana, producto de la contracción de la demanda externa y de su transmisión al mercado doméstico, se vio exacerbada por otros eventos cuyo impacto sobre la actividad económica se estima será temporal. Dentro de éstos destacan: i) el efecto del brote de influenza A(H1N1) sobre los niveles de producción de actividades consideradas de alto riesgo de contagio (restaurantes, hoteles, esparcimiento, comercio al menudeo, entre otras); ii) el paro de actividades en las plantas automotrices de dos empresas armadoras cuyas matrices en Estados Unidos iniciaron un proceso de concurso mercantil; y, iii) el efecto de la Semana Santa sobre los niveles de actividad productiva en abril. A pesar de lo anterior, las perspectivas de una gradual recuperación de la economía estadounidense durante la segunda mitad de 2009 sugieren que la economía mexicana podría empezar a registrar un cambio de tendencia a partir del tercer trimestre de 2009. Esta percepción se ha visto reflejada en la evolución positiva que han mostrado recientemente diversos indicadores de opinión, entre los cuales destacan el Índice de Pedidos Manufactureros y los índices de confianza de los productores, de los analistas económicos del sector privado y de los consumidores. Por supuesto, a esto también contribuiría el eventual desvanecimiento de los choques temporales que afectaron negativamente a la actividad durante el segundo trimestre del año.

La crisis financiera global ha puesto en evidencia debilidades y fortalezas de la economía mexicana. Como se verá en el cuerpo de este Informe, la contracción de nuestra economía ante la recesión mundial ha sido muy severa y, en particular, mayor a la registrada por muchos otros países. Al margen de la contribución que a ello tuvieron los eventos temporales a los que se ha hecho referencia y que afectaron a la actividad durante el segundo trimestre, esta situación también refleja, entre otros factores: i) la elevada dependencia de México del ciclo económico de Estados Unidos; ii) un deterioro en los niveles de confianza de los inversionistas derivado de un importante estrechamiento de los márgenes de maniobra de las finanzas públicas, ante las caídas tanto del precio internacional del crudo con respecto a los niveles que alcanzó el año pasado, como del volumen de producción doméstico de este energético; iii) la baja flexibilidad que México exhibe para reubicar eficientemente sus factores productivos; y, iv) la falta de mayores incentivos para la adopción de tecnologías de punta y de prácticas de trabajo más eficientes.

No obstante, también es relevante enfatizar que México ha demostrado tener un importante grado de capacidad para resistir los efectos de la crisis económica global. En particular, la estrategia macroeconómica adoptada en los últimos años evita el tipo de acumulación de desequilibrios que, en el pasado, irremediablemente conducían a crisis financieras y en balanza de pagos.

La evolución de la inflación continuó exhibiendo una trayectoria descendente durante el segundo trimestre de 2009. A lo anterior contribuyó tanto la inflación subyacente, como la no subyacente. El comportamiento de la primera

fue influido principalmente por las bajas en las tasas de variación anual de los precios del subíndice de los servicios, dada la pronunciada caída en la actividad económica y, en alguna medida, la contingencia sanitaria, la cual contrajo la demanda por servicios asociados al turismo y a la alimentación. No obstante, la caída de la inflación de los servicios fue compensada parcialmente por el incremento que presentó la inflación de las mercancías. Así, la evolución de ambos subíndices ha reflejado un incremento en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios, lo que se deriva de la depreciación del tipo de cambio real que se ha registrado. Por lo que toca a la inflación no subyacente, la reducción que se observó durante el periodo de análisis fue consecuencia, en lo principal, del menor ritmo de crecimiento que se observó en los precios del grupo de los bienes y servicios administrados y concertados, destacando las contribuciones a la baja que tuvieron los precios de la electricidad, del gas para uso doméstico, del transporte urbano y de los derechos por el suministro de agua.

Durante la primera mitad de 2009, el ritmo de caída de la inflación general ha sido relativamente moderado, al considerarse las condiciones recesivas por las que está atravesando la economía. Sin embargo, dado que es posible que la mayor parte del impacto de la depreciación cambiaria sobre los precios de las mercancías ya se haya absorbido, es previsible que el efecto de la contracción en la actividad económica sobre la inflación general se haga más evidente en los siguientes trimestres. Así, se anticipa que la inflación general continúe reduciéndose durante la segunda parte del año, como resultado de disminuciones tanto de la inflación subyacente de servicios, como de la correspondiente al subíndice subyacente de las mercancías y, de esta manera, converja hacia su meta a finales de 2010.

En sus comunicados de política monetaria de abril, mayo y junio la Junta de Gobierno del Banco de México señaló que, en el contexto de una fuerte contracción en la actividad económica, había habido un deterioro más significativo en el balance de riesgos por el lado de la actividad económica que en lo tocante a la inflación. Ante ello, la Junta de Gobierno del Instituto Central, con el propósito de mitigar los efectos desfavorables de la crisis, relajó la postura de política monetaria en 200 puntos base, reduciendo la tasa de referencia de 6.75 a 4.75 por ciento.

Por su parte, en su anuncio de julio redujo en 25 puntos base adicionales la tasa de referencia, para situarla en 4.5 por ciento, y decidió hacer una pausa en el actual ciclo de relajación monetaria. Las acciones futuras de política monetaria de la Junta de Gobierno del Instituto Central serán congruentes con el balance de riesgos considerando tanto la evolución de la economía, como una perspectiva clara del cumplimiento de la trayectoria de inflación y el logro de la meta del 3 por ciento a finales de 2010.

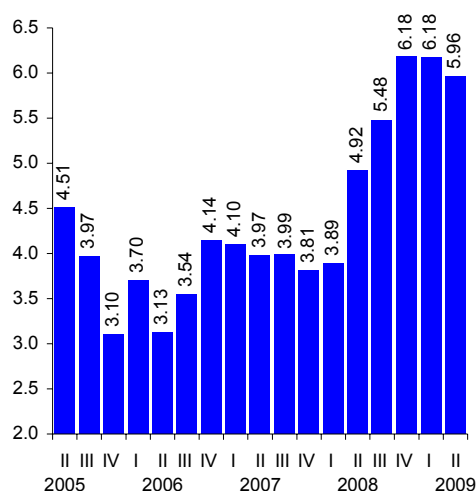
2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2009

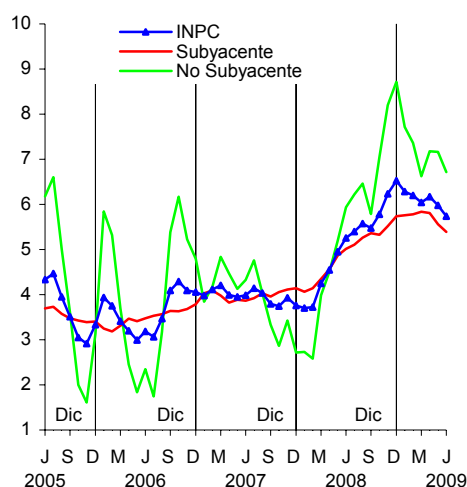
En el segundo trimestre de 2009 la inflación general anual promedio se ubicó en 5.96 por ciento, resultado 0.22 puntos porcentuales menor al registrado en el primer trimestre. A lo largo del periodo, este indicador continuó con una tendencia descendente, pasando de 6.04 por ciento al cierre del trimestre anterior a 5.74 en junio, a pesar de haber experimentado un ligero repunte en abril (Cuadro 1 y Gráfica 1). La baja en la inflación se explica por el componente de servicios del indicador subyacente, así como por la disminución en la tasa de variación anual de los precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados.

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

a) Índice Nacional de Precios al Consumidor



b) Índices de Precios Subyacente y No Subyacente

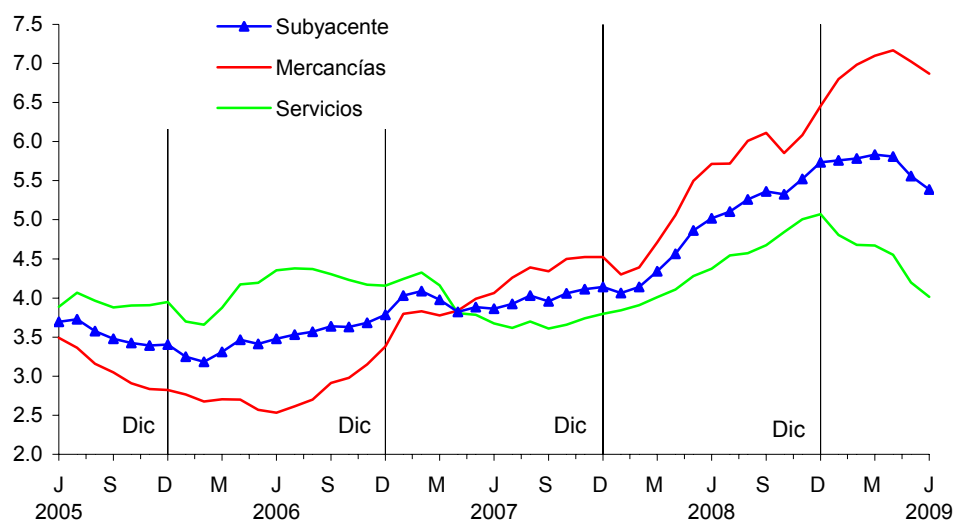


En lo que se refiere al índice subyacente, éste registró una variación anual promedio de 5.58 por ciento en el periodo analizado, mientras que el dato observado el trimestre anterior fue 5.79 por ciento. Este resultado se explica, principalmente, por la evolución de la inflación registrada en el subíndice de los servicios, que continuó con un descenso sostenido a lo largo del periodo. Por su parte, el subíndice de las mercancías, después de haber alcanzado un punto de inflexión en abril, inició una trayectoria descendente a partir de mayo. Sin embargo, debe señalarse que al interior de este último indicador se observaron tendencias opuestas en sus componentes de alimentos y de resto de mercancías (Cuadro 1 y Gráfica 2).

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes

	Variación Anual				Variación Anual Promedio	
	por ciento				por ciento	
	Mar-2009	Abr-2009	May-2009	Jun-2009	Trim I 2009	Trim II 2009
INPC	6.04	6.17	5.98	5.74	6.18	5.96
Subyacente	5.83	5.81	5.56	5.39	5.79	5.58
Mercancías	7.10	7.17	7.02	6.87	6.96	7.02
Alimentos	9.41	9.07	8.42	7.93	9.54	8.47
Resto de Mercancías	5.24	5.63	5.89	6.00	4.90	5.84
Servicios	4.67	4.55	4.20	4.01	4.72	4.25
Vivienda	3.95	3.66	3.38	3.22	3.93	3.42
Educación	5.83	5.76	5.77	5.67	5.79	5.73
Resto de Servicios	5.02	5.08	4.50	4.24	5.18	4.60
No Subyacente	6.62	7.18	7.17	6.72	7.23	7.02
Agropecuarios	10.62	11.97	13.39	13.47	10.79	12.94
Frutas y Verduras	4.35	8.39	13.03	14.08	5.70	11.77
Pecuarios	14.70	14.34	13.62	13.09	14.11	13.68
Administrados y Concertados	4.66	4.77	4.01	3.32	5.49	4.04
Administrados	4.15	4.04	2.99	2.24	4.97	3.10
Concertados	5.22	5.53	5.03	4.41	6.05	4.99

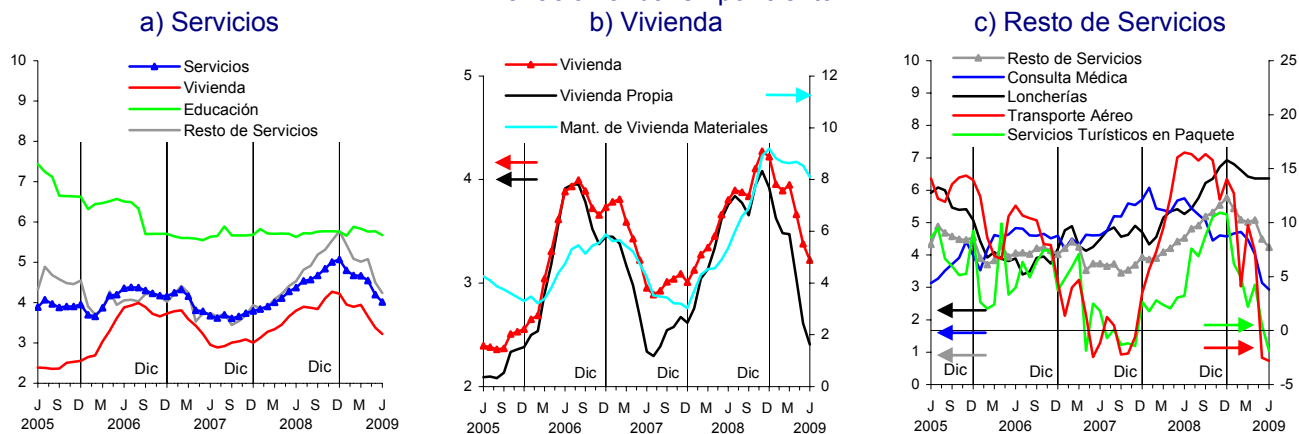
Gráfica 2
Índice de Precios Subyacente
Variación anual en por ciento



Respecto al subíndice subyacente de servicios, la tasa de inflación anual promedio del segundo trimestre se ubicó en 4.25 por ciento, 0.47 puntos porcentuales menor al dato correspondiente al trimestre anterior (4.72 por ciento). Dentro de los grupos que integran a este subíndice, se registraron bajas en el de la vivienda y en el de resto de servicios (Cuadro 1 y Gráfica 3a). La inflación anual promedio del grupo de la vivienda pasó de 3.93 a 3.42 por ciento del primer al segundo trimestre de 2009. Ello se explica, prácticamente en su totalidad, por los genéricos vivienda propia y mantenimiento de vivienda materiales. En el primer caso, la baja se asocia al Índice del Costo de Construcción Residencial, cuya tasa de variación anual promedio cayó de 5.11 a

-0.63 por ciento en los trimestres referidos debido, fundamentalmente, a la reducción en las cotizaciones de productos relacionados con el acero (varilla, alambre, etc.) y con el cemento (Gráfica 3b).

Gráfica 3
Subíndice de Precios Subyacente de Servicios
Variación anual en por ciento



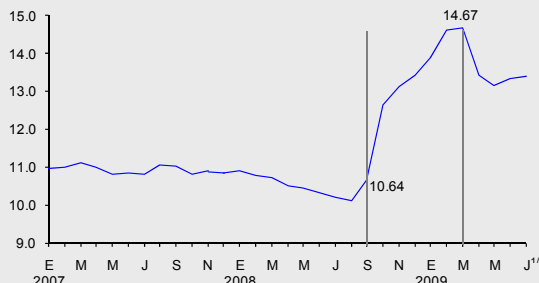
En el grupo del resto de los servicios, la inflación anual promedio se redujo de 5.18 a 4.60 por ciento del primer al segundo trimestre de 2009. Esta baja fue influida, principalmente, por la profunda caída en los niveles de actividad económica y, en alguna medida, por la contingencia sanitaria que tuvo lugar debido al brote de influenza A(H1N1) que se presentó durante abril y mayo, habiendo sido los genéricos con la mayor incidencia negativa en dicho resultado los relacionados al turismo (transporte aéreo, servicios turísticos en paquete) y a los servicios de alimentación (restaurantes y loncherías). En el caso del segundo grupo se tuvieron adicionalmente efectos de “escalón” que se diluyeron, debido a que durante 2008 éste registró incrementos relativamente altos en sus precios (asociados al aumento en los costos de sus insumos), que no se han repetido en 2009. Por su parte, la baja en las tarifas aéreas ocurrió pese a que algunas aerolíneas han dejado de operar, mientras que las que continúan haciéndolo han disminuido la frecuencia de algunas rutas. Esto ha reducido la oferta en el sector, por lo que no puede descartarse un repunte en dichas tarifas en los meses siguientes (Gráfica 3c).

En lo que se refiere al subíndice subyacente de las mercancías, la tasa de variación anual promedio aumentó de 6.96 por ciento en el primer trimestre de 2009, a 7.02 por ciento en el segundo. Es muy probable que los incrementos de precios registrados en este subíndice hayan sido ocasionados, en gran medida, por la depreciación cambiaria, ya que de septiembre de 2008 a junio de 2009 el valor promedio mensual del dólar respecto al peso se incrementó en 25.35 por ciento (Recuadro 1). Cabe señalar que en el subíndice de las mercancías se agrupan gran parte de los bienes de consumo comerciables, los cuales resienten en mayor medida las fluctuaciones del tipo de cambio.

Recuadro 1 Impacto del Tipo de Cambio en la Estructura de Costos de las Empresas y en el Proceso de Formación de Precios

Con el propósito de evaluar, de forma cualitativa, el efecto que el ajuste cambiario ocurrido de septiembre de 2008 a marzo de 2009 pudiera haber tenido sobre las expectativas de tipo de cambio, la estructura de costos de las empresas y, consecuentemente, en el proceso de formación de precios para 2009, el Banco de México llevó a cabo una encuesta de opinión entre empresarios de los sectores industrial y de servicios (Gráfica 1).

Gráfica 1
Tipo de Cambio "Fix" Promedio Mensual
Pesos por dólar



1/ El promedio incorpora información hasta el 28 de julio de 2009.
Fuente: Banco de México.

El periodo de levantamiento de la encuesta fue de enero a abril de 2009. La población objetivo incorporó a las empresas de los sectores industrial y de servicios con una planta laboral de más de cien trabajadores. La muestra fue seleccionada a partir del listado de empresas registradas en el padrón 2007 del Sistema de Información Empresarial Mexicano (SIEM), con base en un diseño probabilístico y estratificado. El número de empresas participantes fue de 455.

Los principales resultados se presentan a continuación:

- a) El 87 por ciento de las empresas encuestadas manifestó que la depreciación cambiaria se tradujo en un incremento de sus costos. Lo anterior obedece, principalmente, a la proporción de insumos importados que utilizan en sus procesos de producción. Adicionalmente, debe señalarse que en su mayoría los insumos de origen nacional son bienes comerciables internacionalmente, por lo que también pueden ser afectados por la paridad cambiaria (Cuadro 1).

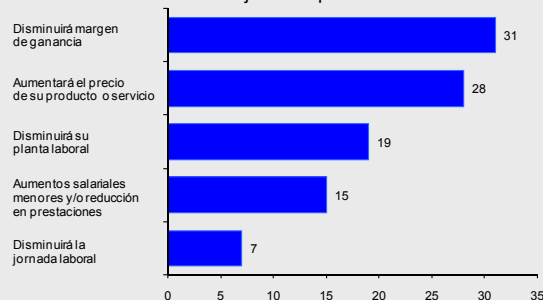
Cuadro 1
Impacto de la Depreciación Cambiaria en la Estructura de Costos de las Empresas

¿Considera que la depreciación del tipo de cambio aumentó sus costos? (Porcentaje de empresas)	Sí	No
	87	13
¿Cuál es el origen de los insumos de producción que utiliza su empresa? (Cifras en por ciento)	Nacional	Importado
	61	39

- b) Como respuesta al impacto de la depreciación cambiaria sobre la estructura de costos de producción, y considerando el entorno recesivo por el cual atraviesa la economía mexicana, las estrategias implementadas con mayor recurrencia por las empresas son: en primer lugar, disminuir el margen de ganancia y, en segundo, trasladar un porcentaje del incremento en costos al consumidor, mediante un aumento en precios. Respecto de la primera estrategia señalada, conviene mencionar que una reducción en las utilidades podría traducirse en futuras presiones inflacionarias, ello en un contexto de repunte económico (Gráfica 2).
- c) Del incremento en precios para 2009 que en promedio estiman aplicar las empresas encuestadas, el 30.6 por ciento se explica por la depreciación del tipo de cambio (Cuadro 2).

De acuerdo a la información recabada, destaca que el impacto de la depreciación cambiaria en el sector industrial es mayor que el reportado por las empresas del sector servicios. Este resultado está relacionado con el hecho de que la mayoría de la producción del sector industrial corresponde a bienes comerciables internacionalmente.

Gráfica 2
Acciones que Empezarán las Empresas ante la Depreciación del Tipo de Cambio
Porcentaje de empresas



Cuadro 2
Incidencias en Aumentos de Precios
Cifras en por ciento

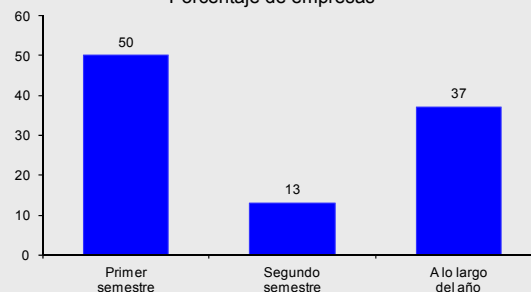
	Incidencias		Total
	Depreciación del tipo de cambio ^{1/}	Otros ^{2/}	
Total	30.6	69.4	100
Industria	31.6	68.4	100
Servicios	23.3	76.7	100

1/ Considera el impacto en la totalidad de los insumos utilizados en la producción.

2/ Incluye materias primas nacionales (excluyendo el impacto del tipo de cambio) y costos salariales, entre otros.

- d) Al preguntar sobre el periodo en el cual las empresas incrementarán sus precios durante 2009, el 50 por ciento de ellas respondió que en el primer semestre, el 13 por ciento lo hará durante el segundo semestre y, el 37 por ciento restante a lo largo del año (Gráfica 3).

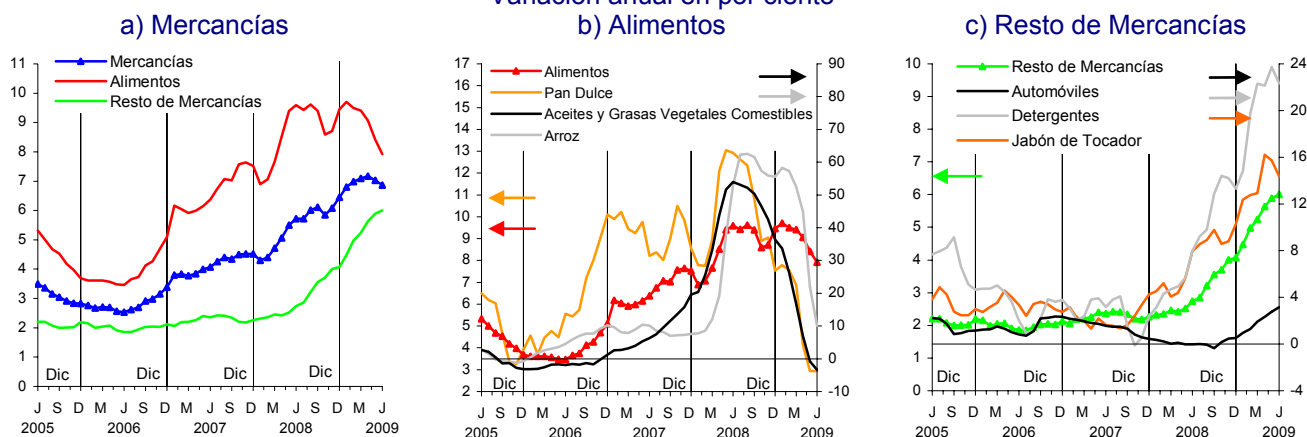
Gráfica 3
Periodo en el que las Empresas Incrementarán el Precio de sus Productos
Porcentaje de empresas



A partir de los resultados obtenidos de la encuesta, si bien estos deben tomarse con carácter cualitativo, es posible deducir que la reciente depreciación del tipo de cambio ha tenido un impacto sobre el proceso de formación de precios de las empresas; en especial, en el sector industrial. Sin embargo, dichos resultados sugieren que la mayor parte del incremento en costos que sería trasladado a los precios ya ha ocurrido y, dada la recesión económica por la cual atraviesa la economía mexicana, es de esperar que el proceso de reducción en la inflación continúe.

Dentro de los grupos que componen el anterior subíndice se presentaron tendencias opuestas, ya que mientras que la tasa de variación anual promedio de los precios de las mercancías no alimenticias pasó de 4.90 a 5.84 por ciento del primer al segundo trimestres de 2009, la correspondiente al rubro de los alimentos procesados se redujo de 9.54 a 8.47 por ciento en las mismas fechas (Cuadro 1). La diferencia en las trayectorias podría deberse a que, si bien ambos grupos son afectados por los impactos del tipo de cambio, en lo que se refiere a los alimentos procesados, éstos contaron con un efecto adicional que compensó dicho impacto y que fue la disminución observada en los precios internacionales de las materias primas alimenticias con respecto a los niveles que éstos alcanzaron el año pasado. En el grupo del resto de las mercancías, las presiones de precios se ubicaron, en particular, en automóviles y en los productos de limpieza para el hogar y de uso personal (detergentes y jabón de tocador, entre otros), conceptos que incorporan un elevado porcentaje de insumos importados en su producción (Gráfica 4c). La baja en la inflación anual promedio del trimestre en el grupo de los alimentos procesados se explica porque se diluyeron efectos aritméticos (“escalones”), debido a que los aumentos de precios en algunos genéricos ocurridos en 2008, año en que los precios internacionales de sus insumos alcanzaron niveles históricos altos, no se repitieron con la misma magnitud en 2009. Particularmente, esta situación se observó en productos asociados a los granos (aceites y grasas vegetales comestibles, arroz y pan dulce, Gráfica 4b). Sin embargo, debe señalarse que en el trimestre analizado se presentaron aumentos en las cotizaciones de otros alimentos y bebidas como la cerveza, el azúcar y los refrescos envasados.

Gráfica 4
Subíndice de Precios Subyacente de Mercancías
Variación anual en por ciento

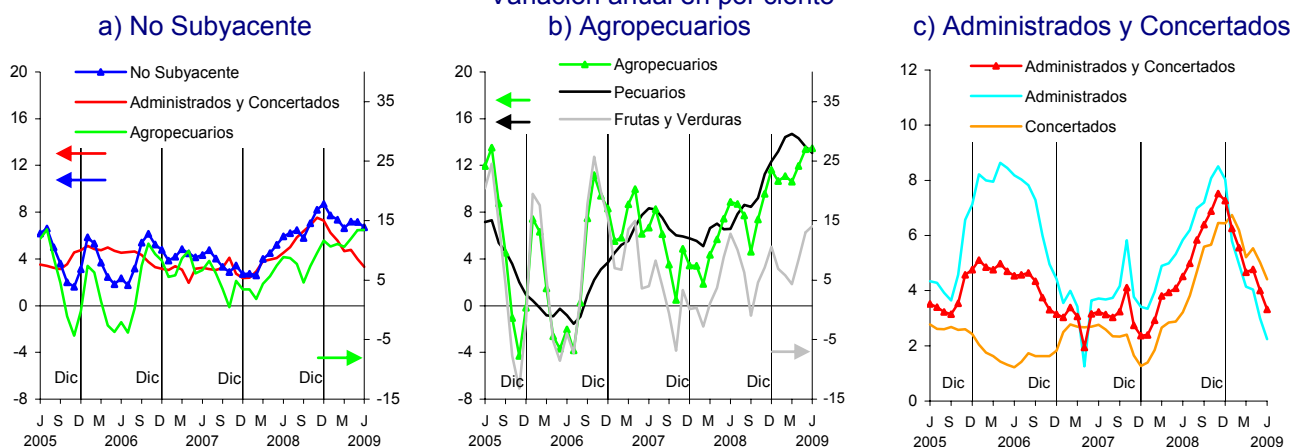


En el segundo trimestre de 2009, la inflación anual promedio del índice no subyacente fue 7.02 por ciento, es decir, 0.21 puntos porcentuales menor con relación a la cifra del primer trimestre. Dicha baja se explica por la variación en el subíndice de los bienes y servicios administrados y concertados (disminución de 5.49 a 4.04 por ciento en esas fechas), la cual se vio parcialmente compensada por la observada en el subíndice de los productos agropecuarios, la cual aumentó de 10.79 a 12.94 por ciento en los periodos referidos (Gráfica 5a).

En el caso de los bienes y servicios administrados, los genéricos con las mayores reducciones en sus tasas de variación anual fueron los siguientes: electricidad y gas para uso doméstico (Gráfica 6a). En el caso de la electricidad,

la baja obedece a dos factores: i) una elevada base de comparación, ya que en 2008 se observaron aumentos significativos en las tarifas de alto consumo (DAC) debido a la trayectoria alcista de los componentes que intervienen en su fórmula de cálculo;¹ ii) en 2009 el efecto anterior se vio acompañado por bajas adicionales de las tarifas DAC. Una situación similar ocurrió con el gas natural (que forma parte del genérico gas para uso doméstico), que en el segundo trimestre de 2008 aumentó 34.9 por ciento en su “precio spot”, mientras que en igual trimestre de 2009 la cotización de este energético disminuyó 7.0 por ciento.² Adicionalmente, los precios de las gasolinas de bajo y alto octanaje registraron descensos moderados en sus tasas de variación anual, debido a los ajustes que se llevaron a cabo en las ciudades de la frontera Norte, ya que sus precios se determinan mediante un comparativo con las localidades vecinas en los Estados Unidos (disminución de 7.14 a 6.93 por ciento del primer al segundo trimestre para el primer caso, y de 6.90 a 6.55 por ciento, en el segundo).

Gráfica 5
Índice de Precios No Subyacente
Variación anual en por ciento



En relación a los bienes y servicios concertados, su tasa de inflación anual promedio mostró una reducción de 6.05 a 4.99 por ciento del primer al segundo trimestre de 2009. Este resultado se debió a diversos aumentos que ocurrieron en 2008 en las tarifas del transporte urbano y en los derechos por el suministro del agua, situación que no se repitió en la misma magnitud durante 2009 (Gráfica 6b).

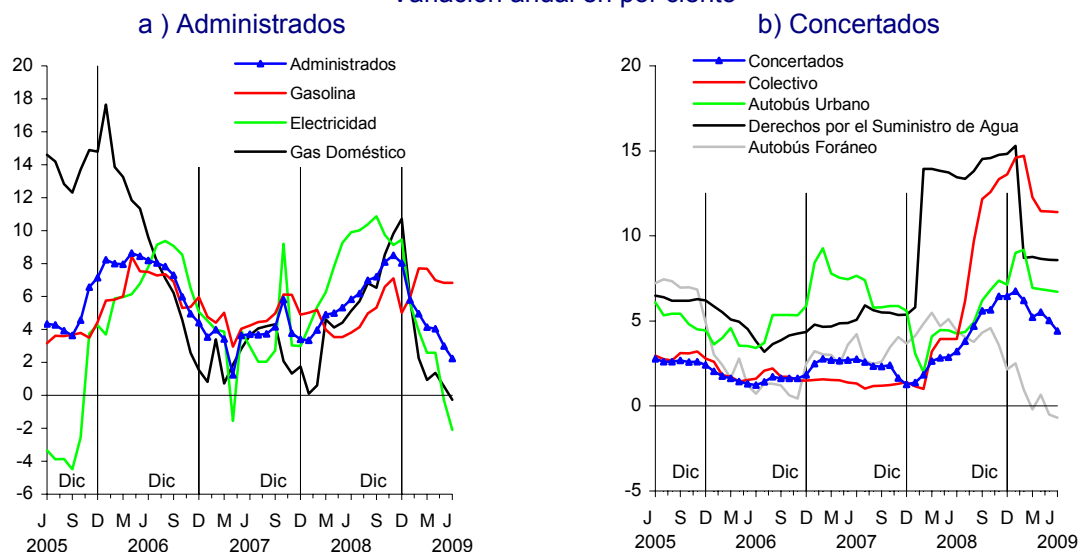
En lo que toca al subíndice de productos agropecuarios se observó un alza en la tasa de inflación trimestral promedio, que pasó de 10.79 a 12.94 por ciento del primer al segundo trimestre de 2009 (Cuadro 1). Este resultado se obtiene de un aumento de 5.70 a 11.77 por ciento en los trimestres referidos para el grupo de las frutas y verduras y un descenso de la inflación de los productos pecuarios de 14.11 a 13.68 por ciento. Por lo que toca a las frutas y verduras,

¹ Las tarifas eléctricas residenciales de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo al siguiente factor: $F = 0.65 \cdot TIP + 0.35 \cdot TCC$. El primer término de la ecuación (TIP), se compone del promedio ponderado, rezagado dos meses, de siete subíndices del INPP (Industria de la Madera y sus Productos; Industrias Químicas, de Petróleo, Caucho y Plástico; Productos de Minerales no Metálicos; Industrias Metálicas Básicas; Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo; Otras Industrias Manufactureras; y, Construcción). El segundo término (TCC), considera el costo de los combustibles, que se utilizan para la generación de la electricidad, y son los siguientes: combustóleo, gas natural, diesel industrial, y, carbón importado y nacional. TCC interviene en la fórmula con un mes de rezago.

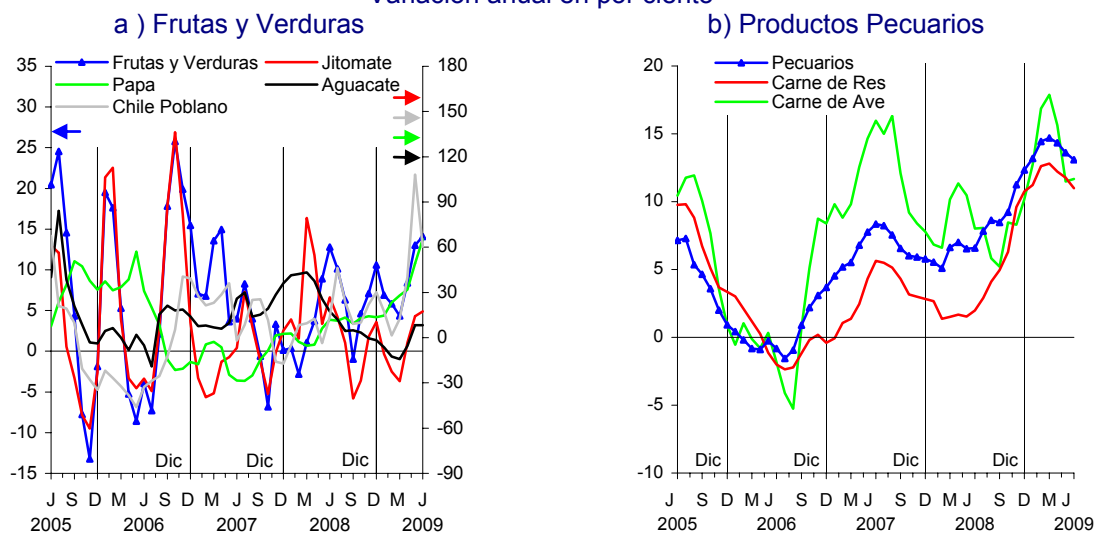
² Promedio de cotizaciones diarias del mercado “spot” de junio con relación a marzo.

factores climáticos, así como la depreciación cambiaria, limitaron la oferta interna e incrementaron la demanda externa del jitomate, la papa, el chile poblano y el aguacate, dando lugar a la trayectoria alcista de las cotizaciones de estos perecederos (Gráfica 7a). En contraste, en el grupo de productos pecuarios las carnes de res y de ave dieron señal de que su inflación estaba cediendo (Gráfica 7b). La única excepción fue el huevo, cuyos costos de producción se vieron impactados por factores climáticos y por el aumento que experimentó el precio de la soya entre marzo y junio de 2009 (35.03 por ciento).

Gráfica 6
Subíndice de Precios Administrados y Concertados
Variación anual en por ciento



Gráfica 7
Subíndice de Precios de Productos Agropecuarios
Variación anual en por ciento



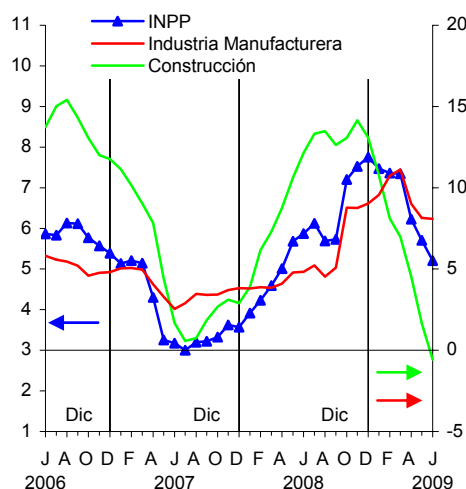
2.2. Índice Nacional de Precios Productor

Durante el segundo trimestre de 2009, el Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, registró una variación anual promedio de 5.71 por ciento (en el trimestre previo dicha cifra fue de 7.39 por ciento). Con este resultado se mantiene la tendencia a la baja en la tasa de inflación anual del INPP iniciada en enero, la cual se explica, en lo fundamental, por un menor crecimiento en los precios de los bienes de la industria manufacturera y de la rama de la construcción (Gráfica 8a). Esta última, al emplear intensivamente productos derivados del acero para la construcción de plantas industriales y edificaciones no residenciales, se vio impactada por la caída en los precios de los productos de alambre y productos metálicos (Gráfica 8b).

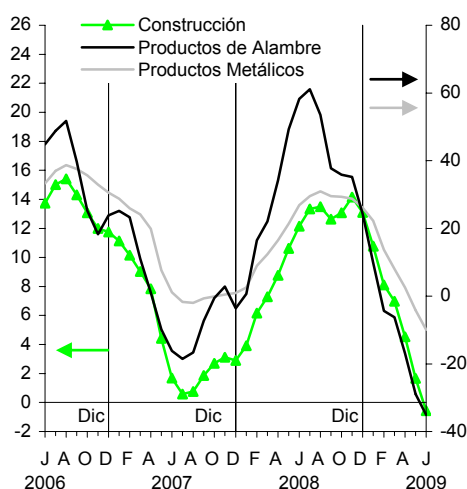
Gráfica 8
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo

Variación anual en por ciento

a) INPP, Manufacturas y Construcción



b) Construcción y Materiales de Construcción



2.3. Salarios

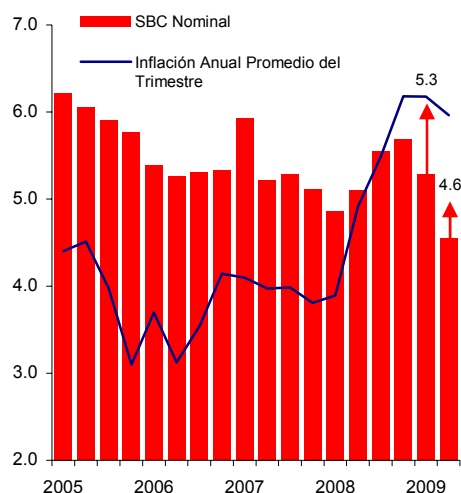
La información correspondiente al segundo trimestre de 2009 mostró, en general, una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los principales indicadores salariales. Sin embargo, una excepción fueron los aumentos negociados por los trabajadores del sector público.

Durante el trimestre que se reporta, el salario base de cotización al IMSS (SBC) mostró una variación promedio anual de 4.6 por ciento; el crecimiento observado en el trimestre previo se ubicó en 5.3 por ciento (Gráfica 9a). Por tipo de actividad económica, dicho indicador registró mayores alzas en las industrias extractivas, mientras que en lo que toca a los servicios para empresas y personas, la construcción y, transportes y comunicaciones, se tuvieron los menores incrementos anuales (Cuadro 2).³

³ 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

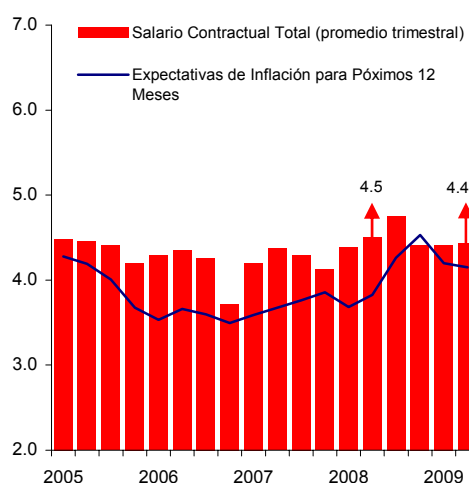
Gráfica 9
Principales Indicadores Salariales

a) Salario Base de Cotización al IMSS ^{1/}
Variación trimestral anual en por ciento



1/ Este indicador considera a los trabajadores afiliados al IMSS. Cobertura: 14.0 millones de trabajadores en promedio durante el los primeros seis meses de 2009, lo que corresponde a 34.7 por ciento del personal ocupado remunerado total.

b) Salario Contractual ^{2/}
Cifras en por ciento



2/ 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.

Por su parte, el incremento promedio al salario en las revisiones contractuales de las empresas de jurisdicción federal efectuadas durante el periodo abril-junio de 2009 se ubicó en 4.4 por ciento, cifra menor en 0.1 puntos porcentuales a la reportada durante el mismo lapso del año anterior (Gráfica 9b). Por tipo de propiedad de las empresas se observó un comportamiento diferenciado. Por una parte, las empresas públicas acordaron un incremento de 4.8 por ciento (4.3 por ciento en el segundo trimestre de 2008), resultado que se explica fundamentalmente por las revisiones salariales del sector eléctrico. En contraste, los trabajadores de las empresas privadas negociaron un aumento de 4.3 por ciento durante el periodo referido, mientras que el dato correspondiente al año previo se ubicó en 4.5 por ciento. Conviene mencionar que el sector automotriz y de autopartes influyó de manera significativa en la desaceleración que mostró el salario contractual en las empresas del sector privado. A su vez, durante el trimestre que se reporta las funciones de densidad de los incrementos a los salarios contractuales mostraron un desplazamiento a la derecha en el caso de las empresas públicas, reflejando los mayores incrementos negociados por este tipo de empresas; en lo que corresponde a las empresas privadas, destaca la mayor concentración de trabajadores que revisaron su salario en un nivel menor a 3 por ciento, respecto de lo observado en el segundo trimestre de 2008 (Gráfica 10).

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.

Cuadro 2
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

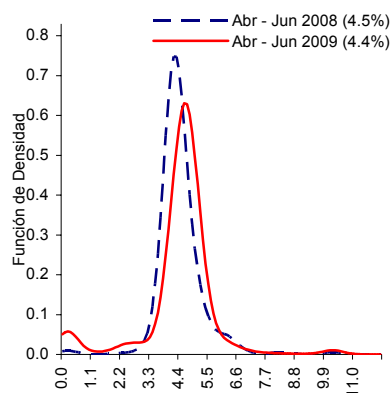
	2008					2009	
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II
Salario Base de Cotización (IMSS)	4.9	5.2	5.6	5.7	5.3	5.3	4.6
Agricultura, Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca	3.3	4.3	5.7	5.8	4.8	5.0	4.0
Industrias Extractivas	10.6	11.7	11.6	12.8	11.7	14.5	14.9
Industrias de Transformación	6.0	6.4	6.5	7.1	6.5	6.5	5.1
Industria de la Construcción	5.3	5.1	5.4	5.8	5.4	4.2	3.7
Ind. Eléctrica y Captación y Suministro de Agua	5.1	6.7	6.8	5.4	6.0	5.5	4.8
Comercio	3.7	5.0	5.6	5.9	5.1	5.4	3.9
Transportes y Comunicaciones	3.3	4.0	3.9	4.5	3.9	4.5	4.0
Servicios para Empresas y Personas	4.8	4.4	4.6	4.0	4.4	3.4	3.6
Servicios Sociales y Comunes	5.3	5.7	6.1	6.0	5.8	6.5	5.9
Salario Contractual Total ^{1/}	4.4	4.5	4.8	4.2	4.4	4.4	4.4
Empresas Públicas	4.3	4.3	4.8	4.0	4.3	4.6	4.8
Industria Eléctrica	4.3	4.3	4.6	4.1	4.3	4.9	4.9
Empresas Privadas	4.4	4.5	4.7	4.7	4.5	4.4	4.3
Automotriz y Autopartes	4.1	4.4	5.1	4.6	4.4	2.9	2.8
Inflación Anual Promedio del Trimestre	3.9	4.9	5.5	6.2	5.1	6.2	6.0
Expectativas de Inflación para los Próximos 12 Meses (Promedio del Trimestre)	3.7	3.8	4.3	4.5	4.1	4.2	4.2

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

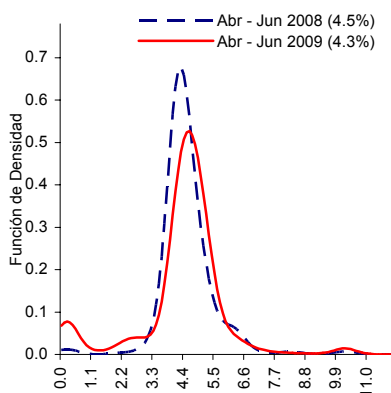
1/ Se refiere al promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

Gráfica 10
Densidad de los Incrementos al Salario Contractual^{1/}

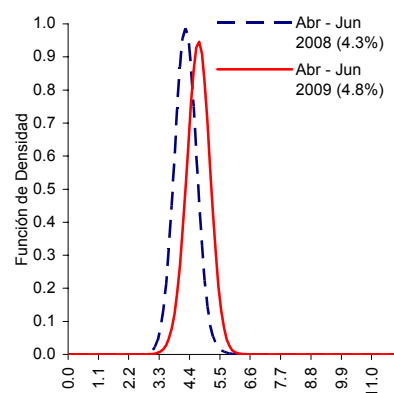
a) Total de Empresas
Cifras en por ciento



b) Empresas Privadas
Cifras en por ciento



c) Empresas Públicas
Cifras en por ciento



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

1/ Las gráficas representan distribuciones de densidad calculadas para ajustar los datos de los incrementos al salario contractual obtenidos por los trabajadores.

3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Condiciones Externas

Después de la considerable contracción registrada a finales del año pasado y principios de éste, la actividad económica mundial mostró indicios de una menor debilidad durante el segundo trimestre de 2009. Los indicadores oportunos sugieren ritmos de disminución menos pronunciados del PIB en Estados Unidos y la zona del euro, una expansión (aunque desde una situación de atonía significativa) de la actividad económica en Japón y cierto fortalecimiento del ritmo de crecimiento en las economías emergentes, destacando el caso de China. Por su parte, la inflación registró una tendencia descendente en economías avanzadas y emergentes, reflejando brechas del producto cada vez más amplias y precios de los productos primarios todavía relativamente bajos a pesar del repunte observado a lo largo del trimestre. Las condiciones en los mercados financieros mejoraron durante el periodo abril-junio. Esta tendencia continuó hasta finales de julio, luego de una breve interrupción en el mes de junio derivada del surgimiento de temores por la posibilidad de una recuperación de la economía mundial más lenta de lo anticipado. En este contexto, los márgenes para la colocación de deuda soberana de las economías emergentes disminuyeron. Cabe señalar que, aunque la posibilidad de un problema sistémico en los mercados financieros se ha reducido significativamente, la situación en éstos dista de ser normal.

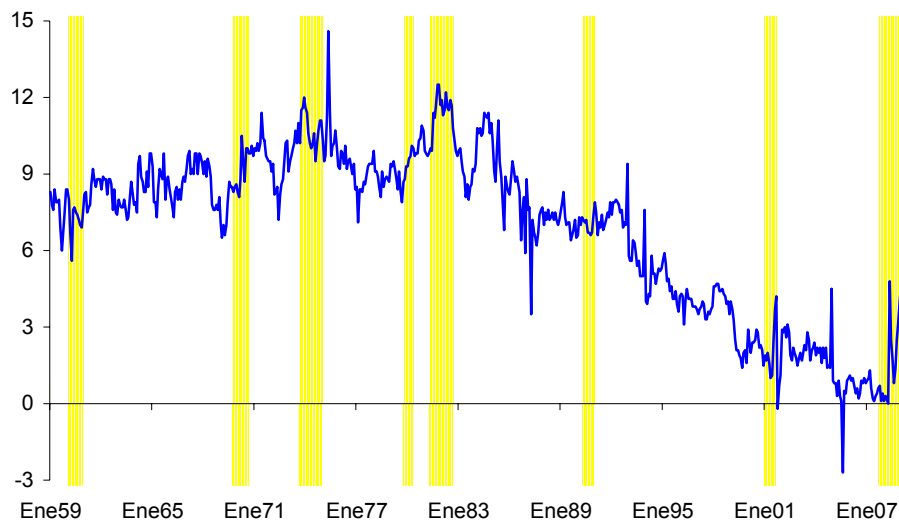
3.1.1. Actividad Económica Global

La economía de Estados Unidos se contrajo 5.5 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el primer trimestre de 2009 (2.5 por ciento en relación al mismo trimestre del año anterior). Esta representó la tercera caída consecutiva del PIB y la segunda más grande desde 1982, y obedeció fundamentalmente a la disminución de la inversión bruta, que registró su mayor contribución negativa al crecimiento del PIB desde 1975 (-8.2 puntos porcentuales).

Los indicadores más recientes sugieren que, durante el segundo trimestre, la actividad económica continuó reduciéndose, aunque a un ritmo considerablemente menor que en los dos trimestres previos. Luego de su abrupta caída durante el periodo enero-marzo, la debilidad de la inversión no residencial parece haberse atenuado. Por otra parte, si bien el sector residencial continuó débil, indicadores como las ventas e inicios de casas, los precios de la vivienda y el gasto en construcción mostraron cierta estabilización, lo que hace esperar una contribución del sector al crecimiento de la economía menos negativa que en el trimestre previo. Adicionalmente, la debilidad de la demanda interna y del dólar habrían propiciado nuevamente una contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento del PIB. Cabe hacer notar que, no obstante la fuerte expansión del ingreso personal disponible como resultado de las reducciones impositivas y las mayores transferencias del gobierno, los indicadores oportunos apuntan a una ligera contracción del consumo privado en el periodo abril-junio respecto del trimestre anterior. La cautela de los consumidores ante el aumento del desempleo, la caída del ingreso laboral y el desplome de la riqueza de las

familias, provocaron que la tasa de ahorro alcanzara en mayo de 2009 su nivel máximo en 15 años (Gráfica 11).

Gráfica 11
EUA: Tasa de Ahorro Privado^{1/}
En por ciento del Ingreso Personal Disponible



Fuente: BEA y NBER.

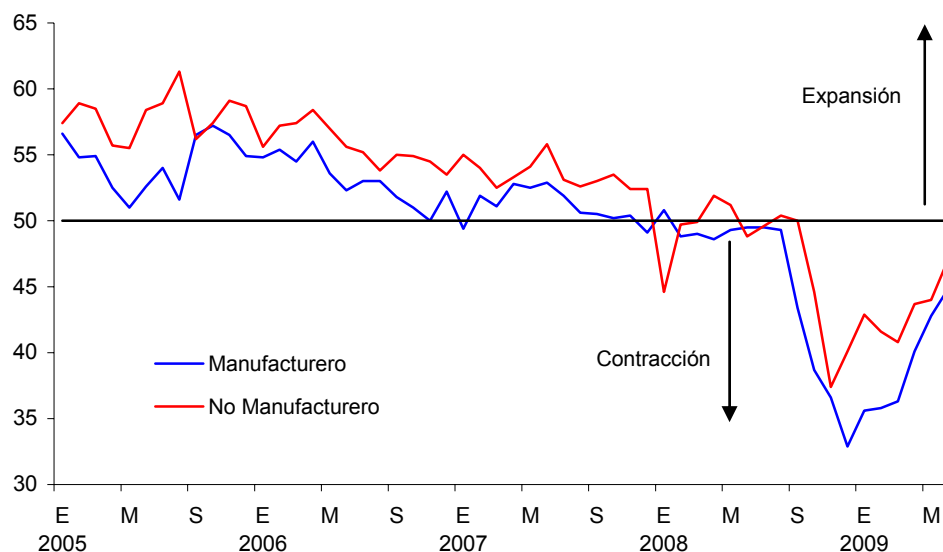
1/ Las áreas sombreadas corresponden a los periodos de recesión de acuerdo a NBER.

También los indicadores oportunos por el lado de la oferta sugieren un menor ritmo de contracción de la economía estadounidense en el segundo trimestre. Como se observa en la Gráfica 12, los índices de gerentes de compras mostraron una mejoría a lo largo del trimestre, si bien manteniéndose por debajo del umbral indicativo de expansión (50 puntos). La producción industrial siguió disminuyendo fuertemente en el segundo trimestre del año (-11.6 por ciento a tasa trimestral anualizada), aunque el ritmo de contracción fue menor que en el primero (-19.1 por ciento). La caída acumulada de la producción industrial desde el máximo alcanzado a lo largo del actual ciclo, ha sido la mayor de cualquier episodio comparable desde el fin de la segunda guerra mundial. En este contexto, el nivel de utilización de la capacidad instalada en la industria se situó en junio en un mínimo histórico (Gráfica 13).

Se espera que la economía estadounidense se fortalezca de manera gradual durante el segundo semestre de 2009, apoyada por las medidas de estímulo fiscal y monetario y mejores condiciones en los mercados financieros. No obstante, el consenso de los analistas del sector privado proyecta una contracción del PIB de 2.6 por ciento durante el año. Para 2010, se anticipa un crecimiento de alrededor de 2 por ciento.⁴ Los principales retos para las autoridades continúan siendo la normalización de la situación del sistema financiero, la disminución de los enormes déficit fiscales previstos para los próximos años, y la definición de una estrategia de salida de las medidas de relajamiento crediticio implementadas por el Banco de la Reserva Federal para apoyar a los sectores financiero y real.

⁴ Las proyecciones de tendencia central de la Junta de Gobernadores y de los Presidentes de los Bancos de la Reserva Federal que participaron en la reunión de junio del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés), contemplan una contracción del PIB de entre 1.0 y 1.5 por ciento en 2009 y un crecimiento de entre 2.1 y 3.3 por ciento en 2010 (variación al cuarto trimestre a tasa anual).

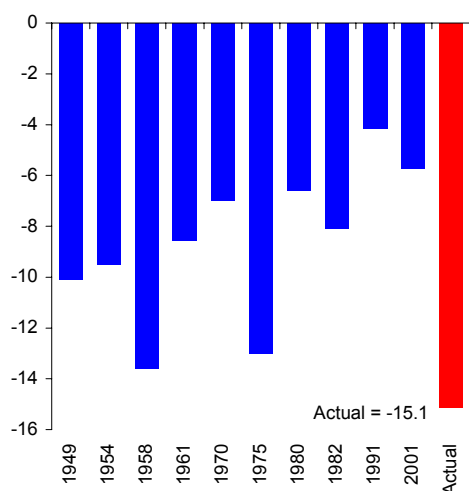
Gráfica 12
EUA: ISM Manufacturero y No Manufacturero
Índices



Fuente: Institute for Supply Management.

Gráfica 13
EUA: Indicadores de la Producción Industrial

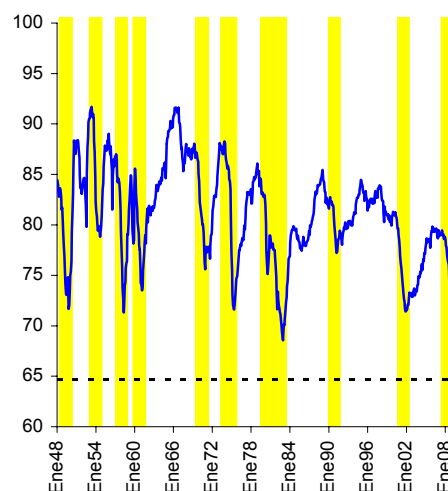
a) Producción Industrial
Variación en por ciento



Fuente: Federal Reserve y NBER.

1/ Se refiere a la caída de máximo a mínimo nivel registrado en la vecindad de la recesión declarada por NBER.

b) Tasa de Utilización de la Capacidad
Instalada Manufacturera^{1/}



Fuente: Federal Reserve y NBER.

1/ Las áreas sombreadas corresponden a los periodos de recesión de acuerdo a NBER.

En otras economías avanzadas también se observó una menor debilidad de la actividad económica durante el segundo trimestre. En la zona del euro, el PIB registró durante el periodo enero-marzo su mayor contracción en 14 años (9.7 por ciento a tasa trimestral anualizada), como resultado de la caída de la demanda externa y del impacto sobre la demanda interna de las condiciones restrictivas del crédito. Diversos indicadores, entre ellos los del sector industrial y las encuestas de confianza a consumidores y productores, sugieren que la

actividad económica continuó debilitándose durante el segundo trimestre, pero a un ritmo más moderado que en el primero.⁵ Por su parte, la economía japonesa experimentó durante el primer trimestre de 2009 su cuarta contracción consecutiva (-14.2 por ciento a tasa trimestral anualizada). Tanto la inversión como el consumo disminuyeron, a la vez que las exportaciones siguieron siendo afectadas por la debilidad de la demanda mundial. La mejoría en el comportamiento de los indicadores de actividad industrial, el incremento de las exportaciones dentro de la región asiática y el repunte de los índices de confianza empresarial, apuntan a una tasa de crecimiento positiva en el periodo abril-junio, si bien todavía en un contexto de debilidad significativa de la actividad económica. En el Reino Unido, el ritmo de contracción del PIB disminuyó de manera importante en el segundo trimestre (-3.1 por ciento a tasa trimestral anualizada), después de registrar durante el primero su peor desempeño desde 1958 (caída de 9.3 por ciento a tasa trimestral anualizada).

Las economías emergentes mostraron indicios de recuperación durante el segundo trimestre, si bien con diferencias pronunciadas entre países. En China, el PIB se expandió a una tasa anual de 6.1 por ciento en el periodo enero-marzo, la cifra más baja desde 1999. Gracias a las medidas de estímulo fiscal y monetario implementadas desde el año pasado, durante el periodo abril-junio este indicador creció a una tasa anual de 7.9 por ciento. Además, en el segundo trimestre del año la tasa de crecimiento anual de la inversión en activos fijos fue de 35.9 por ciento, lo que representa el incremento más importante en casi 5 años. En la India, el crecimiento anual del PIB fue de 5.8 por ciento en el primer trimestre del año. En abril y mayo, la producción industrial se expandió 1.2 y 2.7 por ciento, respectivamente, a tasa anual, luego de permanecer prácticamente estancada en el primer trimestre (0.1 por ciento). La actividad económica en otras economías emergentes de Asia también se fortaleció durante el segundo trimestre, apoyada en parte por la expansión de la demanda en China, que ha impulsado los flujos de comercio interregional. Por su parte, la economía rusa continuó inmersa en una situación de debilidad. El PIB de este país cayó 9.8 por ciento a tasa anual en el primer trimestre. Además, la contracción de la producción industrial se prolongó en el segundo trimestre, al registrar una caída de 15.4 por ciento a tasa anual (-14.2 por ciento en enero-marzo).

En América Latina, el PIB se contrajo durante el primer trimestre de 2009. En los primeros meses del segundo trimestre las economías de la región registraron un comportamiento dispar. Así por ejemplo, mientras que se observaron indicios de recuperación en Brasil, Colombia, y Perú, la actividad económica en Chile no mostró señales de mejoría.⁶ De la misma manera que la disminución en los precios de los productos primarios afectó fuertemente a muchos países latinoamericanos, se espera que el fortalecimiento gradual de dichos precios contribuya al inicio de una recuperación generalizada en la segunda mitad de este año.

⁵ Por ejemplo, la caída de la producción industrial disminuyó, de -26.5 por ciento a tasa trimestral anualizada en el primer trimestre a -10.2 por ciento en el segundo (cifras a mayo).

⁶ La producción industrial en Brasil aumentó 13 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre (cifras a mayo), después de haber caído 27.5 por ciento en el primero. En Colombia, la producción industrial cayó 1.7 por ciento a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre (a mayo), menor que la cifra observada en el primero (-3.3 por ciento). El indicador de la actividad económica mensual en Perú (a mayo) registró una menor caída a tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre (-5.0 por ciento) con respecto al primero (-6.2 por ciento). Por su parte, el mismo indicador en el caso de Chile (a mayo) mostró una cifra más negativa en el segundo trimestre (-3.2 por ciento) en relación con el primero (-2.3 por ciento).

3.1.2. Precios de las Materias Primas

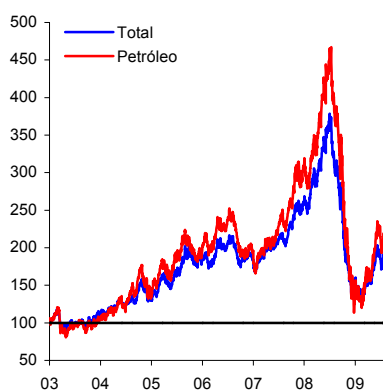
Los precios de los productos primarios se estabilizaron a finales de 2008 –luego del declive observado a partir de mediados de ese año– y durante el primer trimestre de 2009 mostraron un comportamiento errático, antes de registrar una recuperación durante la mayor parte del segundo trimestre (Gráfica 14). Esto último respondió en parte a la mejoría de las condiciones financieras y de las perspectivas económicas globales. La debilidad del dólar y factores de oferta en el caso de ciertos productos también contribuyeron a la recuperación de dichos precios. Este repunte se vio interrumpido en junio y parte de julio como resultado del resurgimiento de preocupación por la trayectoria de la actividad económica global. Los precios de los productos primarios reanudaron su tendencia al alza a mediados de julio al aliviarse estos temores, ubicándose en general en niveles por encima de los alcanzados al cierre del primer trimestre.

Gráfica 14

Precios de Productos Primarios

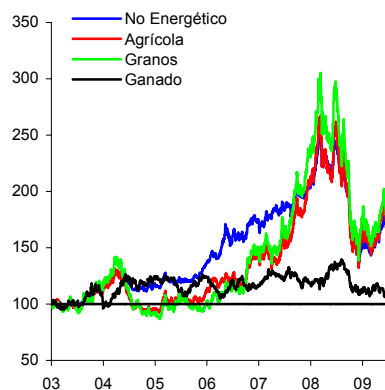
Índice 31 de diciembre de 2002=100

a) Precio de Productos Primarios y Petróleo



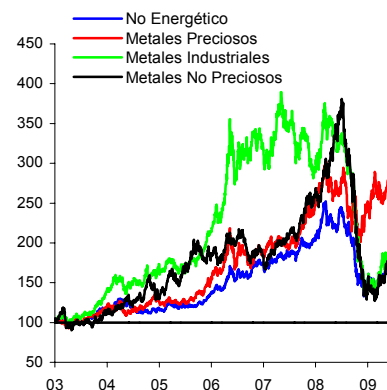
Fuente: Bloomberg.

b) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Agrícolas, Ganado y Granos



Fuente: Bloomberg.

c) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Metales Preciosos y Metales No Preciosos



Fuente: Bloomberg.

3.1.2.1. Materias Primas Alimenticias

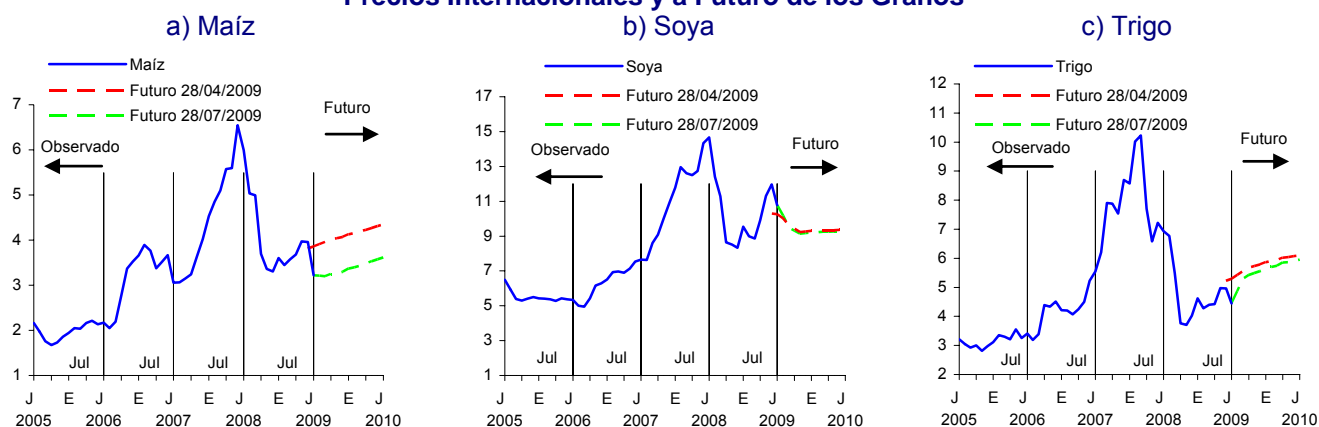
Durante el segundo trimestre de 2009, los precios internacionales de los granos más relevantes por su impacto en la inflación interna de México, continuaron con la trayectoria alcista iniciada a principios de año.⁷ En este periodo, los precios internacionales del maíz, de la soya y del trigo aumentaron 10.8, 35.0 y 12.7 por ciento, respectivamente. No obstante, los niveles de precios actuales están lejos de los máximos registrados en 2008. Así, en junio las cotizaciones internacionales del maíz, la soya y el trigo disminuyeron a tasa anual en 39.5, 16.5 y 31.3 por ciento, respectivamente (Gráfica 15).

La cotización internacional de la carne de res experimentó aumentos entre marzo y abril, pero en junio cerró en un nivel prácticamente igual al

⁷ Para realizar los cálculos de la variación de los precios de las materias primas que se incluyen en esta sección, se utilizan los precios promedio de estos bienes para cada mes, a menos que se indique lo contrario. Así, las referencias a la variación durante el segundo trimestre comparan las cotizaciones promedio para los meses de marzo y junio. Lo anterior en virtud de la alta volatilidad de las cotizaciones de los productos primarios.

observado en marzo (Gráfica 16a). Los mercados de futuros para la carne de res prevén alzas de precios a partir de septiembre como resultado de los mayores costos de insumos y la menor oferta, sobre todo en Estados Unidos. En lo que se refiere a la carne de cerdo, sus cotizaciones internacionales se caracterizaron por su estabilidad a lo largo del trimestre en estudio, permaneciendo su precio prácticamente sin cambio (Gráfica 16b). La menor demanda mundial por este cárnico, derivada de la recesión económica y de la publicidad adversa a raíz de la aparición del virus de la influenza A(H1N1), provocaron que los precios de los futuros más recientes apunten a la baja durante el tercer trimestre del año, para luego aumentar en los últimos meses de 2009 una vez que se recupere la demanda. Cabe señalar que la tasa de crecimiento anual de los precios de ambos cárnicos continuó siendo negativa en junio (-13.0 por ciento en el caso de la carne de res y -22.2 por ciento para la de cerdo).

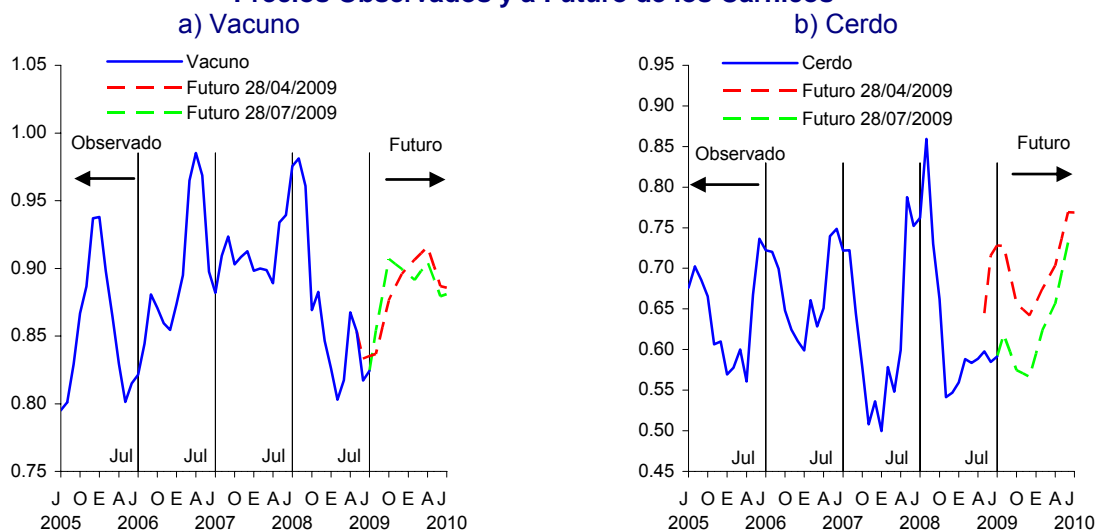
Gráfica 15
Precios Internacionales y a Futuro de los Granos^{1/}



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

1/ Dólares por bushel.

Gráfica 16
Precios Observados y a Futuro de los Cárnicos^{1/}



Fuente: United States Department of Agriculture (USDA).
Chicago Mercantile Exchange (CME).

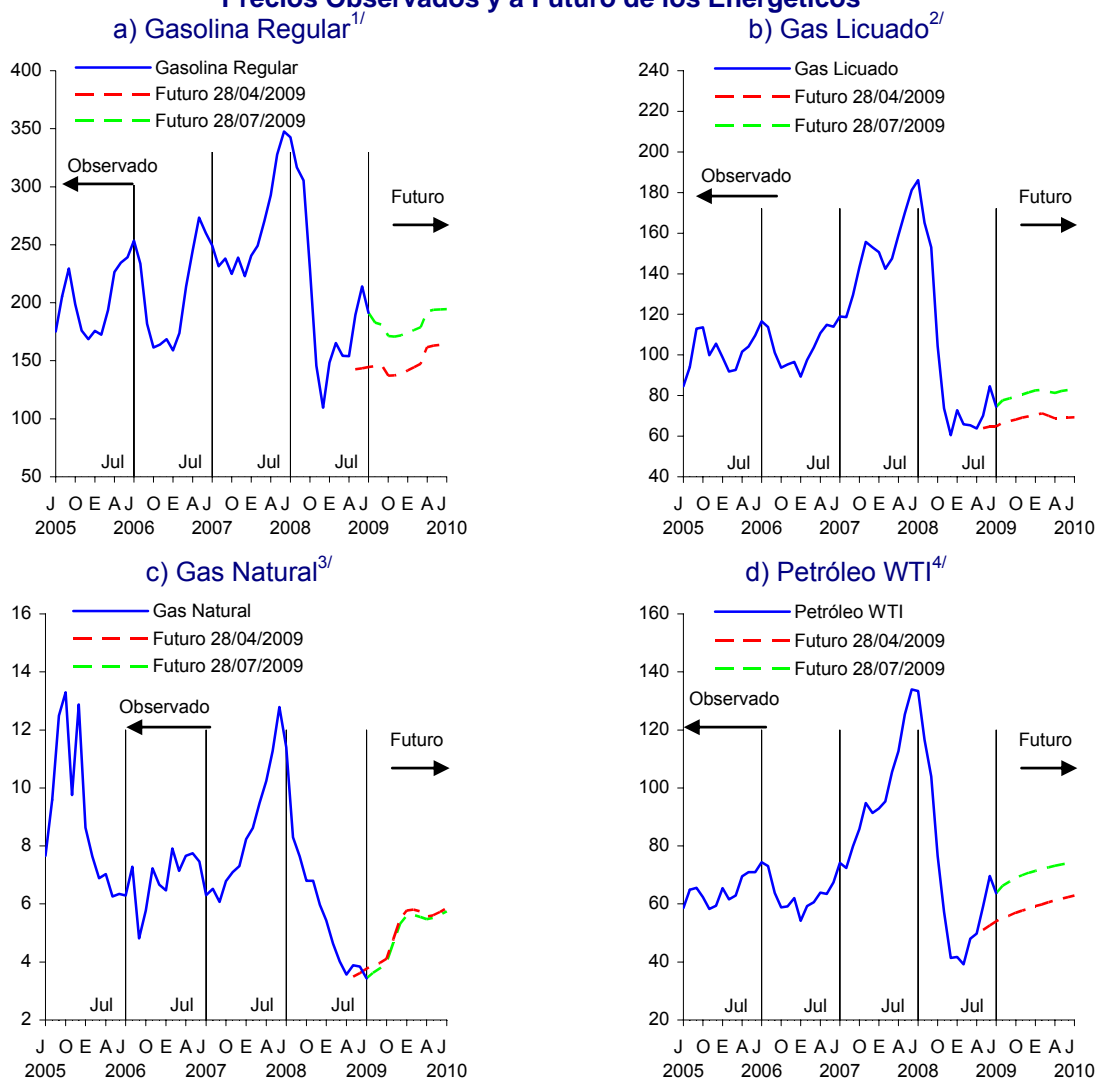
1/ Dólares por Libra.

3.1.2.2. Materias Primas Energéticas

Durante el segundo trimestre de 2009, continuó la tendencia alcista en la evolución de los precios internacionales de los productos primarios energéticos, a excepción del gas natural. Así, las variaciones observadas en las cotizaciones internacionales de la gasolina, del gas licuado, del petróleo WTI y del gas natural en este lapso fueron 38.9, 29.5, 45.1 y -4.4 por ciento, respectivamente (Gráfica 17). Los incrementos registrados en las cotizaciones de dichos productos se deben, en parte, a la expectativa de recuperación de la economía mundial y al mayor consumo de energéticos que ello implicaría. Adicionalmente, la depreciación del dólar y el incremento en los flujos de inversión en instrumentos ligados a los precios de productos primarios han contribuido al alza de los precios de los energéticos, a pesar de las debilidades aún presentes en el mercado global. Cabe señalar que esto se debe a que en un entorno de incertidumbre, los mercados de materias primas se constituyen en opciones de inversión para la diversificación de riesgos. Sin embargo, aun tomando en cuenta los incrementos registrados de los últimos tres meses, los precios internacionales de las materias primas energéticas en 2009 son considerablemente menores a los observados en el mismo periodo de 2008 e, incluso, se encuentran por debajo de los niveles de 2006 y 2007, por lo que aún no se han percibido como una fuente de presión inflacionaria a nivel mundial.

La perspectiva para los próximos doce meses, conforme a la información de los mercados de futuros, es que, en general, las cotizaciones de estas materias primas se mantengan estables, fluctuando alrededor de los precios actuales. Sin embargo, dicha trayectoria se verá muy influida por la evolución de la economía mundial, las condiciones de oferta en los países productores y la incidencia de ambos factores en los niveles de inventarios de productos energéticos, así como por el comportamiento de los mercados financieros y del dólar estadounidense.

Gráfica 17
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.

3/ TETCO. Tex. Dólares por MMBtu.

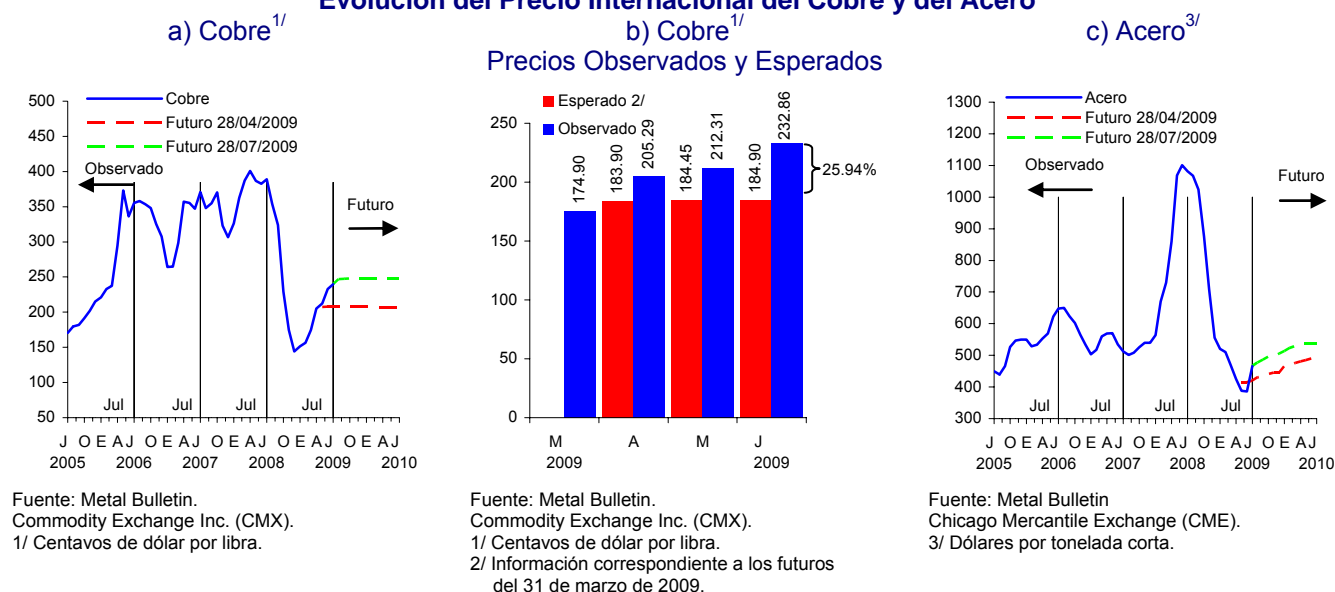
2/ Mont Belvieu. Tx. Centavos de dólar por galón.

4/ Dólares por barril.

3.1.2.3. Materias Primas Metálicas

En lo que se refiere a las cotizaciones internacionales del cobre y del acero durante el segundo trimestre del año, éstas mantuvieron la tendencia de los primeros tres meses de 2009. Así, el precio internacional del cobre continuó su recuperación, registrando una variación de 33.1 por ciento en este periodo, mientras que la cotización internacional del acero mantuvo su trayectoria descendente, con una variación de -17.9 por ciento en el mismo lapso (Gráfica 18). Debe señalarse que, al igual que en otros casos, los precios internacionales actuales de las materias primas metálicas se encuentran muy por debajo de los niveles alcanzados en el mismo periodo del año anterior. Adicionalmente, se espera que se mantengan alrededor de los niveles actuales en el mediano plazo, por lo que no se anticipa que este sector sea fuente de presiones inflacionarias.

Gráfica 18
Evolución del Precio Internacional del Cobre y del Acero



3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación

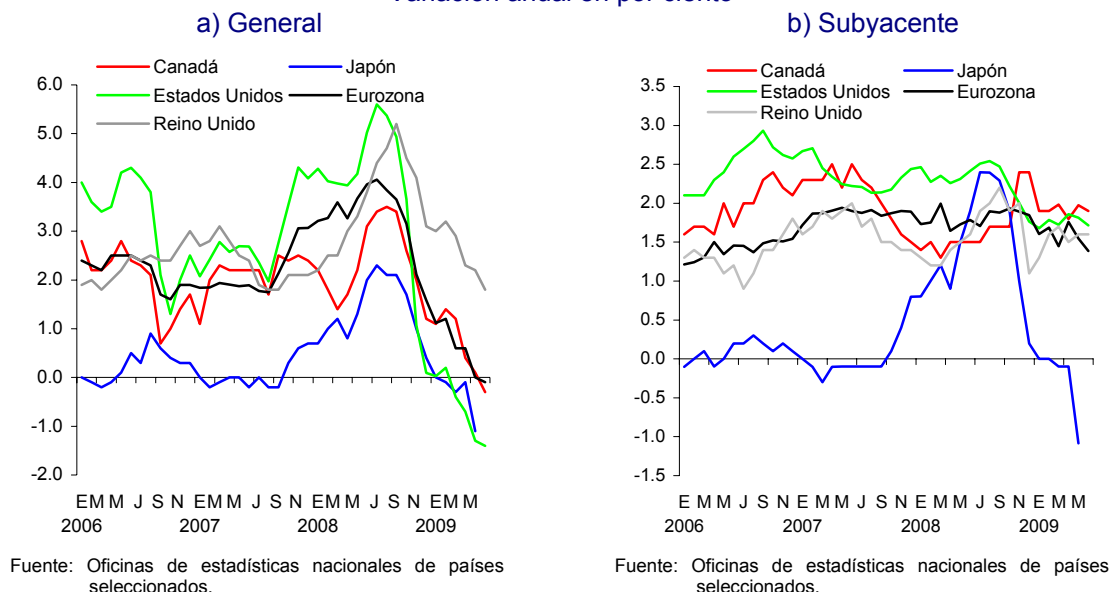
Durante el segundo trimestre, la inflación general al consumidor en los países avanzados continuó con la tendencia descendente observada desde la segunda mitad del año pasado (Gráfica 19). Lo anterior reflejó fundamentalmente la debilidad de la actividad económica en estos países y la caída de los precios de los productos primarios desde sus máximos históricos —el reciente repunte de dichos precios no muestra aún efectos sobre la inflación anual de las economías avanzadas—. En particular, la inflación subyacente se mantuvo en niveles reducidos ante el aumento de la brecha del producto en estas economías. Cabe señalar que la reducción de la inflación subyacente desde sus niveles máximos recientes ha sido de mucho menor magnitud que en el caso de la inflación general. Ante la persistencia de la fase recesiva y la expectativa de que la inflación continúe reducida en los próximos meses, la mayoría de los bancos centrales de las economías avanzadas mantuvo sus tasas de interés de política en niveles históricamente bajos.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor mostró variaciones anuales negativas a lo largo del segundo trimestre. En junio, la caída fue de 1.4 por ciento. La inflación subyacente, por su parte, ha variado muy poco y se ha mantenido ligeramente por debajo de 2 por ciento desde diciembre del año pasado, ubicándose en junio en 1.7 por ciento. No obstante el reciente incremento de los precios de los productos primarios, el Banco de la Reserva Federal es de la opinión que la baja utilización de la capacidad instalada mantendrá la inflación en niveles reducidos por algún tiempo.⁸ En este contexto, y considerando la severidad de la contracción económica, dejó inalterado durante el trimestre el intervalo objetivo de 0 a 25 puntos base para su tasa de política, y mantuvo vigentes los programas de relajamiento cuantitativo y crediticio que ha venido empleando para apoyar la intermediación financiera y la actividad económica. Cabe señalar que en su comunicado de junio, el Comité Federal de

⁸ Véase comunicado de política monetaria del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto del 24 de junio de 2009.

Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) dejó de mencionar los riesgos deflacionarios que habían aparecido en comunicados anteriores.

Gráfica 19
Inflación en Países Avanzados Seleccionados
Variación anual en por ciento



En la zona del euro, la inflación general descendió durante el segundo trimestre, registrando en junio una cifra negativa en términos anuales (-0.1 por ciento) por primera vez desde que se inició la serie en 1991. Por su parte, la inflación subyacente fue de 1.4 por ciento en junio. Ante el agravamiento de la contracción cíclica, el Banco Central Europeo redujo su tasa de política en 25 puntos base en abril y en 25 puntos base en mayo, pero se abstuvo de modificarla en junio y julio ante indicios de una caída menos pronunciada de la actividad económica. En Japón, tanto la inflación general como la subyacente mostraron cifras negativas desde principios de año, situándose ambas en mayo en -1.1 por ciento a tasa anual. En virtud de lo anterior y considerando la debilidad de la economía, el banco central dejó sin cambios su tasa de política en el nivel de 10 puntos base establecido en diciembre pasado. La inflación en el Reino Unido se ha mantenido más elevada que en el resto de las principales economías avanzadas, aunque ha mostrado también una disminución importante desde la segunda mitad del año pasado. En junio, las inflaciones general y subyacente registraron cifras de 1.8 y 1.6 por ciento, respectivamente. Durante el periodo abril-julio el Banco de Inglaterra dejó sin cambios su tasa de política en 0.50 por ciento, el nivel más bajo en su historia.

También en las economías emergentes se ha observado una moderación de la inflación general, aunque en algunos casos la depreciación de los tipos de cambio nominales y un traspaso limitado de las variaciones de las cotizaciones de la energía a la inflación han atenuado las presiones a la baja sobre los precios. En China, la inflación general al consumidor, medida a través de su variación anual, se ha situado en terreno negativo desde febrero, ubicándose en junio en -1.7 por ciento. En la India, el crecimiento de los precios al mayoreo registró una variación anual negativa de 1.4 por ciento en junio. En contraste, en Rusia persisten tasas anuales de inflación de dos dígitos (11.9 por ciento en junio). La inflación general anual en los principales países de América

Latina mostró una disminución en el segundo trimestre respecto a los niveles alcanzados a finales de 2008 y al cierre del primer trimestre de 2009.

La inflación subyacente en los países emergentes también ha disminuido, si bien se observan diferencias importantes de una región a otra. En particular, el descenso de este indicador ha sido en general más pronunciado en las economías emergentes de Asia y en algunas europeas, que en las latinoamericanas.

A pesar de los retos que enfrentan las economías emergentes para apoyar la actividad económica a través del relajamiento de su política monetaria, en un escenario todavía caracterizado por volatilidad de los flujos de capital, la mayoría de ellas ha continuado disminuyendo sus tasas de política, si bien en magnitudes diferentes, en la medida en que lo ha permitido la reducción en las presiones inflacionarias. Entre los países que aceleraron la disminución de sus tasas de política durante el segundo trimestre destacan Rusia y Perú, mientras que otros como Chile, Brasil, India y Turquía las moderaron (Cuadro 3). Cabe señalar que la implementación de medidas fiscales contracíclicas en diversas economías emergentes, ha disminuido también los márgenes de maniobra para su política monetaria. En particular, en virtud de la presencia de instituciones fiscales relativamente más débiles en estos países, ha surgido preocupación por el impacto potencial de esas medidas en la inflación de mediano plazo.

Cuadro 3
Tasa de Política Monetaria de Países Emergentes Seleccionados
En por ciento y puntos porcentuales

		Nivel al cierre de 2007	Cambios Netos en la Tasa de Política Monetaria						Nivel al 28 de julio de 2009
			2008				2009		
País	Tasa de Política Monetaria		I	II	III	IV	I	II	
Brasil	T. Selic	11.25	(=) 0.00	(+) 1.00	(+) 1.50	(=) 0.00	(-) 2.50	(-) 2.00	8.75
Colombia	T. base para las subastas de expansión	9.50	(+) 0.25	(=) 0.00	(+) 0.25	(-) 0.50	(-) 2.50	(-) 2.50	4.50
Chile	T. política monetaria	6.00	(+) 0.25	(+) 0.50	(+) 1.50	(=) 0.00	(-) 6.00	(-) 1.50	0.50
China	T. préstamos de inst. financieras a un año	7.47	(=) 0.00	(=) 0.00	(-) 0.27	(-) 1.89	(=) 0.00	(=) 0.00	5.31
India	T. recompra	7.75	(=) 0.00	(+) 0.75	(+) 0.50	(-) 2.50	(-) 1.50	(-) 0.25	4.75
Perú	T. de referencia	5.00	(+) 0.25	(+) 0.50	(+) 0.75	(=) 0.00	(-) 0.50	(-) 3.00	2.00
Rusia	T. de refinanciamiento	10.00	(+) 0.25	(+) 0.50	(+) 0.25	(+) 2.00	(=) 0.00	(-) 1.50	11.00
Sudáfrica	T. de recompra	11.00	(=) 0.00	(+) 1.00	(=) 0.00	(-) 0.50	(-) 2.00	(-) 2.00	7.50
Turquía	T. de préstamos para banco central a un día	15.75	(-) 0.50	(+) 1.00	(+) 0.50	(-) 1.75	(-) 4.50	(-) 2.25	8.25

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg.

3.1.4. Mercados Financieros

La implementación de medidas de estabilización del sistema financiero, así como la aplicación de políticas contracíclicas, han resultado en una mejoría significativa de las condiciones financieras globales. Cabe destacar, sin embargo, que la situación en los mercados financieros internacionales dista de haber regresado a una situación de normalidad y que el proceso de saneamiento financiero en las economías avanzadas ha sido dispar (se han registrado mayores avances en Estados Unidos y el Reino Unido en relación a la zona del euro).

Durante el segundo trimestre de 2009 se adoptaron una serie de medidas que contribuyeron de manera importante a fortalecer la confianza en los mercados financieros internacionales. Entre éstas cabe destacar las acciones anunciadas a principios de abril por el Grupo de los 20 (G20) (que incluyeron el objetivo de fortalecer el marco internacional de regulación y supervisión financiera

y un incremento sustancial de los recursos disponibles para los principales organismos financieros internacionales, entre otras medidas) y la creación de la Junta de Estabilidad Financiera a partir de la ampliación del Foro de Estabilidad Financiera.

Además, como parte de las acciones emprendidas por las autoridades estadounidenses para hacer frente a la crisis, en febrero de 2009 se puso en marcha un programa para evaluar los requerimientos de capitalización de los 19 principales bancos de ese país (SCAP por sus siglas en inglés).⁹ Durante el transcurso de dicha valoración, diversos analistas consideraron que los resultados revelarían niveles de capitalización insuficientes en la mayoría de los bancos evaluados. Esto dio lugar a un ambiente de incertidumbre entre marzo y abril.

La publicación a principios de mayo de los resultados de las pruebas de estrés realizadas en el contexto del SCAP incidió de manera importante en la confianza en los mercados financieros, ya que contribuyó a aliviar las dudas sobre la solvencia de los principales bancos comerciales de ese país y a avanzar en el proceso de saneamiento de esas instituciones. Además de que los resultados fueron menos negativos de lo esperado, los bancos empezaron a cubrir rápidamente sus necesidades de capitalización, lo que ayudó a aliviar la incertidumbre. En particular, el SCAP concluyó que 10 de 19 instituciones financieras evaluadas necesitaban aumentar sus niveles de capitalización, por un total de 185 mil millones de dólares (mmd). De esta cifra, previo al anuncio de los resultados ya se habían recaudado o comprometido alrededor de 110 mmd,¹⁰ por lo que los requerimientos netos de capital ascendían a alrededor de 75 mmd (Cuadro 4). A partir de la publicación de dichos resultados se han recaudado 80 mmd adicionales a través de acciones y 30 mmd mediante la emisión de deuda no garantizada.¹¹

Cuadro 4
Resultados del Programa de Evaluación de Capital
Miles de millones de dólares

Institución	Capital ^{1/}	Institución	Capital ^{1/}
Bank of America	33.9	American Express	0
Wells Fargo	13.7	BB&T	0
GMAC	11.5	Bank of New York	0
Citi	5.5	Capital One	0
Regions Financial	2.5	Goldman Sachs	0
Sun Trust	2.2	JP Morgan	0
Key Corp	1.8	Metlife	0
Morgan Stanley	1.8	State Street	0
Fifth Third	1.1	US Bancorp	0
PNC	0.6	Total	74.6

^{1/} Requerimientos de capital (neto de esfuerzos de capitalización y de efectos de los resultados financieros del primer trimestre de 2009).

Fuente: Federal Reserve y US Treasury.

Otras medidas dadas a conocer durante el segundo trimestre para contribuir al mejoramiento de las condiciones financieras incluyen las siguientes:

⁹ Supervisory Capital Assessment Program.

¹⁰ Véase discurso de Elizabeth A. Duke, Gobernadora del Bco. de la Reserva Federal de Estados Unidos, del 15 de junio de 2009 (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/duke20090616a.htm>).

¹¹ Véase discurso de Lawrence H. Summers, Director del Consejo Económico Nacional de Estados Unidos y Asistente de Política Económica para el Presidente de EUA, del 17 de julio de 2009 (<http://www.iie.com/publications/papers/print.cfm?doc=pub&ResearchID=1264>).

- El 9 de junio el Departamento del Tesoro de Estados Unidos anunció que 10 de las instituciones financieras más grandes que participaron en el programa de recapitalización implementado en octubre de 2008 (CPP por sus siglas en inglés), cumplieron con los requisitos para iniciar el proceso de repago de los fondos recibidos.¹²
- El 17 de junio el presidente de Estados Unidos, Barack Obama, anunció un plan de reforma regulatoria para el sector financiero. El plan contempla otorgar mayores responsabilidades y facultades a la Reserva Federal para consolidar la supervisión de instituciones financieras con importancia sistémica.

Las distintas facilidades de liquidez y acceso al crédito implementadas por la Reserva Federal de Estados Unidos desde finales de 2007, han ayudado significativamente a la prevención de un colapso del sistema financiero y a evitar la prolongación de las condiciones de extrema astringencia en los mercados de crédito. Conforme las condiciones han ido mejorando, la Reserva Federal ha retirado algunas de estas iniciativas, manteniendo o adecuando las que más éxito han tenido. De esta manera, el 25 de junio la Reserva Federal anunció la extensión y modificación de varios de sus programas de liquidez.¹³ Destacan al respecto la extensión de la vigencia de octubre 30 de 2009 hasta febrero 1 de 2010 de diversos programas,¹⁴ así como la de los acuerdos de intercambio de divisas establecidos con otros bancos centrales, incluyendo al Banco de México.¹⁵

Además de las decisiones de política monetaria mencionadas anteriormente, el 4 de junio de 2009 el Banco Central Europeo (BCE) anunció que comprará hasta 60 mil millones de euros (mme) en bonos colateralizados emitidos en la zona del euro a través de operaciones directas.¹⁶ El BCE explicó que esta decisión obedece a la necesidad de incentivar a los bancos a aumentar el otorgamiento de crédito a sus clientes, mejorar las condiciones de liquidez en segmentos importantes del mercado de deuda privada y, en general, relajar las condiciones de fondeo. También destaca la decisión del Banco de Inglaterra de mantener y ampliar su programa de compra de activos financieros, hasta alcanzar 125 mil millones de libras esterlinas.¹⁷ El objetivo es incrementar la oferta de

¹² Estas instituciones, 9 de las cuales participaron en el SCAP, repagaron cerca de 70 mil millones de dólares el 17 de junio al Departamento del Tesoro de Estados Unidos.

¹³ Cabe señalar también que en su comunicado de junio el FOMC reiteró la intención anunciada desde marzo 18, de comprar hasta 1,250 mmd y 200 mmd en bonos respaldados por hipotecas y deuda de agencias gubernamentales, respectivamente, este año, y 300 mmd en bonos del Tesoro en los próximos seis meses.

¹⁴ Estos incluyen la facilidad de financiamiento para la compra de papel comercial respaldado por activos en poder de fondos de inversión del mercado de dinero (AMLF, por sus siglas en inglés); la Facilidad de Fondeo de Papel Comercial (CPFF, por sus siglas en inglés); la Facilidad de Crédito para Operadores Primarios (PDCF, por sus siglas en inglés); y la Facilidad de Préstamo de Valores a Plazo (TSLF, por sus siglas en inglés). Para una descripción de estos programas véase el Informe Sobre la Inflación de Julio-Septiembre de 2008.

¹⁵ También se introdujeron condiciones más astringentes para el acceso a la AMLF, se redujo el volumen de las subastas de recursos bajo la Facilidad Temporal de Préstamos a Plazo (TAF, por sus siglas en inglés) y se suspendieron las subastas tipo 1 de la TSLF (la definición de este tipo de subastas se puede consultar en el Recuadro 2 del Informe sobre la Inflación de Julio-Septiembre de 2008).

¹⁶ Para acceder a este programa de compras, los bonos deberán ser elegibles como colateral en operaciones de crédito en el Eurosistema, formar parte de emisiones de alrededor de 500 millones de euros (en ningún caso éstas deberán ser menores a 100 millones de euros), y tener una calificación mínima de AA, entre otras características.

¹⁷ 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

dinero y relajar las condiciones de financiamiento en el mercado de crédito corporativo.¹⁸

Este conjunto de medidas repercutió de manera favorable en los mercados financieros en el segundo trimestre y principios del tercero. No obstante lo anterior, es importante señalar que se observaron a lo largo de este periodo cambios repentinos en el sentimiento de los mercados, en respuesta a variaciones en la percepción de las condiciones económicas mundiales y de riesgo global. La posibilidad de que la volatilidad persista en los próximos meses no puede descartarse.

El diferencial entre la tasa de interés interbancaria en dólares en el mercado de Londres (Libor) y un indicador de las expectativas para la tasa de fondos federales de Estados Unidos (OIS por sus siglas en inglés), continuó disminuyendo a lo largo del periodo abril-junio, para ubicarse en niveles inferiores a los observados antes de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.¹⁹ Por su parte, los costos de protección contra el riesgo de incumplimiento de pago en el sector bancario se redujeron respecto a los niveles máximos del año alcanzados entre marzo y abril, si bien con ciertos altibajos (Gráfica 20).

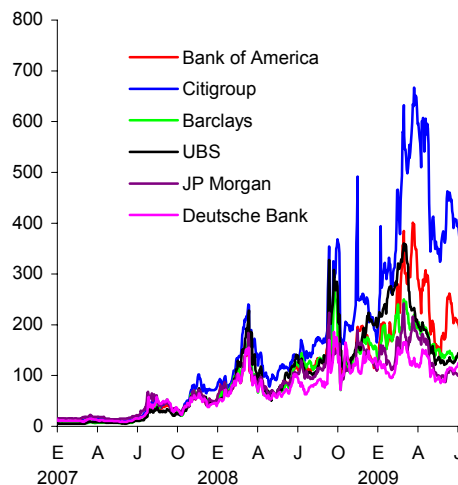
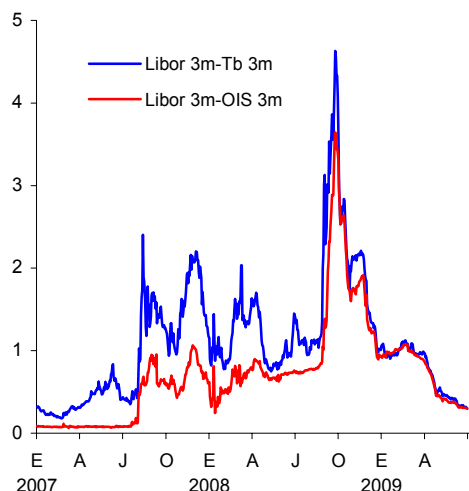
Gráfica 20

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 julio de 2009.

Fuente: Thomson Financial.

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).

¹⁸ En específico, el Banco de Inglaterra creó una Facilidad de Financiamiento para Papel Comercial con el objetivo de proveer de capital a un número más amplio de empresas. Esta facilidad entrará en vigor después de un proceso consultivo con las partes involucradas. Además de este tipo de instrumentos, el Banco de Inglaterra ha comprado bonos corporativos con alto grado de inversión y bonos del gobierno del Reino Unido.

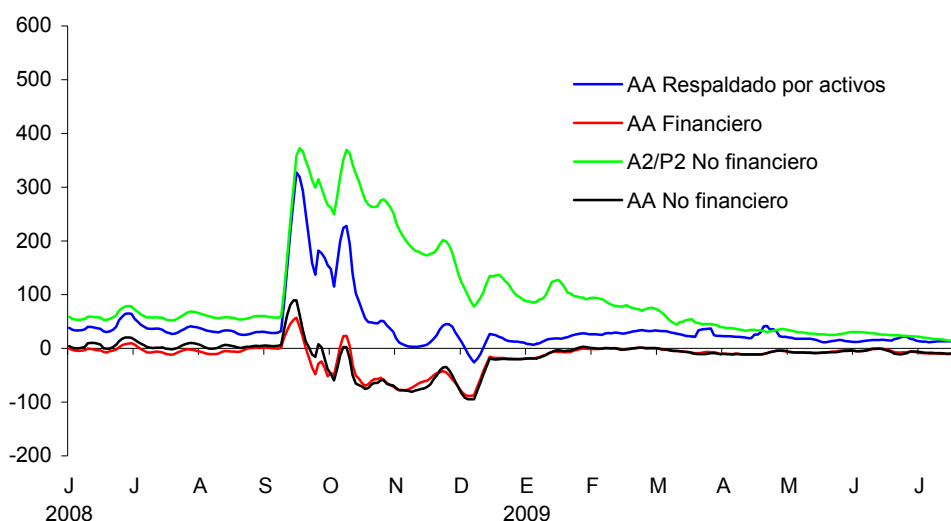
¹⁹ En los días previos a la quiebra de Lehman este diferencial era de alrededor de 85 puntos base. Luego de dicha quiebra llegó a alcanzar 364 puntos base en octubre de 2008. Al 28 de julio se situaba en 29 puntos base.

Asimismo, la actividad en los fondos de inversión (“mutual funds”) del mercado de dinero en Estados Unidos aumentó en el segundo trimestre de 2009 respecto al primero. Dado que estos fondos concentran una alta proporción de las tenencias de papel comercial, lo anterior se vio reflejado en un mayor número de emisiones y menores diferenciales en este tipo de instrumentos (Gráfica 21). También se observó durante el segundo trimestre un aumento en la emisión de bonos corporativos y una disminución en los diferenciales de rendimiento de éstos con respecto a los bonos del Tesoro (Gráfica 22).

Gráfica 21

EUA: Diferencial de la Tasa de Interés del Papel Comercial a Un Día y la Tasa Objetivo de la Reserva Federal

Promedio móvil de cinco días, en puntos base



Fuente: Federal Reserve.

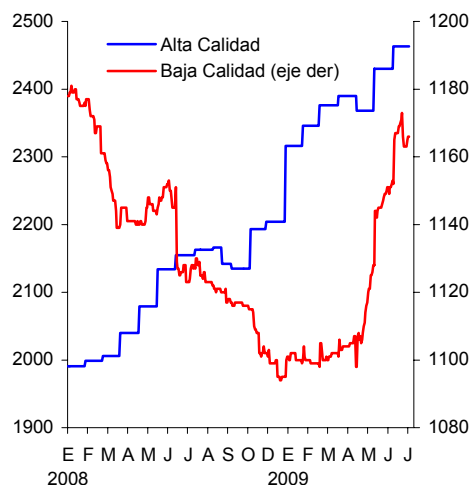
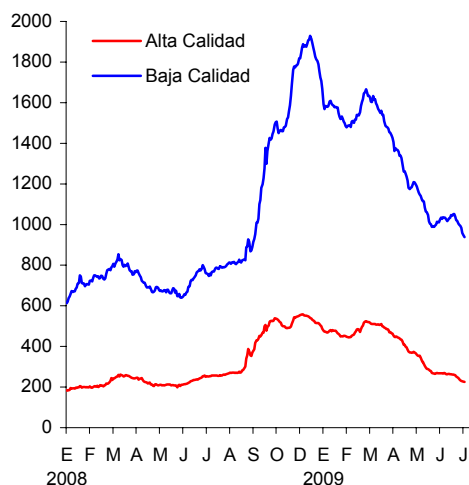
Gráfica 22

EUA: Emisión y Diferencial de Bonos Corporativos

En puntos base y número de bonos

a) Diferenciales^{1/}

b) Emisión de Bonos Corporativos



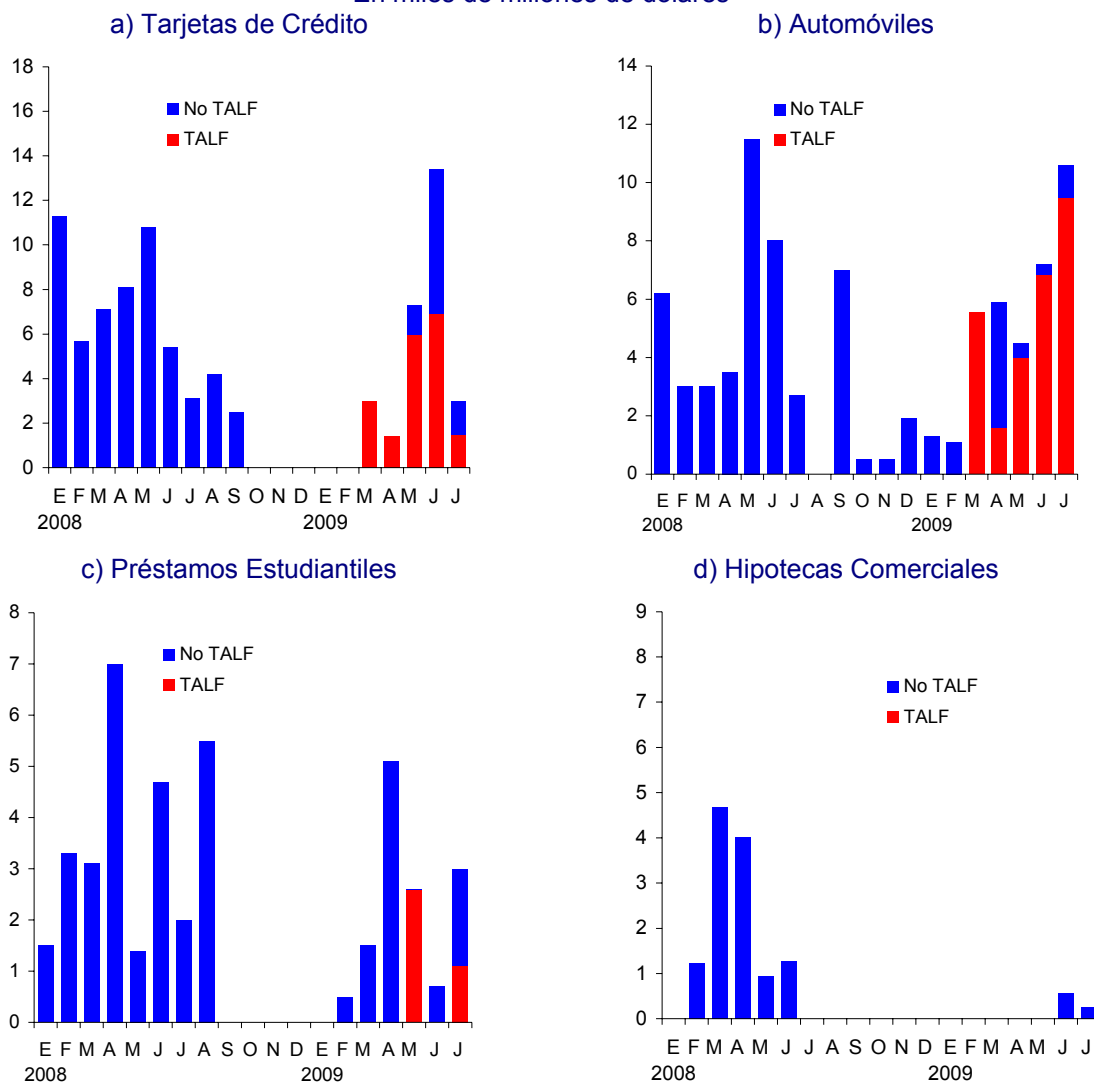
Fuente: JP Morgan.

1/ Diferenciales de los rendimientos de bonos corporativos sobre bonos del Tesoro.

Fuente: JP Morgan.

La implementación de la Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respalados por Activos (TALF, por sus siglas en inglés), iniciada en marzo de 2009, ha permitido una recuperación importante de los volúmenes de emisión de dichos instrumentos (Gráfica 23). Originalmente, la TALF estaba orientada a contribuir a fortalecer el otorgamiento de crédito en los segmentos automotriz, de tarjetas de crédito, estudiantiles y a pequeños negocios. En virtud de la debilidad del segmento de hipotecas comerciales (CMBS, por sus siglas en inglés), las autoridades decidieron extender la TALF para incluir a este sector.²⁰

Gráfica 23
Emisión de Títulos Respalados por Activos e Hipotecas Comerciales
En miles de millones de dólares

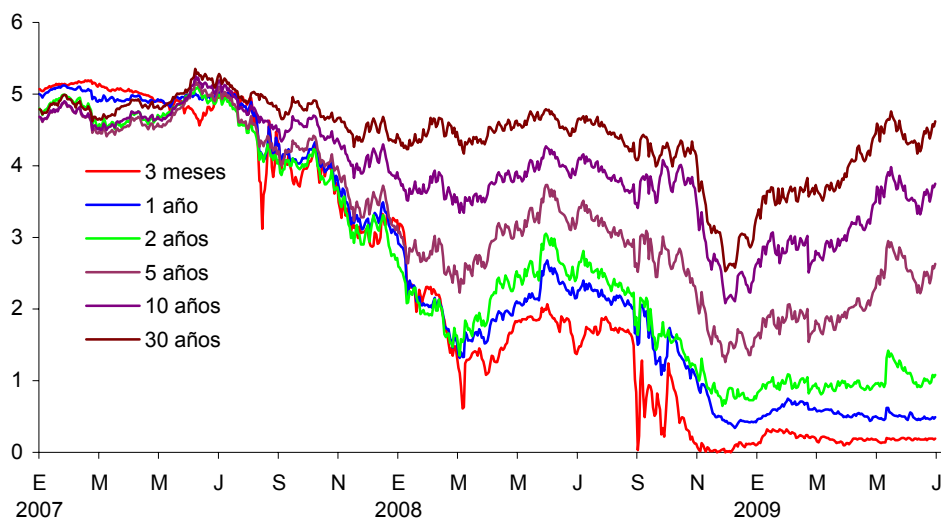


Fuente: Bloomberg y Commercial Mortgage Alert.

²⁰ El 1 de mayo la Reserva Federal anunció que, a partir de junio de 2009, instrumentos financieros de alta calidad respaldados por hipotecas comerciales (CMBS, por sus siglas en inglés) y préstamos para el pago de primas de seguros de emisión reciente serían elegibles como colateral en las operaciones de la TALF. Además, dio a conocer que el periodo de vencimiento de hasta 100 mmd de préstamos otorgados bajo la TALF podría pasar de tres a cinco años. Posteriormente, el 19 de mayo anunció que, a partir de julio de este año, también serían elegibles los CMBS emitidos antes de enero 1 de 2009.

Durante el segundo trimestre, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a plazos largos continuaron la tendencia alcista que venían mostrando desde principios de año, si bien se observó una disminución de mediados de junio a principios de julio, al surgir temores de un deterioro en las perspectivas de recuperación de la economía de este país. Dichos temores se explican en buena medida por la publicación de indicadores desfavorables del mercado laboral para junio. La tendencia al alza de las tasas se reanudó al mejorar las expectativas de crecimiento económico, luego de que se dieron a conocer indicadores económicos favorables y resultados mejores a los esperados de un número importante de empresas. Es probable que la tendencia al alza de las tasas de interés a largo plazo en los últimos meses responda también a factores como la expectativa de un fuerte incremento de la oferta de bonos del Tesoro como resultado del esperado deterioro de las finanzas públicas, el temor a un repunte inflacionario y la caída de la aversión al riesgo a nivel global. Durante el periodo abril-junio, las tasas a 30, 10, 5 y 2 años aumentaron 76, 82, 87 y 30 puntos base, respectivamente, para ubicarse en 4.3, 3.5, 2.5 y 1.1 por ciento. 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, tuvieron pequeñas variaciones negativas de 1 y 2 puntos base, respectivamente, para quedar en 0.6 y 0.2 por ciento (Gráfica 24). De finales del segundo trimestre al 27 de julio, las tasas de tres meses a dos años disminuyeron ligeramente, mientras que las de los bonos del Tesoro a 5, 10 y 30 años aumentaron en 9, 22 y 30 puntos base, respectivamente.

Gráfica 24
EUA: Tasas de Interés
Por ciento anual

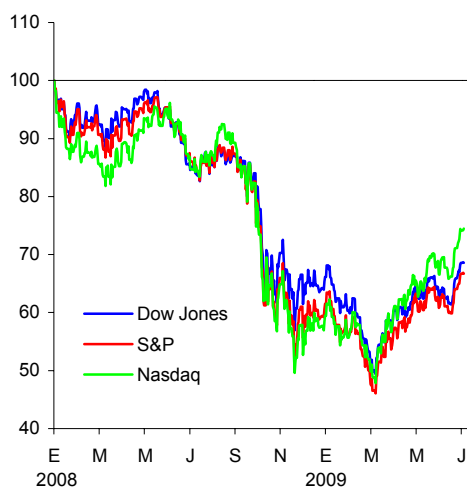


Fuente: Federal Reserve.

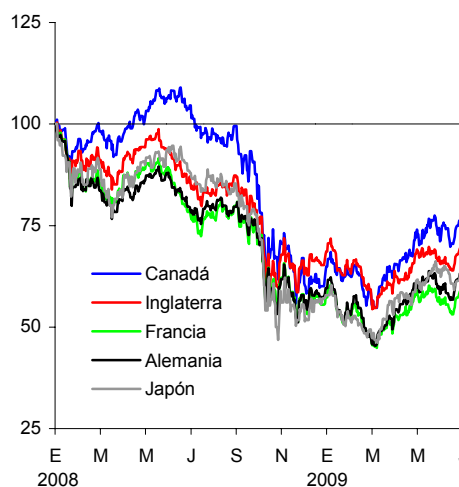
Los mercados accionarios de los países avanzados mantuvieron durante la mayor parte del segundo trimestre la tendencia positiva observada desde mediados de marzo, lo cual les permitió recuperar gran parte de las pérdidas que habían sufrido durante el año y, en algunos casos, incluso mostrar un aumento respecto a los niveles de principios de 2009 (Gráfica 25). El repunte en los mercados accionarios se vio muy influido por el anuncio de los resultados de las pruebas de estrés llevadas a cabo por el gobierno estadounidense entre los principales bancos de ese país, que generaron confianza en que las medidas

de apoyo al sistema financiero habían reducido el riesgo de un evento sistémico y que la mayoría de los bancos estadounidenses estaban suficientemente capitalizados. Además, la divulgación de indicadores económicos que sugerían una recuperación más rápida de la actividad económica contribuyó al alza de los mercados. Como se señaló anteriormente, entre mediados de junio y principios de julio se registró una mayor incertidumbre sobre las perspectivas de la actividad económica, que puso en duda la sostenibilidad de los niveles alcanzados por los precios de las acciones. El posterior cambio en el sentimiento en los mercados permitió la reanudación de la trayectoria positiva de las bolsas de valores a mediados de julio. Durante el segundo trimestre, los índices Dow Jones, S&P-500 y Nasdaq se incrementaron 11.0, 15.2, y 20.0 por ciento, respectivamente. En Canadá la ganancia fue de 19.0 por ciento. En Alemania, Francia y el Reino Unido los avances fueron de 17.7, 11.9 y 8.2 por ciento, respectivamente. La bolsa de Japón registró el aumento más pronunciado entre las economías avanzadas, con 22.8 por ciento. En la primeros 28 días de julio, las bolsas de valores de las economías avanzadas continuaron en general observando una recuperación.

Gráfica 25
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


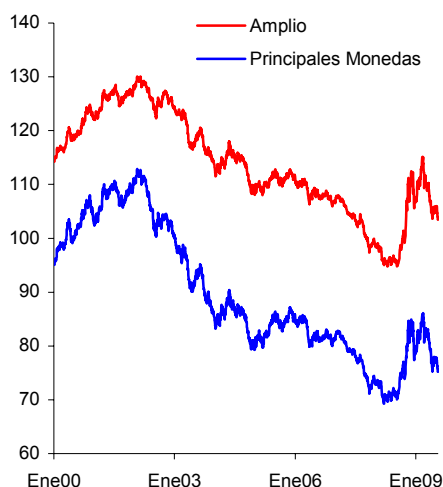
Fuente: Bloomberg.

El dólar continuó depreciándose durante el segundo trimestre, principalmente debido a la menor incertidumbre financiera internacional y la consecuente disminución de la demanda de las divisas consideradas más seguras. El bajo nivel de las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos también influyó en la trayectoria de la divisa estadounidense en este lapso. No obstante, esta tendencia se detuvo de principios de junio a mediados de julio, al registrar la cotización del dólar una apreciación moderada frente a algunas de las principales monedas. La depreciación del dólar se reanudó posteriormente al disminuir la incertidumbre en la economía mundial. La libra esterlina mostró durante el trimestre la mayor apreciación frente al dólar (14.9 por ciento), luego de representar durante muchos meses la más débil de las monedas importantes. En términos efectivos, durante el trimestre los índices del dólar para la canasta amplia y de principales monedas cayeron 5.3 y 6.6 por ciento, respectivamente

(Gráfica 26).²¹ De fines de junio al 24 de julio, el índice de la canasta amplia y el de principales monedas se depreciaron en 1.7 y 3.0 por ciento, respectivamente.

Gráfica 26
Tipo de Cambio Efectivo del Dólar, Amplio y Principales Monedas
Índices

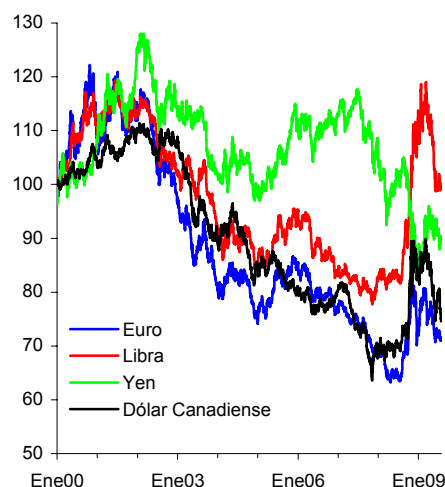
a) Tipo de Cambio Efectivo del Dólar
Índice^{1/}



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/}
enero 2000=100



Fuente: Bloomberg.

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

La mayoría de las divisas de mercados emergentes también se recuperaron frente al dólar durante el periodo abril-junio (Gráfica 27). Las monedas de las economías emergentes se vieron fortalecidas por las medidas implementadas para hacer frente a la crisis y la menor percepción de riesgo global, que dio lugar a cambios en la dinámica de los flujos de capital. El aumento de la incertidumbre desde principios de junio, hizo que el dólar recuperara algo de terreno con respecto a la mayoría de las monedas de este grupo de países. Esta tendencia se revirtió a mediados de julio.

Los costos por cobertura ante incumplimiento de pago (CDS) para las economías emergentes mostraron una baja continua de mediados de marzo hasta principios de junio. Como resultado de los factores antes señalados, esta tendencia se revirtió temporalmente, para reanudarse a mediados de julio. Entre el 8 y el 28 de julio, el índice general de CDS para estas economías disminuyó 84 puntos, alcanzando un nivel de 335 puntos (Gráfica 28).²² Los márgenes de riesgo soberano EMBI Global siguieron una trayectoria similar.²³ Por su parte, los flujos de fondos dedicados a países emergentes se recuperaron durante el

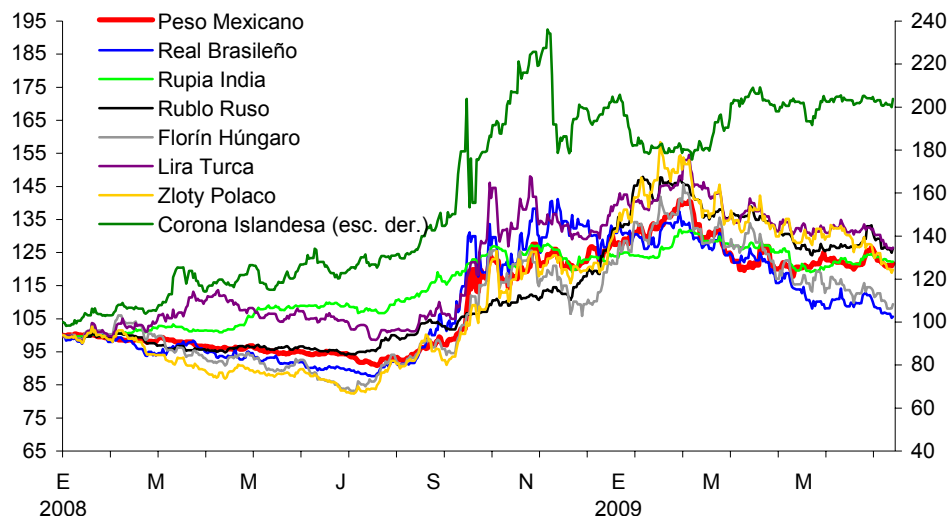
²¹ El Banco de la Reserva Federal define al tipo de cambio respecto a las monedas principales como un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 7 monedas que circulan ampliamente fuera de su país de origen. El índice amplio es un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 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.

²² Durante el segundo trimestre, el índice general CDS para estas economías disminuyó 232 puntos base. De finales de junio al 28 de julio, dicho índice cayó 60 puntos base.

²³ El EMBI Global registró una reducción de 224 puntos base en el segundo trimestre. Del 30 de junio al 28 de julio, el EMBI Global se redujo en 45 puntos base.

periodo abril-junio, particularmente los enfocados a los mercados accionarios (Gráfica 29).

Gráfica 27
Tipos de Cambio de Monedas de Países Emergentes Frente al Dólar^{1/}
Índice 31/12/2007 = 100

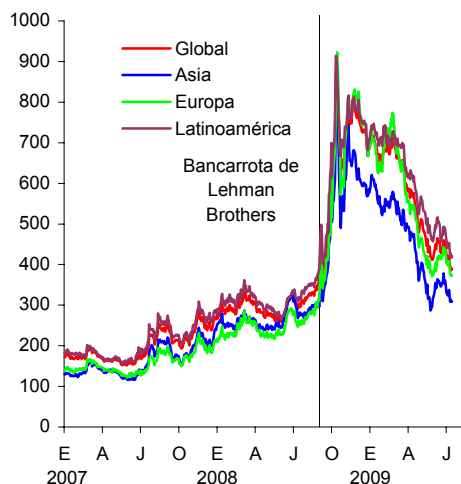


Fuente: Bloomberg.

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

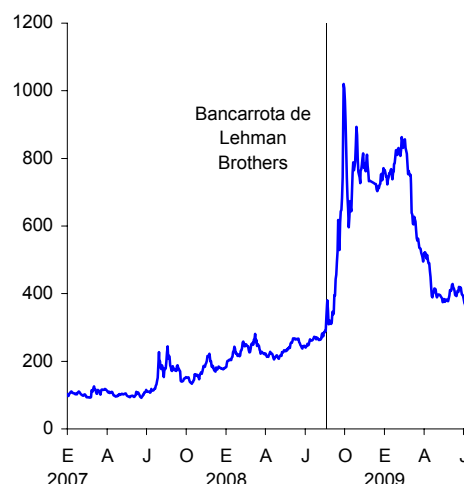
Gráfica 28
Márgenes de Riesgo Soberano y por Incumplimiento de Pago de Países Emergentes
Puntos base

a) Márgenes de Riesgo Soberano de Países Emergentes (EMBI's)



Fuente: Bloomberg.

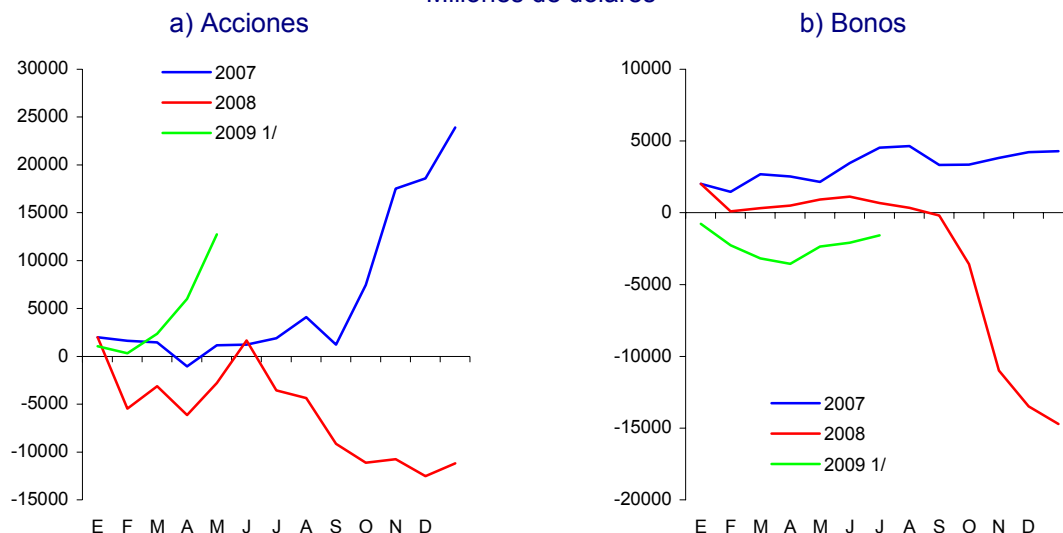
b) Margen de Riesgo por Incumplimiento de Pago de Países Emergentes (CDS)



Fuente: Bloomberg.

Durante el periodo abril-junio, las bolsas de valores de los países emergentes registraron un crecimiento aún más vigoroso que las de los países avanzados, al beneficiarse de la demanda de activos de mayor rendimiento (y, en consecuencia, de mayor riesgo). Al igual que los mercados de los países avanzados, en junio se vieron afectadas por un período de incertidumbre, que se revirtió a mediados de julio (Gráfica 30).

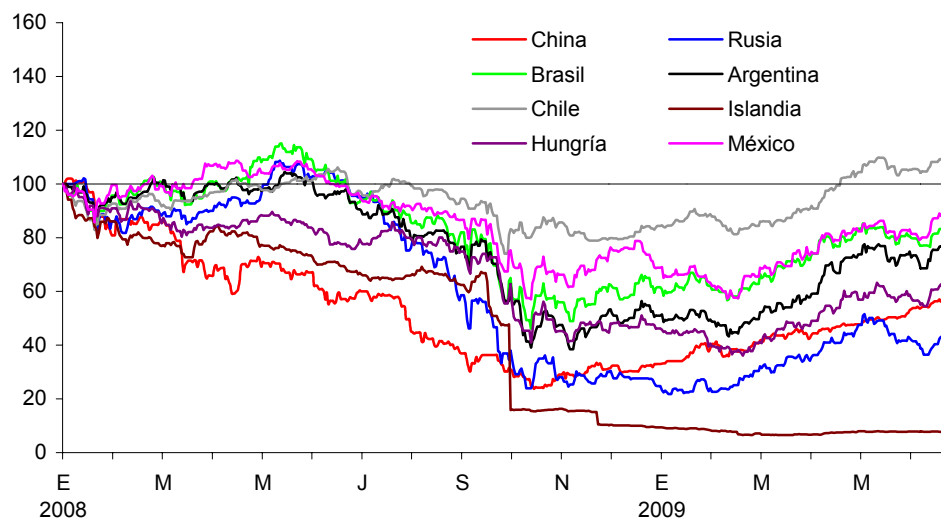
Gráfica 29
Flujos de Fondos Dedicados a Países Emergentes
Millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.
1/ Cifras al 31 de mayo.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.
1/ Cifras al 22 de julio.

Gráfica 30
Mercados Bursátiles de Países Emergentes
Índice 31/12/2007 = 100



Fuente: Bloomberg.

3.1.5. Perspectivas

Aunque las perspectivas para la economía mundial siguen siendo muy inciertas, se observa una mejora significativa de las condiciones financieras internacionales e indicios de una menor debilidad de la actividad económica global. El Fondo Monetario Internacional anticipa una contracción del PIB global en 2009 (Cuadro 5) -resultado de una caída de la producción en las economías avanzadas y una modesta expansión en las emergentes-, pero también proyecta cierto fortalecimiento de la actividad económica mundial en el segundo semestre del año. Para 2010 el FMI espera una recuperación, aunque más lenta que en

ciclos previos debido al proceso de desapalancamiento financiero en marcha, a la escala global de la crisis y al hecho de que las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública de algunas economías avanzadas pudieran provocar presiones adicionales al alza sobre sus tasas de interés de largo plazo.

Cuadro 5
Pronósticos del FMI para el Crecimiento del PIB e Inflación para 2009 y 2010
En por ciento

	2008	2009	2010
Crecimiento Economía Mundial ^{1/}	3.1	-1.4	2.5
Economías Avanzadas	0.8	-3.8	0.6
Estados Unidos	1.1	-2.6	0.8
Japón	-0.7	-6.0	1.7
Zona Euro	0.8	-4.8	-0.3
Economías Emergentes y en Desarrollo	6.0	1.5	4.7
Asia	7.6	5.5	7.0
China	9.0	7.5	8.5
India	7.3	5.4	6.5
Latinoamérica	4.2	-2.6	2.3
Brasil	5.1	-1.3	2.5
México	1.3	-7.3	3.0
Europa del Este	3.0	-5.0	1.0
Rusia	5.6	-6.5	1.5
Inflación ^{2/}			
Economías Avanzadas	3.4	0.1	0.9
Economías Emergentes y en Desarrollo	9.3	5.3	4.6

Fuente: IMF

^{1/} Ponderaciones basadas en paridad de poder de compra.

^{2/} Precios al consumidor. Promedio del periodo.

Se espera que este año y el próximo la tasa de inflación mundial se mantenga en niveles reducidos. En general, se considera que el riesgo de deflación ha disminuido, aunque no se ha descartado en algunos países, principalmente debido a que el escenario previsto implica una continua ampliación de las brechas del producto. En sentido opuesto, persiste la preocupación de que las políticas de estímulo monetario y fiscal implementadas para apoyar la recuperación resulten en presiones inflacionarias de largo plazo, de no ponerse en marcha de manera oportuna medidas para revertirlas.

Si bien la situación ha mejorado, el proceso de saneamiento de los mercados financieros internacionales se encuentra en una etapa temprana y aún es vulnerable a eventuales errores en la implementación de políticas o a un deterioro adicional de las condiciones macroeconómicas. Asimismo, se espera que persistan por algún tiempo presiones derivadas de la necesidad de que las familias disminuyan sus niveles de endeudamiento y aumenten su ahorro, y de que las instituciones financieras de algunas economías avanzadas, particularmente de Europa, se recapitalicen y hagan frente a los retos resultantes de los activos problemáticos en su poder.

Además del fortalecimiento de los mercados financieros, un crecimiento adecuado de la economía mundial sobre bases sostenibles requerirá de un ajuste de los patrones de consumo y ahorro en las economías avanzadas y emergentes. Como resultado de los factores antes señalados, es de esperarse que el crecimiento de la demanda interna en las primeras sea relativamente modesto en los próximos años. De esta forma, el logro de un crecimiento dinámico de la economía mundial requerirá que las economías emergentes, particularmente las

asiáticas, disminuyan sus tasas de ahorro a niveles que permitan un fortalecimiento considerable de su demanda interna.

3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

La tendencia negativa de la actividad productiva que se venía observando desde los meses previos, derivada de la contracción de la demanda externa y de su transmisión al mercado doméstico, se vio acentuada durante el segundo trimestre de 2009 por tres eventos cuyo impacto sobre la actividad se estima será temporal: i) el efecto del brote de influenza A(H1N1) sobre los niveles de producción de actividades consideradas de alto riesgo de contagio (restaurantes, hoteles, esparcimiento, comercio al menudeo, entre otras); ii) el paro de actividades en las plantas automotrices de dos empresas armadoras cuyas matrices en Estados Unidos iniciaron un proceso de concurso mercantil; y, iii) el efecto de la Semana Santa sobre los niveles de actividad productiva en abril.

En congruencia con este entorno, durante el trimestre que se reporta se observó una disminución importante del componente privado del gasto doméstico, al tiempo que se profundizó el ritmo de caída de las exportaciones de bienes y servicios. Así, en el periodo abril-junio de 2009, tanto el sector servicios, como el industrial, mostraron caídas anuales de magnitud considerable y, en particular, de mayor magnitud que las registradas en el trimestre previo. Más aun, es relevante mencionar que, si bien la caída de las exportaciones y de la producción industrial de México ha sido similar a lo observado en otros países del mundo, la contracción del PIB total ha sido significativamente más acentuada que la observada en otras economías emergentes de América Latina y Asia (ver Recuadro 2).

Reflejando lo anterior, se estima que en el segundo trimestre de 2009 el PIB habrá registrado una contracción anual de entre 10.5 y 11.0 por ciento (Gráfica 31). 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) y de la actividad industrial al mes de mayo de 2009, de las cifras de comercio exterior al segundo trimestre, así como de otros indicadores oportunos relativos a diversas actividades productivas.²⁴ Conviene destacar que la fuerte contracción económica que se ha observado durante la fase actual del ciclo no se ve manifestada únicamente en los datos correspondientes a los niveles de actividad de los distintos sectores productivos, sino también en otros indicadores asociados con el gasto interno. Entre ellos destaca la contracción de 33.3 por ciento anual en las importaciones de mercancías durante el segundo trimestre de 2009, la cual supera a lo observado durante 1995, así como la fuerte caída en términos reales, de 14.9 por ciento anual, que han reflejado los ingresos tributarios en el periodo enero-mayo (en el caso del IVA, esta caída alcanzó 20 por ciento).

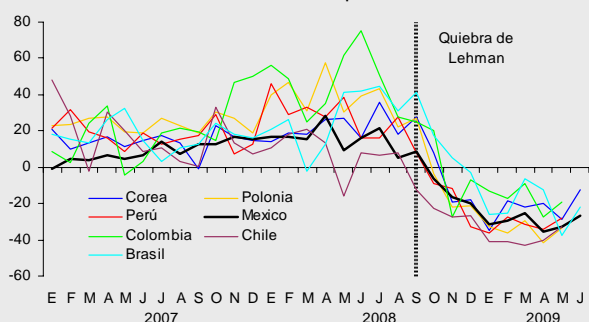
²⁴ Dentro de estos indicadores se incluyen las cifras en junio de la extracción de petróleo crudo y gas natural; la producción de automóviles; las ventas de energía eléctrica; las toneladas-km transportadas por las principales empresas ferroviarias; la carga transportada por vía marítima; el tráfico de pasajeros por avión; la ocupación en las principales plazas turísticas y las ventas de las cadenas comerciales de la ANTAD.

Recuadro 2

Consideraciones Relativas a la Respuesta de la Economía ante el Ciclo Económico Mundial

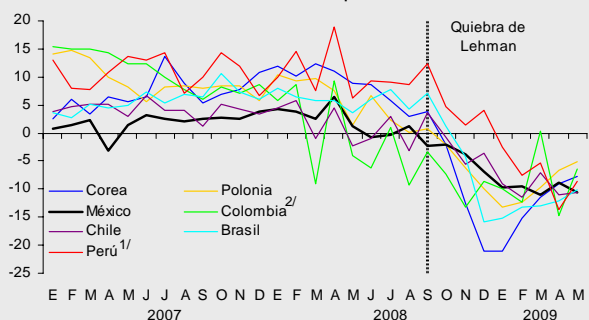
La información más reciente acerca del desempeño de la actividad productiva en México durante la fase baja del presente ciclo económico sugiere que la respuesta de la economía mexicana a la recesión mundial ha sido de una magnitud considerable. En particular, si bien la caída de sus exportaciones y de su producción industrial ha sido similar a lo observado en otros países del mundo, la contracción del PIB total de México ha sido significativamente más acentuada que la observada en otras economías emergentes. En particular, dentro del grupo de economías emergentes, México es de los países que han mostrado una disminución más acentuada en su actividad económica (Gráfica 1 y Cuadro 1). Esto sugiere que, como respuesta a una caída importante del mercado doméstico y, en particular, del consumo, los servicios se han contraído en una mayor magnitud relativa que en otros países.

Gráfica 1
Comparación Internacional
A. Exportaciones Totales
Variación anual en por ciento



Fuente: Para México: INEGI, para el resto: Bloomberg.

B. Producción Industrial
Variación anual en por ciento



Fuentes: Para Perú: INEI; México: INEGI, para el resto: Bloomberg.

1/ Índice de Producción Manufacturera.

2/ Excluye producción de café.

Debe destacarse que, en parte, la fuerte contracción registrada por la actividad productiva de México durante el segundo trimestre de 2009 no únicamente parecería haber respondido a las condiciones recesivas mundiales en general y a su transmisión al mercado doméstico, sino también a ciertos eventos que tuvieron efectos adversos, pero temporales, sobre algunas actividades. Dentro de éstas, destacan las consecuencias que tuvo el brote de influenza A(H1N1) sobre algunos sectores oferentes de servicios que implican un alto riesgo de contagio (hoteles, restaurantes, esparcimiento y comercio al menudeo, entre otros), así como los efectos sobre la producción manufacturera de los paros técnicos

llevados a cabo en el segundo trimestre por algunas plantas ensambladoras de vehículos automotores, como consecuencia del proceso de concurso mercantil que iniciaron dos empresas norteamericanas con alta presencia en la producción automotriz mexicana.

Cuadro 1
Producto Interno Bruto
Variación anual promedio

	1998-2008	2000-2008	2008	2009:1
Argentina	3.2	3.9	6.8	2.0
Bolivia	3.5	3.7	5.9	2.1
Brasil	3.0	3.7	5.1	-1.8
Chile	3.7	4.2	3.2	-2.1
Colombia	3.2	4.4	2.5	-0.7
Ecuador	3.4	4.6	5.3	1.2
México	3.1	2.8	1.3	-8.2
Paraguay	2.3	2.9	5.8	-4.1
Perú	4.5	5.6	9.8	1.8
Uruguay	2.1	2.4	8.9	2.3
Venezuela	3.4	4.7	4.8	0.3
Hungría	3.7	3.6	0.6	-6.7
Polonia	4.3	4.2	5.0	-4.2
Rep. Checa.	3.5	4.3	3.2	-3.3
Turquía	3.9	4.8	1.1	-13.8
China	9.6	10.0	9.0	6.1
Corea	4.1	4.8	2.2	-4.2
Filipinas	4.4	5.1	4.6	0.4
India	7.0	7.2	7.3	5.8
Indonesia	3.1	5.2	6.1	4.4
Malasia	4.4	5.5	4.6	-6.2
Tailandia	3.4	4.8	2.6	-7.1
Sudáfrica	3.6	4.1	3.1	-1.3

Fuentes: Para México: INEGI; para el resto: WEO del FMI; OCDE; Bloomberg y páginas de los bancos centrales.

No obstante, al margen de lo anterior, existen diversos elementos que podrían contribuir a explicar el hecho de que la caída de la actividad productiva en México ante las condiciones internacionales actuales haya sido más acentuada que la observada en otros países. Como se verá, estos elementos no únicamente afectan de manera coyuntural a la economía, al conducir a que la respuesta ante la caída de la demanda externa haya sido tan pronunciada, sino que también podrían afectar su crecimiento en una perspectiva de mediano plazo, al influir negativamente en su productividad y su crecimiento potencial. En particular, entre los factores determinantes de la magnitud de la contracción de la economía, destacan los siguientes:

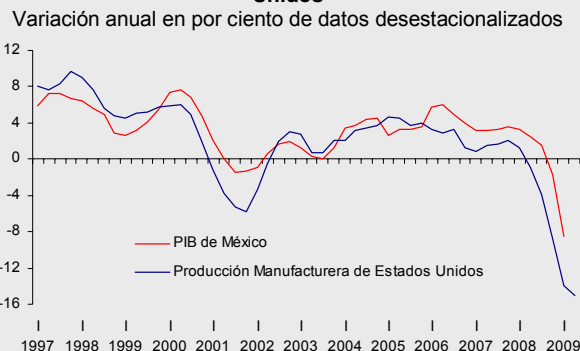
a) Alta Dependencia Respecto del Ciclo de Estados Unidos

En primer lugar, México sigue siendo especialmente dependiente del ciclo económico en Estados Unidos, así como de su crecimiento potencial. Esto como reflejo de que, en comparación con otros países, el nuestro tiene un mayor grado de especialización en ese mercado en lo que corresponde tanto a sus exportaciones de bienes y servicios, como en términos de los flujos de factores productivos entre los dos países (migración y las consecuentes remesas familiares, inversión extranjera, etc.).

En lo que corresponde a las relaciones comerciales de México con Estados Unidos, es relevante tomar en cuenta el patrón que han tomado nuestras exportaciones a ese país, sobre todo a partir del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). En particular, dadas las ventajas comparativas de México, éste se ha

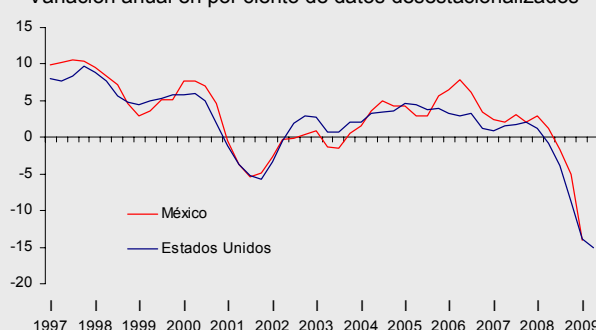
especializado en la formación de esquemas de producción manufacturera compartida con Estados Unidos, en los que nuestro país contribuye con procesos intensivos en mano de obra. Como consecuencia de ello, la economía mexicana ha tendido a responder de manera muy marcada a las fluctuaciones de la producción manufacturera de EE.UU. (Gráfica 2). En efecto, la fuerte contracción que ha mostrado la producción manufacturera en EE.UU. durante el ciclo económico actual se ha visto reflejada directamente en el desempeño de la industria manufacturera mexicana (Gráfica 3).

Gráfica 2
PIB de México y Producción Manufacturera de Estados Unidos



Fuente: INEGI y Federal Reserve.

Gráfica 3
Producción Manufacturera de México y Estados Unidos



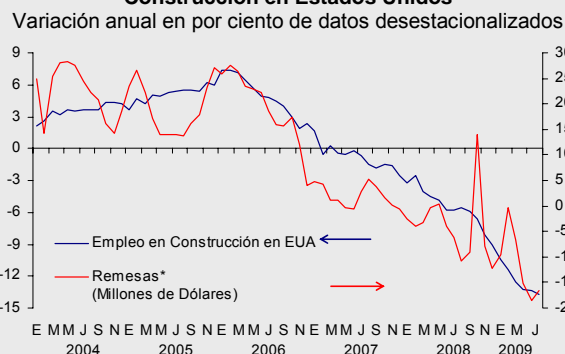
Fuente: INEGI y Federal Reserve.

Desde un punto de vista prospectivo, la problemática que México enfrenta en este sentido es doble: i) al contribuir a la producción manufacturera de la región con actividades que son más susceptibles a migrar a otras regiones del mundo (como China), México se ha visto especialmente afectado a través del tiempo por dicha migración (sobre todo a partir de finales de 2001); y, ii) dados sus patrones de especialización, México se ha concentrado en la producción de diversos bienes consumidos por las familias norteamericanas, cuya demanda posiblemente crezca a un menor ritmo en el futuro (electrodomésticos, automóviles, etc.). Una de las consecuencias de la crisis actual es que las familias norteamericanas posiblemente se vean forzadas a reajustar sus patrones de consumo hacia una trayectoria más sostenible, dada la caída en sus niveles percibidos de riqueza, lo cual pudiese incidir en el crecimiento potencial de esa economía. Para México, esto, a su vez, podría representar un menor dinamismo de la demanda externa y, por ende, una posible caída en su crecimiento potencial y su ingreso permanente. Este choque, en consecuencia, pudo haber implicado un ajuste abrupto en los niveles de consumo del país. Evidentemente, la depreciación del tipo de cambio real

mexicano observada en el episodio actual parecería haber sido, en este contexto, el mecanismo de precios que reconoció este choque, su efecto sobre la riqueza nacional y, por ende, sus implicaciones para la capacidad de gasto de la economía. Claramente, este efecto pudo haber sido mayor al sufrido por otros países que, en términos relativos, dependen menos de la economía de Estados Unidos.

Como se mencionó anteriormente, el choque externo que México experimentó como consecuencia de la caída de la producción manufacturera en Estados Unidos pudo haberse visto exacerbado por el hecho de que México también depende de manera importante de la economía norteamericana por la presencia de elevados flujos de factores productivos entre las dos economías. En particular, la caída en los niveles de actividad de otros sectores que emplean de manera importante inmigrantes mexicanos en Estados Unidos, como lo son la construcción, ha implicado un choque externo adicional para la economía mexicana, al conducir a una disminución importante en los flujos de remesas provenientes de los trabajadores mexicanos en ese país (Gráfica 4).¹ Al igual que en el caso anterior, este choque posiblemente tenga un componente permanente. En efecto, si bien es de esperarse que, con la eventual recuperación de la economía de Estados Unidos, se observe una reactivación de su industria de la construcción, es difícil que este sector (y en especial la construcción de vivienda) muestre tasas de expansión tan elevadas como las que había registrado durante el período de fuertes inversiones en el mercado inmobiliario de ese país. Esto podría conducir a que el crecimiento de las remesas familiares en los próximos años posiblemente sea más moderado que el observado en los años previos a la crisis actual.

Gráfica 4
Remesas Familiares y Empleo en la Industria de la Construcción en Estados Unidos

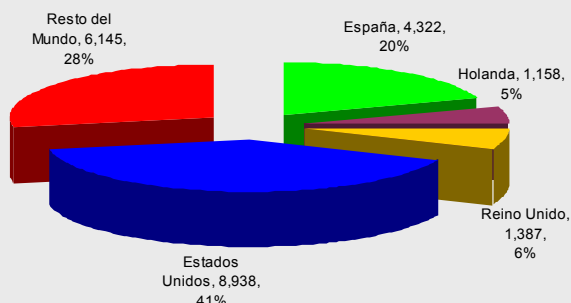


*/ Promedio móvil de dos meses excepto a partir de 2008.
Fuentes: Banco de México y BLS.

Asimismo, las mayores restricciones de financiamiento que han sufrido las empresas multinacionales de origen norteamericano durante la crisis actual han conducido a importantes caídas en los flujos de Inversión Extranjera Directa provenientes de ese país. Estas caídas han sido, en general, mayores a las de la inversión proveniente de otros países. Es relevante mencionar en este sentido que Estados Unidos continúa siendo el país que representa la mayor fuente de recursos por concepto de Inversión Extranjera Directa para México (Gráfica 5).

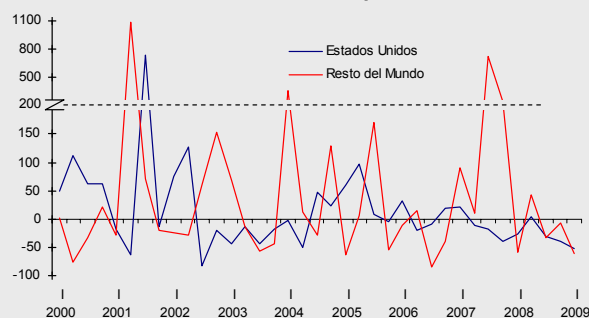
¹ En 2008, el 20.9 por ciento de los trabajadores mexicanos en Estados Unidos laboraban en la industria de la construcción.

Gráfica 5
Inversión Extranjera Directa
A. Millones de dólares en 2008



Fuente: Secretaría de Economía.

B. Variación anual en por ciento



Fuente: Secretaría de Economía.

b) Disminución del Dinamismo del Financiamiento al Sector Privado

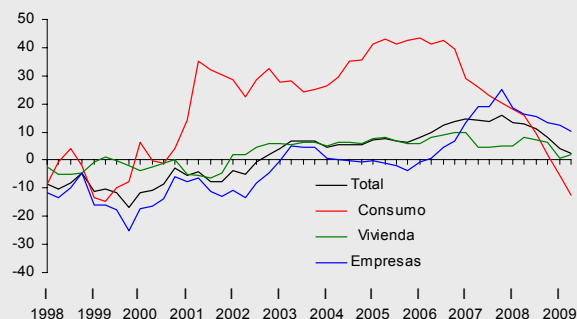
Otro factor particular a la economía mexicana que también contribuyó a que, durante el ciclo actual, se observara una disminución tan importante en el dinamismo de la actividad productiva, corresponde al hecho de que el fuerte crecimiento en la bancarización de la economía y, en particular, en el financiamiento de la banca comercial a diversos agentes económicos, tendió a perder fuerza de manera coincidente con el desencadenamiento de la crisis financiera internacional. En efecto, en los años previos a la crisis se había observado un fuerte crecimiento del financiamiento al sector privado del país, lo cual se constituyó en un motor importante de impulso al gasto. No obstante, el impulso a la economía derivado de esta expansión crediticia tiene límites naturales ya que, en el margen, los agentes económicos que van adquiriendo créditos tienden a reflejar un mayor riesgo. En este contexto, la moderación del impulso derivado de este financiamiento tendió a coincidir en el tiempo con el brote de la crisis financiera mundial.

Profundizando en lo anterior, la consolidación de un entorno macroeconómico más estable a principios de la década del 2000, aunado a un conjunto de reformas financieras, crearon condiciones favorables para una mayor profundización del sistema financiero y, en particular, para restablecer mayores niveles de financiamiento al sector privado. En este contexto, en los años siguientes se observó un elevado crecimiento del financiamiento bancario al sector privado no financiero. El crédito al consumo fue el primer tipo de financiamiento que comenzó a recuperarse. Asimismo, este tipo de crédito mostró un mayor dinamismo, al alcanzar tasas de crecimiento superiores a 40 por ciento anual entre 2004 y 2006. El dinamismo del crédito al consumo se explica por diversas razones, entre las que destacan: i) después de haber padecido importantes restricciones de liquidez durante varios

años, los hogares estuvieron dispuestos a demandar este crédito, aún a tasas de interés relativamente elevadas, con el objeto de alcanzar el nivel deseado de consumo de bienes duraderos; y, ii) es posible que la reducida competencia en el sector permitió que los bancos obtuvieran elevados márgenes en esta cartera. Esto, junto con la posibilidad de diferenciar el costo de crédito por cliente, creó incentivos para la bancarización de nuevos segmentos de la población. Por ello, el crecimiento de este tipo de crédito se dio tanto en el margen intensivo (mayor endeudamiento por hogar con acceso al crédito), como extensivo, a través del otorgamiento de acceso al crédito a nuevos segmentos de la población.

En este contexto, al estar influido por la bancarización en el margen de nuevos segmentos de la población sin historial crediticio previo, el crecimiento del financiamiento al consumo observado en estos años implicó un incremento en el riesgo de crédito. Por ello, este proceso tiende eventualmente a perder fuerza, una vez que los nuevos sujetos de crédito impliquen niveles de riesgo suficientemente elevados. Reflejando lo anterior, hacia finales del 2006 se observó una reducción importante en el ritmo de crecimiento del crédito al consumo. En efecto, el crédito total al consumo pasó de registrar una expansión real anual de 42.4% en junio de 2006, a un ritmo de crecimiento de 28.9% en diciembre de ese año. La creciente dificultad de continuar impulsando el consumo al ritmo anterior por medio de la bancarización de nuevos segmentos de la población eventualmente se vio exacerbada por la situación de astringencia que caracterizó a los mercados financieros internacionales a partir del desencadenamiento de la crisis global. Así, a partir de 2007 se observó un fuerte descenso en el dinamismo del crédito de la banca comercial al sector privado no financiero (Gráfica 6). Más aun, a partir de abril de 2008, las instituciones financieras han venido contrayendo sus niveles de crédito al consumo en términos absolutos. Evidentemente, esto ha conducido a que, durante la fase actual del ciclo, los consumidores se vean en menores posibilidades de suavizar sus patrones de consumo ante la coyuntura actual, así como de continuar demandando diversos bienes, especialmente durables. Esto, a su vez, también pudo haber contribuido a que, en este ciclo económico, el consumo privado se haya ajustado en la magnitud observada.

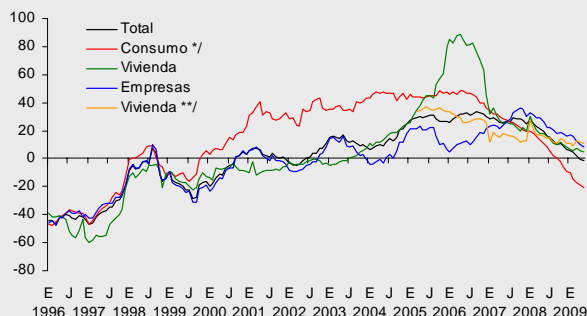
Gráfica 6
A. Financiamiento Interno al Sector Privado no Financiero
Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

B. Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado no Financiero

Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

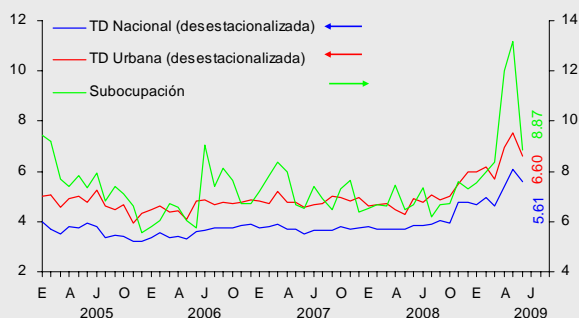
*/ Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial.

**/ La línea naranja excluye la compra de cartera de la Sofol Hipotecaria Nacional de la cartera de crédito a la vivienda.

c) Baja Flexibilidad en la Respuesta de la Economía a la Recesión

La caída del empleo del sector manufacturero resultante del choque externo descrito anteriormente no parece haber sido absorbida por sectores alternativos de alta productividad, sino por servicios informales de baja productividad, por mayores niveles de desempleo y por aumentos en el número de retiros de la fuerza laboral. Esto queda de manifiesto al notar que las tasas de desempleo, subempleo, empleo informal y de retiro de empleados de la fuerza laboral, han sido especialmente elevadas durante el presente ciclo (ver Gráfica 7 y Sección 3.2.1.3 de este Informe). Esta reasignación del empleo hacia actividades menos productivas (o improductivas desde el punto de vista del mercado) conduce a una caída del ingreso nacional más severa que la que se hubiese observado si el empleo hubiese emigrado a sectores de mayor productividad que no sufrieron el choque inicial de demanda externa en la misma magnitud. Es relevante enfatizar que, incluso una vez que se recuperen los niveles de empleo total de la economía y disminuyan las tasas de desempleo, en la medida que algunos de los trabajadores que previamente estaban ubicados en las manufacturas se mantengan empleados en sectores de menor productividad, es posible que persista una cierta pérdida de productividad de la economía en su conjunto.

Gráfica 7
A. Tasa de Desocupación y Subocupación
Por ciento



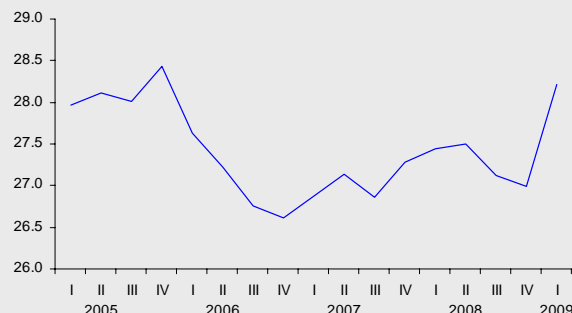
Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

La discusión anterior sugiere que, en condiciones de mayor flexibilidad en los mercados, México podría haber enfrentado el choque descrito anteriormente por medio de una reasignación de recursos hacia actividades con mayor valor agregado, evitándose

así en buena medida la caída en los niveles de ingreso que aparentemente sufrió el país. Así, un segundo elemento que pudo haber exacerbado la transmisión del choque externo a la economía es la baja flexibilidad que México exhibe ante la presencia de diversos choques. En particular, México está caracterizado por diversos factores que dificultan la movilidad del trabajo hacia sus actividades más productivas, así como por una falta de competencia económica que evita una adopción más rápida de tecnologías modernas, que pudiesen permitir el desarrollo de sectores alternativos cuando hay choques que reducen la rentabilidad de algunos sectores en los que se había especializado previamente, como lo es el manufacturero (Gráficas 8 y 9).

B. Tasa de Empleo Informal

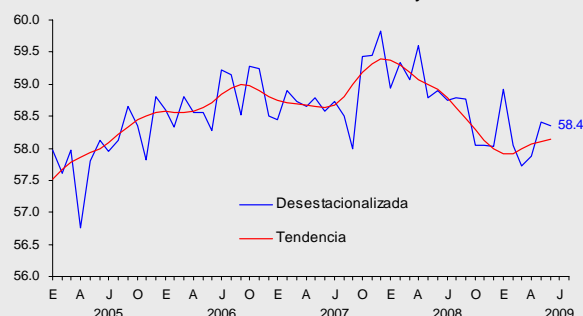
Por ciento



Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

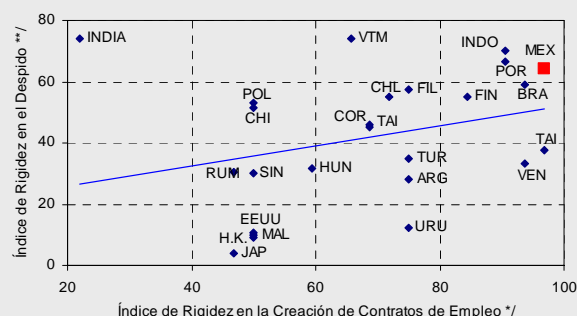
C. Tasa Neta de Participación

Por ciento, datos desestacionalizados y de tendencia



Fuente: Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, INEGI.

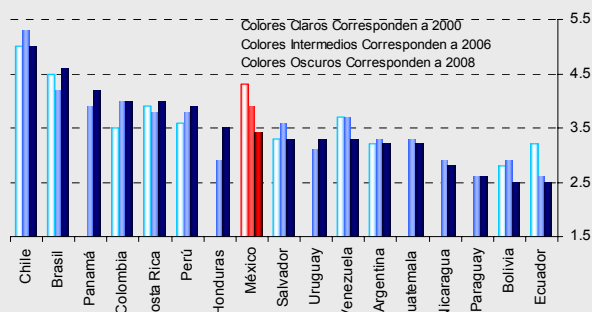
Gráfica 8
Mercado Laboral



*/ Corresponde al valor del índice de creación de contratos alternativos de empleo. **/ Corresponde al promedio del índice de costos de despido y el índice de procedimientos de despido. Fuente: Botero et al. (2004).²

² Botero, J., Djankov, S., La Porta, R. y Lopez-De-Silanes, F. (2004). "The Regulation of Labor". The Quarterly Journal of Economics 119 (4), pp. 1339-1382.

Gráfica 9
Efectividad de la Política Anti-Monopolio en América Latina,
Foro Económico Mundial 2000-2008
Valores mayores indican una mejor promoción de la competencia



Fuente: "Efficiency of Anti-monopoly Policy". WEF, Global Competitiveness Report, 2000, 2006 y 2008.

Los elementos anteriores no únicamente afectan la respuesta del país durante recesiones (al evitar la movilidad de los factores productivos hacia sectores menos afectados), sino que también reducen su productividad y su crecimiento potencial. De ahí que, desde hace varios años, el Banco de México ha reiterado que, para impulsar el crecimiento del país, se requiere avanzar en aquellas reformas institucionales que, al incrementar la flexibilidad y la competencia en los mercados, conduzcan a una mayor eficiencia en la utilización de los factores productivos y al uso de tecnologías y prácticas de trabajo más productivas. Esto no únicamente conduciría a un mayor crecimiento y equidad en la economía, sino que también le permitiría enfrentar con menores costos el tipo de choques externos que se derivan de un entorno internacional como el que se ha vivido durante el ciclo económico actual.

d) Mayores Restricciones de Financiamiento

Finalmente es importante reconocer que, si bien la mayoría de los países han enfrentado mayores restricciones de financiamiento durante la fase actual del ciclo, como reflejo de las condiciones prevalecientes en los mercados financieros, al parecer México se ha visto afectado de manera adicional por el deterioro que ha sufrido la percepción que se tiene en los mercados respecto a su nivel de riesgo. En efecto, diversas agencias calificadoras han

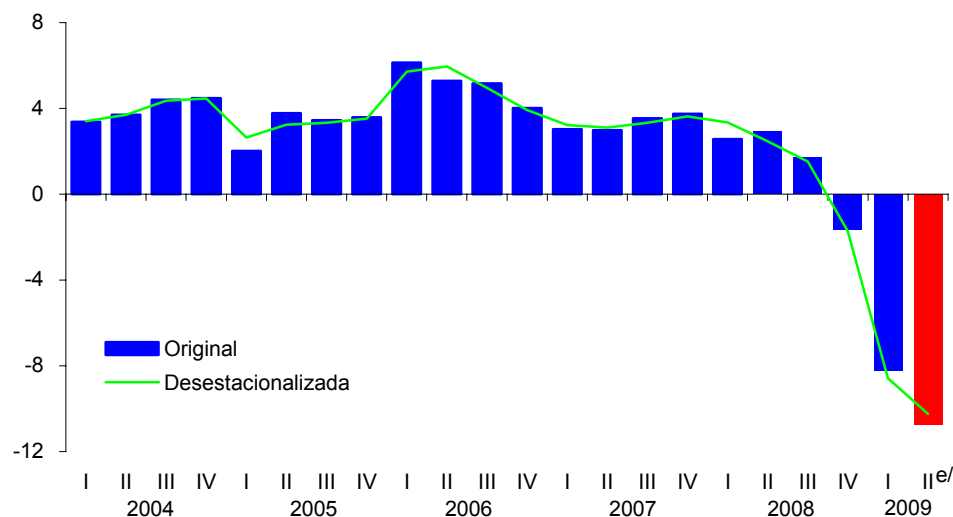
manifestado cuestionamientos acerca del margen de maniobra de las finanzas públicas, la capacidad de financiamiento del déficit y las perspectivas de largo plazo de la deuda pública. El deterioro de la percepción de riesgo del país podría estar afectando, a su vez, la confianza de los inversionistas y, de ese modo, podría estar exacerbando la caída en la inversión, por encima de lo que hubiese sido la respuesta natural ante el choque de demanda externa que sufrió la economía durante el ciclo actual.

Profundizando en lo anterior, las finanzas públicas se han visto afectadas durante el presente ciclo por el deterioro de los ingresos petroleros, la acentuada reducción de la recaudación tributaria, las rigideces que parecerían existir para realizar ajustes al gasto público, y diversos problemas de incentivos que parecerían estar limitando la oportunidad y la eficiencia de este último. En este contexto, por un lado es importante reconocer que, en los años anteriores, los ingresos derivados de los elevados precios del petróleo habían permitido que el gasto público se convirtiera en una fuente importante de crecimiento de la demanda agregada, independientemente del grado de eficiencia en su asignación. No obstante, las perspectivas actuales en ese sentido son que, ante precios más bajos del hidrocarburo y una menor plataforma de producción y exportación, es difícil que en los próximos años se enfrenten condiciones similares para lograr un impulso de la demanda por el lado del gasto público. Por el otro lado, parecería ser que existen márgenes para incrementar la eficiencia con la que se asigna este último. En efecto, pudiera ser el caso que la política fiscal ha venido teniendo un menor impacto sobre la actividad económica y el crecimiento que el que podría alcanzarse. Esta situación parecería reflejar problemas relacionados con la baja recaudación tributaria y con las dificultades para lograr una asignación y ejecución del gasto en actividades con mayor rentabilidad social y económica.

Dado lo anterior, nuevamente es necesario enfatizar que, para revertir esta situación, parecería ser necesario avanzar en reformas institucionales que mejoren la asignación de recursos en la economía. En el caso particular de los recursos utilizados por el sector público, se requiere lograr una disminución de la dependencia de las finanzas públicas del petróleo e incrementar la recaudación tributaria no petrolera a través de un sistema que descansa más en impuestos que tengan el menor número de excepciones y tratamientos especiales y que generen pocas distorsiones. Asimismo, existe margen para mejorar los incentivos para una asignación y ejecución más eficiente del gasto público, de modo que éste se ejerza en mayor grado en actividades con elevado rendimiento económico y social.

Es relevante mencionar que la estimación anterior implica que, en términos anuales, la contracción del PIB en el segundo trimestre del año habrá sido más acentuada que la caída de 8.2 por ciento registrada en el trimestre previo. Debe tomarse en cuenta también, sin embargo, que se estima que la caída del PIB en términos trimestrales desestacionalizados, lo cual refleja de manera más oportuna su trayectoria reciente, habrá sido más moderada que la observada en los primeros tres meses del año. Esto, a pesar de los efectos derivados del brote de influenza y de los paros de actividades de algunas plantas automotrices citados anteriormente. En este contexto, como se verá más adelante, es previsible que la trayectoria negativa de la actividad económica se tienda a revertir en el tercer trimestre del año. A esto contribuirá tanto el desvanecimiento de los efectos de los choques temporales que influyeron negativamente sobre la actividad del segundo trimestre, como una reactivación de la demanda externa, a su vez reflejo de la gradual recuperación que se espera registre la economía de Estados Unidos.

Gráfica 31
Producto Interno Bruto
Variación anual en por ciento



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

3.2.1.1. Producción Sectorial

La información disponible acerca de los sectores productivos sugiere que, durante el segundo trimestre de 2009, tanto el sector industrial, como el de los servicios, mantuvieron una tendencia negativa en sus niveles de actividad. En particular, en el bimestre abril-mayo de 2009 el IGAE registró una disminución de 11.5 por ciento, lo cual fue reflejo de contracciones de 12.1, 11.9 y 0.3 por ciento en los sectores industrial, servicios y agropecuario, respectivamente.

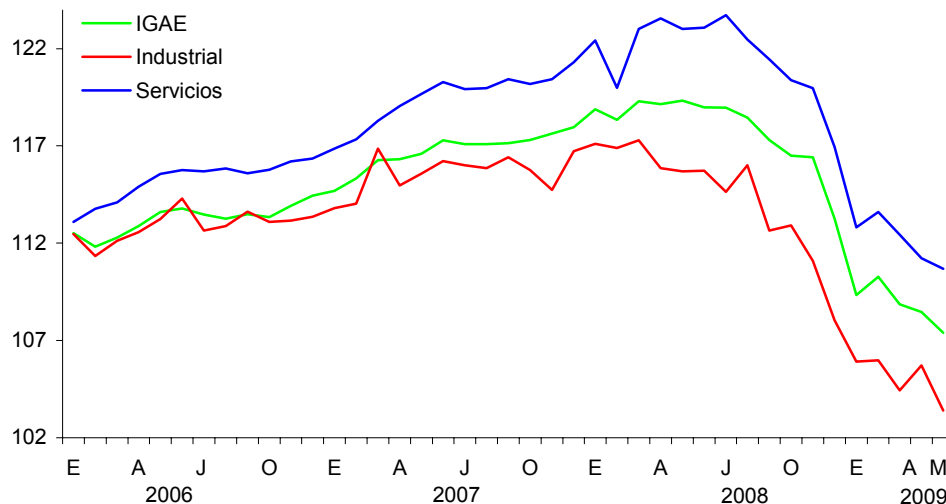
En lo que corresponde a las actividades primarias, su disminución fue resultado del desempeño adverso de cultivos perennes y cíclicos (plátano, naranja, alfalfa, arroz, cebada y jitomate, entre otros), lo cual refleja el retraso de las lluvias de temporal, que ocasionó reducciones en los niveles de almacenamiento en las presas y afectó adversamente el rendimiento de algunos de esos cultivos.

En lo que corresponde a la producción industrial, ésta continuó mostrando una trayectoria negativa en el bimestre abril-mayo. Esta tendencia se vio acentuada por las consecuencias que tuvo el brote de influenza A(H1N1), por los paros técnicos llevados a cabo por algunas empresas ensambladoras de vehículos y por el efecto estadístico derivado del hecho de que en 2009 la Semana Santa cayó en abril, mientras que en el año previo lo hizo en marzo. Como consecuencia de ello, en el bimestre abril-mayo la producción industrial registró una caída de 12.1 por ciento anual.

Dentro de las actividades industriales, las manufacturas son el sector que ha mostrado la mayor contracción en términos anuales durante el trimestre que se reporta. Cabe destacar que a ello han contribuido los referidos paros técnicos de plantas automotrices que ocurrieron en mayo y junio. Por su parte, otros sectores industriales, como lo son el de la construcción y el de la electricidad, se han estancado en niveles bajos de actividad en los últimos

meses. Así, tres de los cuatro sectores que conforman las actividades industriales presentaron contracciones anuales durante el bimestre abril-mayo de 2009. En particular, en dicho lapso las manufacturas y la construcción cayeron en 16.9 y 10.4 por ciento, respectivamente, mientras que el sector de electricidad, agua y suministro de gas por ductos al consumidor final se redujo en 2.3 por ciento anual. En contraste, la minería registró un ligero aumento de 0.9 por ciento.²⁵

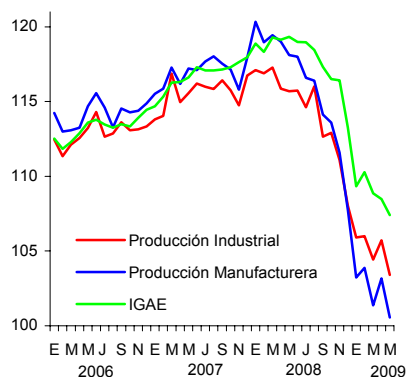
Gráfica 32
Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE)
Índice 2003=100; datos desestacionalizados



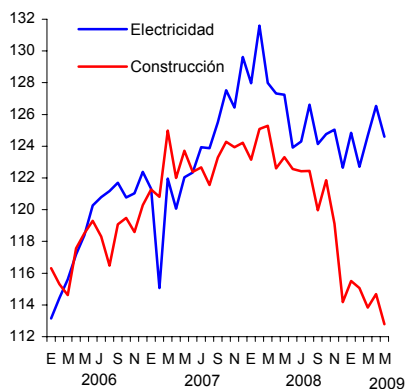
Fuente: INEGI.

Gráfica 33
Indicadores de Producción
Índice 2003=100; datos desestacionalizados

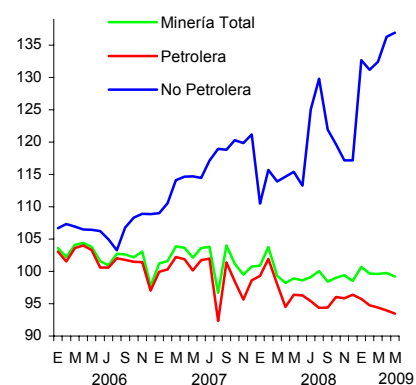
a) IGAE, Producción Industrial y Manufacturera



b) Electricidad y Construcción



c) Minería



Fuente: INEGI.

En el caso particular de las manufacturas, éstas se vieron afectadas por la profundización de la caída de sus exportaciones y por un mayor debilitamiento

²⁵ Las cifras ajustadas por estacionalidad sugieren que, en el bimestre abril-mayo de 2009, las manufacturas y la construcción cayeron en promedio en 14.1 y 7.5 por ciento, respectivamente, mientras que la electricidad, agua y suministro de gas disminuyó en 1.3 por ciento. Por su parte, la minería registró un aumento promedio de 0.9 por ciento anual.

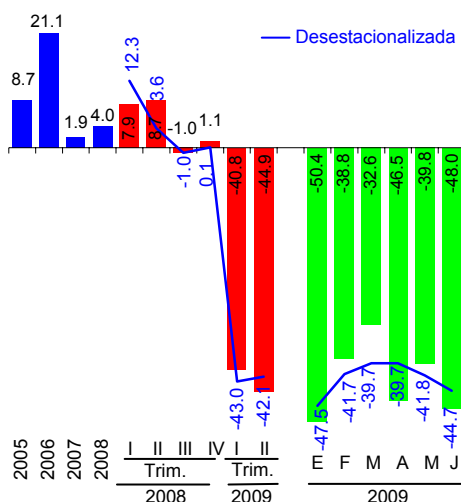
de la demanda interna por sus productos. Un aspecto importante en torno a la evolución de la producción manufacturera se refiere a que, tanto el subsector de equipo de transporte (que incluye, principalmente, a la industria automotriz terminal y a la de autopartes), como el resto de las manufacturas, continúan operando en niveles muy bajos de actividad. En particular, en mayo los niveles de producción del subsector de equipo de transporte y del resto de las manufacturas, ajustadas por estacionalidad, se ubicaron 44.1 y 9.7 por ciento por debajo de los últimos máximos alcanzados en marzo y enero de 2008, respectivamente.

Profundizando en lo anterior, en el segundo trimestre de 2009 la industria automotriz terminal registró variaciones anuales negativas de 35.8, 44.9 y 42.7 por ciento en lo que corresponde a las ventas internas al menudeo, la producción y las exportaciones de vehículos, respectivamente. Estas contracciones fueron más pronunciadas que las observadas en el primer trimestre del año (25.9, 40.8 y 40.1 por ciento, Gráfica 34). La caída de la producción de unidades en el segundo trimestre fue originada por descensos tanto de las unidades fabricadas para el mercado interno, como de las correspondientes a la exportación. Es de destacarse que los efectos de la debilidad de la demanda por vehículos sobre la actividad de la industria automotriz mexicana se vieron exacerbados por el hecho de que, en el trimestre que se reporta, varias empresas ensambladoras de vehículos entraron en paros técnicos, algunos de ellos por períodos que comprendieron una buena parte del trimestre. En parte, la mayor incidencia de este tipo de paros 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 los Estados Unidos.

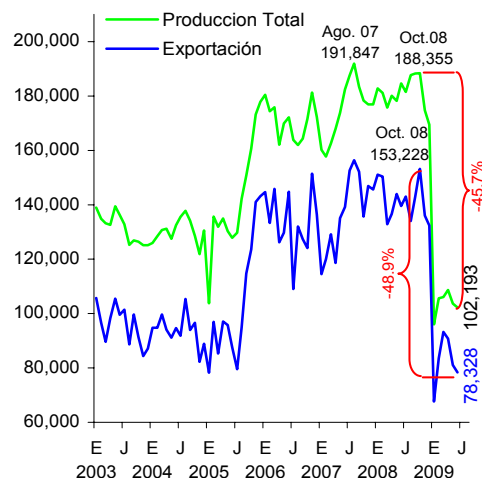
Gráfica 34

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.

Por su parte, la industria manufacturera no automotriz también registró una caída significativa, de 10.7 por ciento anual, en el bimestre abril-mayo de 2009. En particular, todos los subsectores que conforman las manufacturas automotrices reportaron contracciones en sus niveles de producción, lo que

parecería estar asociado con la contracción de la demanda interna por diversos productos manufacturados, así como con el deterioro que ha seguido registrando la demanda externa que enfrenta la economía (Gráfica 35).²⁶

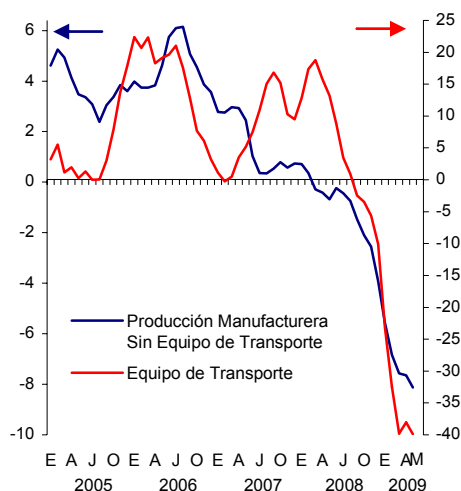
Con relación a esto último, es relevante mencionar que, a pesar de la fuerte contracción de la demanda proveniente de Estados Unidos, el desempeño de las exportaciones de México a ese mercado ha sido relativamente menos desfavorable. En particular, del periodo enero-mayo de 2008 al mismo periodo de 2009, las importaciones no petroleras de ese país cayeron en total 28.0 por ciento, mientras que las provenientes de México lo hicieron en 23.4 por ciento. Como consecuencia de lo anterior, la participación de los productos mexicanos dentro de las importaciones no petroleras de Estados Unidos aumentó de 10.3 por ciento en enero-mayo de 2008, a 11 por ciento en los primeros cinco meses de 2009.

Gráfica 35

Indicadores de Producción Manufacturera

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

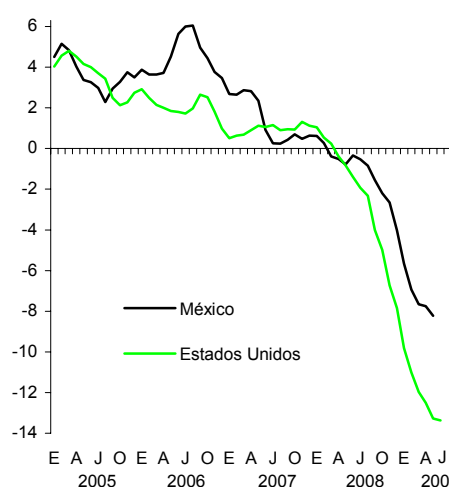
a) Producción de Equipo de Transporte y del Resto de las Manufacturas



Fuente: INEGI.

1/ Promedio móvil de tres meses.

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



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

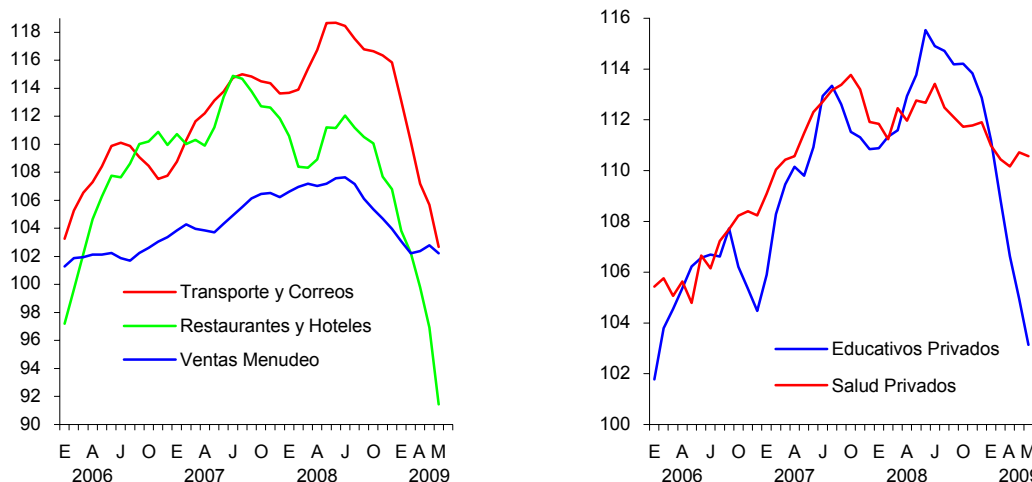
2/ La serie de México no considera al sector de transporte y la de Estados Unidos excluye tanto a la industria automotriz como al sector de alta tecnología.

Finalmente, destaca la considerable contracción que registraron los servicios durante el trimestre que se reporta. En el bimestre abril-mayo, el IGAE de los servicios disminuyó en 11.9 por ciento anual, lo cual se compara desfavorablemente con la caída de 7.9 por ciento anual en el primer trimestre y representa la reducción más acentuada durante el ciclo actual. La tendencia negativa que han registrado estos sectores en lo que va del año refleja, entre

²⁶ Con relación a esto último, es relevante mencionar que, a pesar de la fuerte contracción de la demanda proveniente de Estados Unidos, el desempeño de las exportaciones de México a ese mercado ha sido relativamente menos desfavorable. En particular, del periodo enero-mayo de 2008 al mismo periodo de 2009, las importaciones no petroleras de ese país cayeron en total 28.0 por ciento, mientras que las provenientes de México lo hicieron en 23.4 por ciento. Como consecuencia de lo anterior, la participación de los productos mexicanos dentro de las importaciones no petroleras de Estados Unidos aumentó de 10.3 por ciento en enero-mayo de 2008, a 11 por ciento en los primeros cinco meses de 2009.

otros factores: i) la disminución que ha mostrado la masa salarial; ii) las condiciones de mayor astringencia en los mercados financieros, lo cual ha contribuido a que disminuya el financiamiento a los consumidores; iii) la caída que ha registrado la inversión, lo cual pudiese estar conduciendo a una menor demanda por servicios de apoyo a los negocios y por servicios financieros; y, iv) el efecto de las caídas en la producción manufacturera y en los volúmenes de comercio exterior sobre ciertos servicios particulares, como lo son el comercio y el transporte de carga. Debe mencionarse también que la tendencia que estas actividades venían mostrando desde el trimestre previo se vio acentuada por las medidas preventivas adoptadas por las autoridades para evitar la propagación del virus de influenza y por los efectos del brote de dicho virus sobre la demanda que enfrentan algunos sectores particulares (turismo, restaurantes, esparcimiento, comercio al menudeo, entre otras; Gráfica 36).

Gráfica 36
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.

3.2.1.2. Demanda Agregada

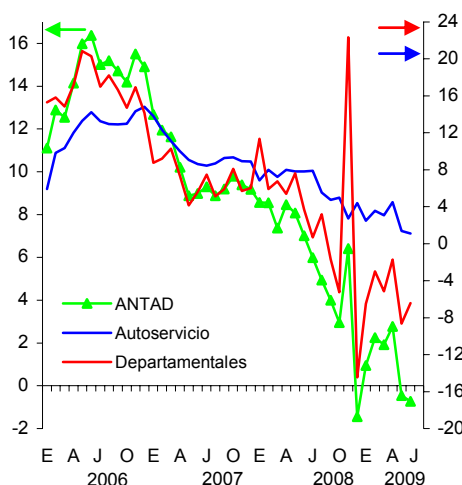
Durante el segundo trimestre de 2009, los principales componentes de la oferta y la demanda agregadas continuaron registrando caídas importantes en términos anuales, ante un entorno internacional que siguió siendo adverso. En efecto, dicho entorno se ha traducido en una contracción importante de la demanda externa y en una fuerte transmisión de ese choque al mercado doméstico. Así, los descensos anuales de los distintos componentes de la demanda fueron, en general, más acentuados que los observados en el trimestre previo, lo cual sugiere que durante el trimestre que se reporta se intensificó la contracción que han mostrado tanto las exportaciones de bienes y servicios, como el consumo y la inversión del sector privado. En particular, se estima que tanto los gastos en consumo, como aquéllos destinados a la formación de capital, habrán registrado en el segundo trimestre de 2009 caídas anuales de magnitudes no observadas desde la crisis de 1995. Cabe señalar, en este contexto, que el comportamiento seguido por el gasto público difiere de manera sustancial de la evolución que presentó el gasto privado. En efecto, el componente público de la

demanda agregada mostró una evolución positiva, congruente con la política fiscal que han instrumentado las autoridades ante la coyuntura actual.

La mayoría de los indicadores oportunos del consumo sugieren que éste continúa reflejando un ajuste de magnitudes considerables. En particular, en el segundo trimestre de 2009 las ventas de la ANTAD, medidas en términos reales y con datos desestacionalizados, registraron un aumento anual de sólo 0.5 por ciento (1.7 por ciento en el primer trimestre; Gráfica 37a). Esta cifra representa la tasa de crecimiento más baja que se ha observado desde el segundo trimestre de 1996, cuando resultó de 0.4 por ciento.²⁷ Cabe mencionar que en la evolución de estas ventas, clasificadas por tipo de bien, destaca que las correspondientes a bienes duraderos continuaron mostrando reducciones significativas en tanto que, si bien las de bienes no duraderos continuaron mostrando variaciones anuales positivas, éstas fueron menores a las observadas en los trimestres previos (Gráfica 37b).

Gráfica 37
Indicadores de Demanda Interna: Consumo

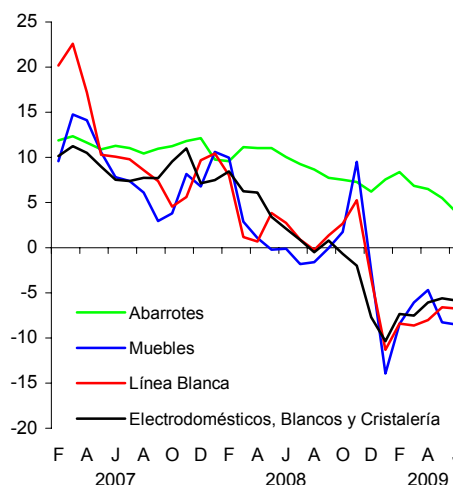
a) Ventas de las Tiendas de la ANTAD: Autoservicio y Departamentales en Términos Reales
Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados^{1/}



Fuente: ANTAD.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México. Las cifras se presentan como un promedio móvil de dos meses excepto a partir de 2008.

b) Ventas de la ANTAD de Distintas Líneas de Productos
Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados^{2/}



Fuente: ANTAD.

2/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México. Las cifras se presentan como un promedio móvil de dos meses.

Otros indicadores de consumo privado también mostraron una mayor debilidad en el segundo trimestre de 2009. Este es el caso de las importaciones de bienes de consumo y de las ventas internas de vehículos. Las importaciones de bienes de consumo registraron en el segundo trimestre de 2009 una caída anual, en dólares corrientes, de 39.9 por ciento (de 34.1 por ciento al excluir las importaciones de gasolina y de 26.7 por ciento al excluir tanto las importaciones de gasolina, como las de vehículos; Gráfica 38a). Esta cifra se compara con la

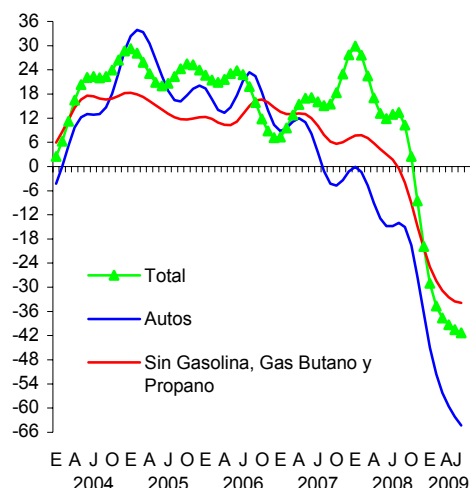
²⁷ En 2008, las ventas de ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales) representaron aproximadamente el 30 por ciento de las ventas totales al menudeo en el país. La cifra correspondiente se eleva a 43 por ciento si se excluye de las ventas al menudeo las de vehículos, refacciones para vehículos y combustibles.

caída de 37.6 por ciento en el primer trimestre del año. En el caso de las ventas internas de vehículos al menudeo, en el segundo trimestre se acentuó el deterioro que ya venían mostrando desde 2008, al registrar una reducción anual de 35.8 por ciento (-25.9 por ciento en el trimestre previo; Gráfica 38b).

El gasto de inversión fija bruta presentó una contracción anual de 17.8 por ciento en abril de 2009. Esta cifra representa la caída anual más pronunciada que se observa desde enero de 1996 (Gráfica 39). Cabe destacar que, en el primer trimestre de 2009, la inversión ya había reportado un descenso anual de 7.4 por ciento, después de haber registrado un crecimiento importante entre 2004 y mediados de 2008. Esta tendencia negativa ha sido congruente con la percepción pesimista del clima de negocios y, en particular, con el deterioro de las expectativas sobre la evolución de la actividad económica general, las condiciones menos favorables de financiamiento, dada la mayor astringencia en los mercados financieros, las expectativas de menores ventas ante el deterioro de la demanda externa y del consumo interno, y la reducción en la utilidades de las empresas, observadas durante el trimestre que se reporta.

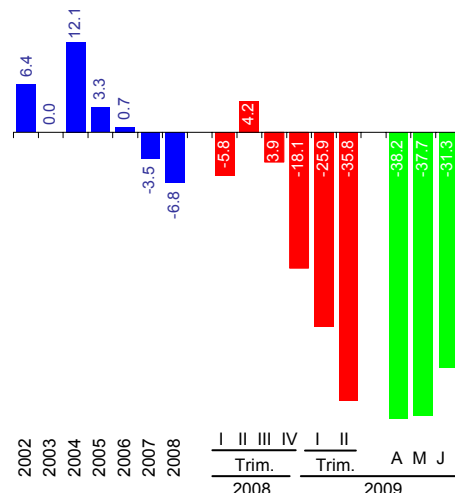
Gráfica 38
Indicadores de Demanda Interna: Consumo
Variación anual en por ciento

a) Importaciones de Bienes de Consumo
Datos de tendencia



Fuente: Banco de México.

b) Ventas Internas al Menudeo de Vehículos Nuevos



Fuente: AMIA.

A pesar del desempeño desfavorable descrito anteriormente, para el tercer trimestre del año es previsible que la economía mexicana empiece a registrar un cambio de tendencia. Esto, de manera congruente con las perspectivas de una gradual recuperación de la economía estadounidense durante la segunda mitad de 2009 y con el desvanecimiento de los efectos de los choques que afectaron de manera especial a la actividad productiva durante el segundo trimestre del año. Lo anterior conduce a la expectativa de que, en el tercer trimestre, se observe un incremento importante del PIB ajustado por estacionalidad, en relación con los bajos niveles observados en el trimestre previo. Para el cuarto trimestre del año, por su parte, es posible anticipar un crecimiento trimestral moderado del PIB. Como consecuencia de esta trayectoria, para la segunda mitad del año es previsible que, si bien continuarán siendo

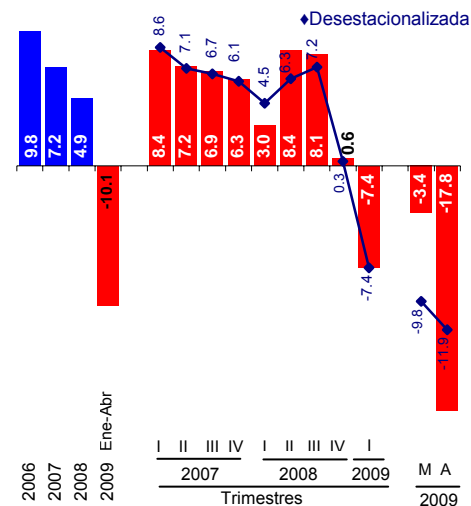
negativas, las variaciones anuales de la actividad productiva serán menos desfavorables que lo observado en la primera mitad del año.

Gráfica 39

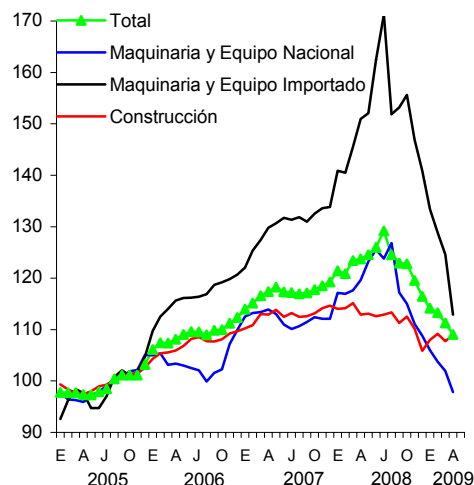
Indicadores de Demanda Interna: Inversión

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

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



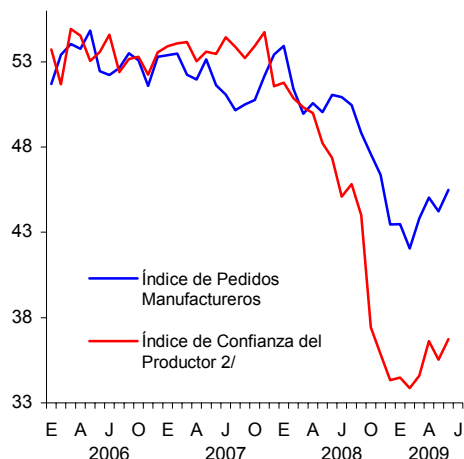
Fuente: INEGI.



En congruencia con lo anterior, algunos indicadores de opinión empresarial, tales como los recabados por el Banco de México y el INEGI en la Encuesta Mensual de Opinión Empresarial (EMOE), sugieren un próximo cambio de tendencia en los niveles de actividad. En particular, dentro de estos indicadores destacan el Indicador de Pedidos Manufactureros (IPM) y el Indicador de Confianza del Productor, que en ambos casos muestran una tendencia positiva a partir de marzo de 2009, si bien dicha tendencia fue interrumpida temporalmente en mayo como consecuencia del brote de influenza (Gráfica 40a). A su vez, esta tendencia es congruente con la que ha registrado recientemente el Purchasing Managers' Index (PMI) manufacturero de Estados Unidos, que ha venido exhibiendo avances mensuales desde enero de 2009 (Gráfica 12). Asimismo, es relevante señalar que, de manera similar, tanto el índice de confianza de los consumidores, como el de los analistas económicos del sector privado, también han venido mostrando ligeras recuperaciones en los últimos meses, si bien permanecen en niveles relativamente bajos (Gráfica 41).

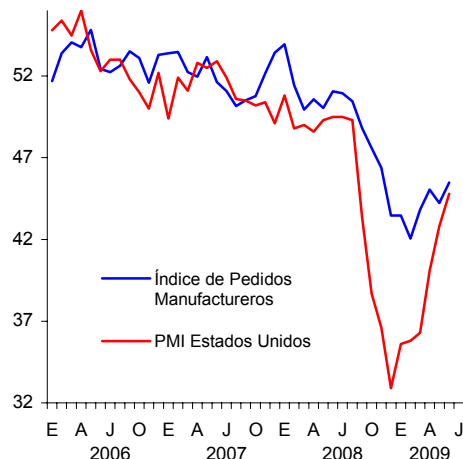
Gráfica 40
Indicadores de Opinión Empresarial ^{1/}

a) Indicador de Pedidos Manufactureros e
Indicador de Confianza del Productor
Datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México e INEGI.
1/ Indicadores con referencia a 50 puntos.
2/ Serie Original.

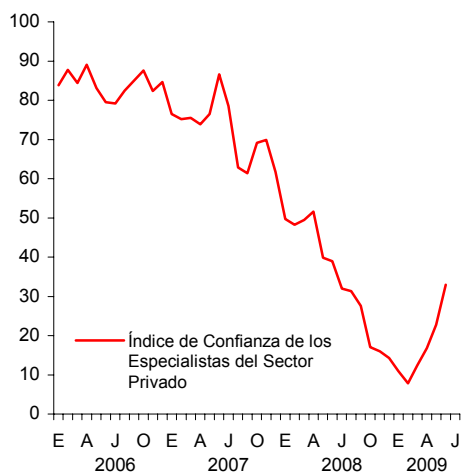
b) Indicadores de Pedidos Manufactureros y
Purchasing Managers' Index de Estados
Unidos
Datos desestacionalizados



Fuente: IPM, Banco de México e INEGI; PMI de Estados Unidos Institute for Supply Management

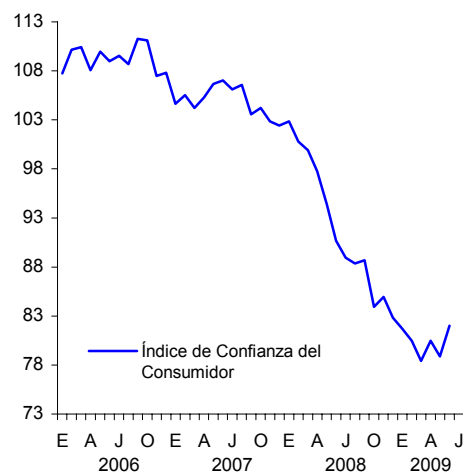
Gráfica 41
Indicadores de Confianza

a) Índice de Confianza de los Especialistas del
Sector Privado
2004=100; Datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México.

b) Índice de Confianza del Consumidor
Enero 2003=100; Datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México e INEGI.

3.2.1.3. Empleo y Productividad

En el segundo trimestre de 2009 continuó observándose un deterioro en las condiciones prevalecientes en el mercado laboral del país. En particular, la contracción de la actividad productiva se ha visto reflejada en una reducción significativa de la demanda de trabajo (medida mediante el número de trabajadores asegurados en el IMSS) y en aumentos de importancia en las tasas

de desocupación y subocupación. Es importante mencionar que los indicadores de empleo y desempleo y, especialmente, los de subocupación, también se vieron afectados en el bimestre abril-mayo de 2009 por los efectos de las medidas preventivas adoptadas por las autoridades para evitar la propagación del virus de influenza A(H1N1) y por los efectos del brote de dicho virus sobre la demanda que enfrentan algunas actividades particulares. En efecto, al conducir tanto a paros totales de actividad, como a una disminución del número de horas laboradas y, posiblemente, a un menor ritmo de contratación de personal en algunos sectores especialmente afectados, este evento pudo haber causado una mayor contracción del empleo, una mayor búsqueda de una ocupación alternativa y, sobre todo, una mayor incidencia de individuos que reportaron tener necesidad y estar dispuestos a trabajar más horas. No obstante, cabe señalar que, al margen de este evento de carácter temporal, la tendencia de los indicadores de desocupación y subocupación en el segundo trimestre del año fue congruente con el comportamiento que dichos indicadores venían registrando desde antes del brote del referido virus.²⁸

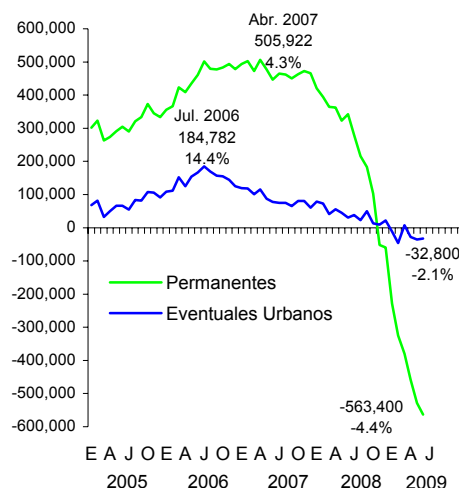
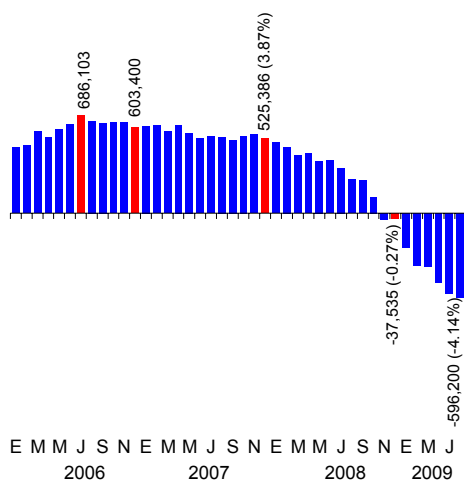
El descenso del empleo formal de la economía se fue acentuando durante el segundo trimestre del año, tal como se observa en la información referente al número de trabajadores asegurados en el IMSS. En particular, dicho indicador, que al cierre del trimestre previo había registrado una caída anual de 372,289 trabajadores (-2.6 por ciento), en abril, mayo y junio del año en curso registró contracciones anuales de 484,852, 563,877 y 596,200 personas (-3.4, -3.9 y -4.1 por ciento, respectivamente). Al cierre de junio de 2009, la reducción anual en el número de trabajadores asegurados en el IMSS se derivó de disminuciones de 563,400 trabajadores permanentes (-4.4 por ciento) y de 32,800 eventuales urbanos (-2.1 por ciento; Gráfica 42b).

Gráfica 42

Trabajadores Asegurados en el IMSS

a) Número de Trabajadores
Variación anual de datos originales

b) Trabajadores Permanentes y Eventuales
Urbanos
Variación anual absoluta



Fuente: IMSS.

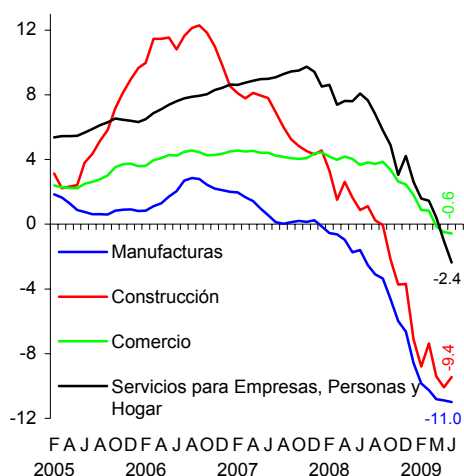
²⁸ Las tasas de desocupación y subocupación disminuyeron en junio con respecto a los niveles observados en abril y mayo, como reflejo del gradual desvanecimiento de los efectos del brote de influenza, pero permanecieron en niveles superiores a los observados en el primer trimestre de 2009.

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 también registró una variación anual negativa (Gráfica 43b). En lo referente a los indicadores de masa salarial en términos reales, éstos continuaron mostrando reducciones importantes a tasa anual, tanto en lo correspondiente a la economía mexicana en su conjunto, como en particular al sector formal de la economía. Tal evolución fue reflejo de caídas de la generación de empleos y de los indicadores de remuneraciones medias en términos reales (Gráfica 44).²⁹

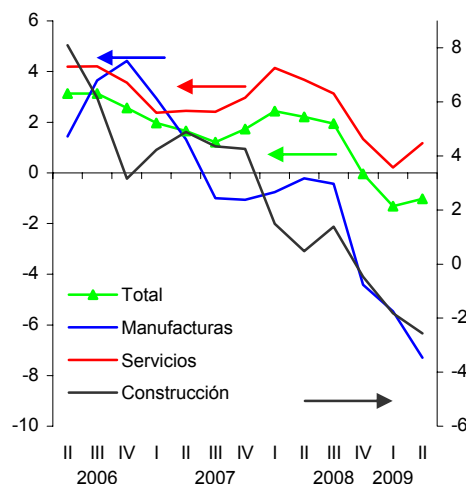
Gráfica 43
Indicadores de Empleo

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

Variación anual en por ciento



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



Fuente: IMSS y cálculos efectuados por el Banco de México.

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

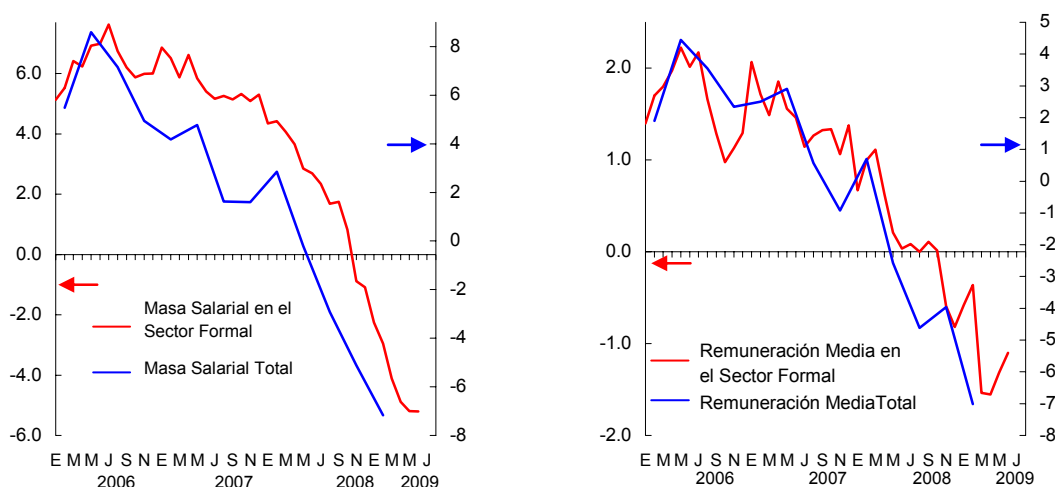
2/ La serie de Población Ocupada proviene de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) e incluye a los tres sectores: primario, secundario y terciario. Las cifras de Población Ocupada del segundo trimestre de 2009 son estimaciones del Banco de México.

La disminución del empleo formal en el segundo trimestre de 2009, fue acompañada de aumentos significativos en las tasas de desocupación en el país. De acuerdo con la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI, la tasa de desocupación nacional medida con datos desestacionalizados registró niveles respectivos de 4.5 y 4.77 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, mientras que en el segundo trimestre de 2009 se elevó a 5.69 por ciento (Gráfica 45a). Cabe destacar que la tasa registrada en este último periodo es la más alta desde que se tiene registro de esta variable, a partir del año 2000. Por su parte, la tasa de desocupación urbana ha registrado en los meses recientes crecimientos más pronunciados que los observados a nivel nacional y, con ello, alcanzó un nivel promedio, en términos ajustados por

²⁹ En junio de 2009, el indicador de masa salarial para el sector formal de la economía registró una caída anual de 5.2 por ciento, que se originó por disminuciones respectivas de 4.1 por ciento del número de trabajadores asegurados en el IMSS y de 1.1 por ciento del salario medio de cotización en términos reales. Por otra parte, el indicador de masa salarial real elaborado con información de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo del INEGI (encuesta trimestral) mostró, en el periodo enero-marzo de 2009, una disminución anual de 7.2 por ciento. Esta cifra se derivó de reducciones de 0.2 por ciento del personal ocupado remunerado y de 7 por ciento en la remuneración media en términos reales.

estacionalidad, de 7.02 por ciento en el segundo trimestre de 2009. Este nivel sólo es comparable con las tasas alcanzadas a finales de 1996. Es importante mencionar que, al igual que en los meses previos, los niveles elevados de desempleo observados en el trimestre que se reporta reflejan en buena medida una mayor incidencia de despidos relacionados con las condiciones económicas prevaecientes, en comparación con la frecuencia de individuos que renunciaron o dejaron el trabajo que tenían para buscar otro con mejores condiciones (Gráfica 45b).

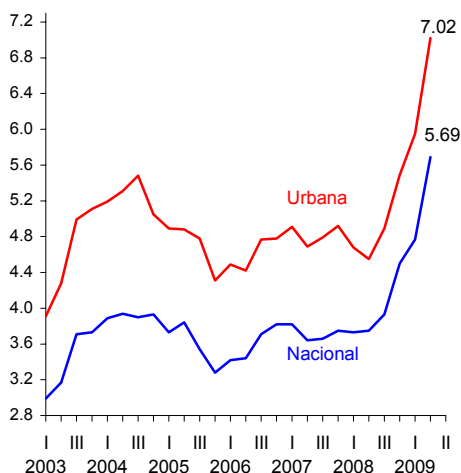
Gráfica 44
Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales
Variación anual en por ciento



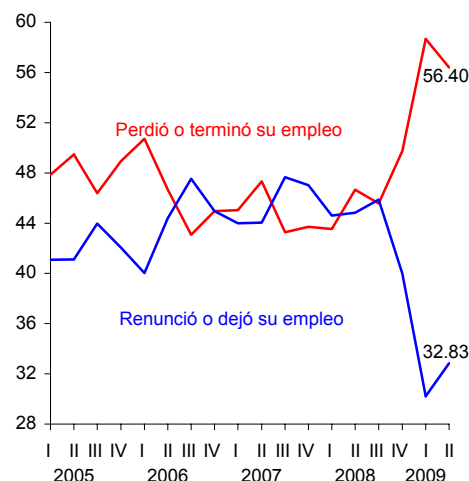
Fuente: Elaborado con información del IMSS (salario medio de cotización y número de trabajadores afiliados) y del INEGI (Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, ENOE, con el ingreso por hora trabajada, horas trabajadas por semana y la población ocupada remunerada).

Gráfica 45
Indicadores de Desocupación Nacional

a) Tasa de Desocupación
Por ciento y datos desestacionalizados



b) Causas de Desocupación
Porcentaje con respecto a la población desocupada con experiencia

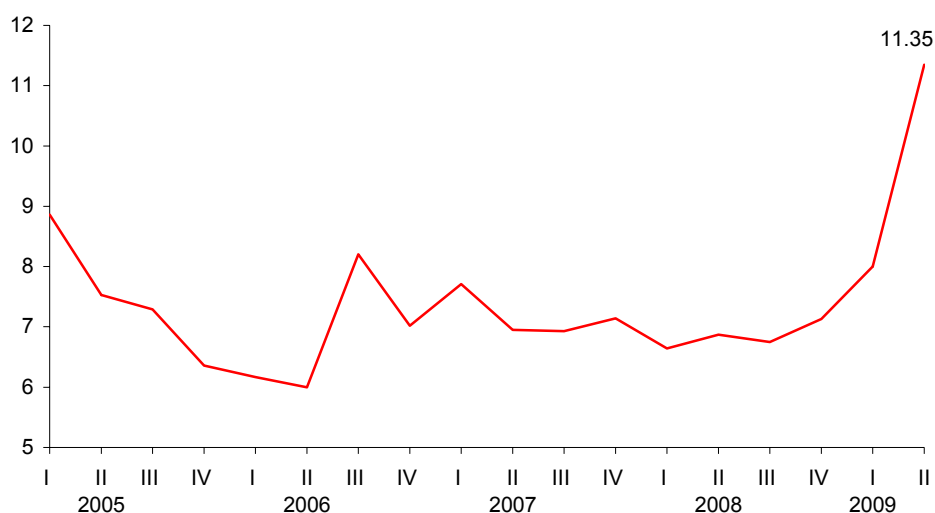


Fuente: INEGI.

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 en 11.35 por ciento de la población ocupada en el segundo trimestre de 2009. Esta cifra representa una diferencia considerable con respecto a la observada el mismo periodo del año pasado (6.87 por ciento; Gráfica 46).

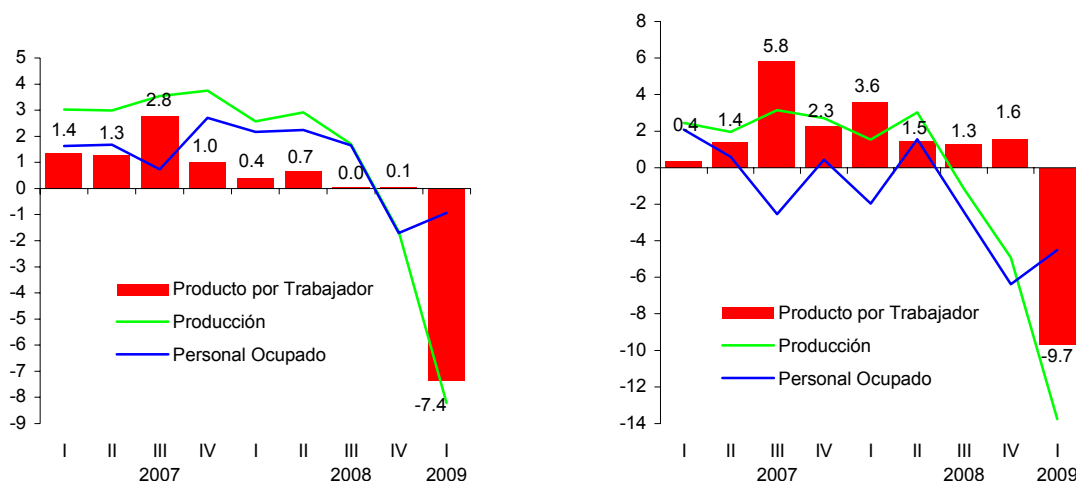
Durante el primer trimestre de 2009, el producto por trabajador para el total de la economía, estimado con información de la ENOE y del Sistema de Cuentas Nacionales de México, mostró una variación anual promedio de -7.4 por ciento, cifra menor a la observada el trimestre anterior (0.1 por ciento). Por su parte, en el sector manufacturero ese indicador mostró una caída, al pasar su variación anual de 1.6 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 a -9.7 por ciento en primer trimestre de 2009. En ambos casos, las variaciones en la productividad laboral fueron resultado de una mayor disminución en la producción que en el empleo (Gráfica 47).

Gráfica 46
Población Subocupada
Porcentaje respecto a la población ocupada



Fuente: ENOE, INEGI.

Gráfica 47
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.

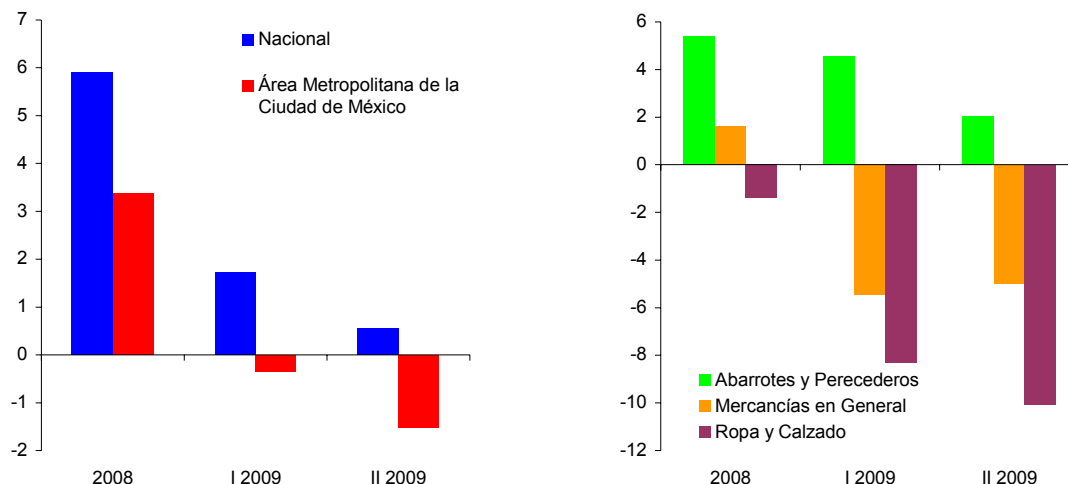
3.2.1.4. Economía Regional

Durante el segundo trimestre de 2009, las distintas economías regionales del país se siguieron contrayendo.³⁰ En el actual episodio recesivo por el que atraviesa la economía nacional, los estados del norte han sido los más afectados debido al alto grado de sincronía que tienen con el ciclo económico estadounidense. Por otra parte, en el resto del país se acentuó la caída en las tasas de crecimiento de la producción, el empleo y el consumo. Ello debido a la propagación del choque externo al mercado interno y al efecto temporal que tuvo sobre la actividad económica el brote de influenza A(H1N1).

Indicadores asociados al consumo sugieren que la tasa de crecimiento de éste se desaceleró en todas las regiones del país durante el segundo trimestre de 2009, destacando la caída en la región central. Así, en el periodo de análisis las ventas totales de la ANTAD, ajustadas por estacionalidad, en el Área Metropolitana de la Ciudad de México registraron una variación anual promedio de -1.5 por ciento, mientras que a nivel nacional la cifra respectiva fue 0.6 por ciento (Gráfica 48a). El rubro que en mayor grado incidió en la contracción que experimentaron las ventas en el Área Metropolitana de la Ciudad de México fue el de ropa y calzado, que en el segundo trimestre registró una variación anual promedio de -10.1 por ciento (Gráfica 48b).

³⁰ 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.

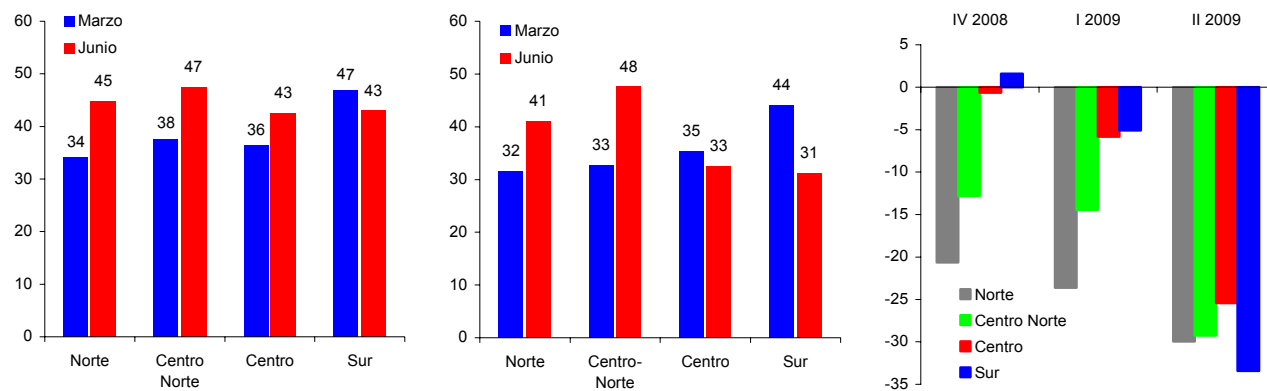
Gráfica 48
Ventas de las Tiendas de la ANTAD
Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados
a) Ventas Totales b) Ventas en el Área Metropolitana de la Ciudad de México



Fuente: Banco de México y ANTAD.

Asimismo, durante el segundo trimestre la actividad manufacturera continuó en declive en todo el país. No obstante, información recopilada a través de una encuesta con representatividad regional, que levantó el Banco de México en marzo y junio de 2009 entre más de 500 empresas, sugiere que, exceptuando al sur, el ritmo de la contracción se atenuó en el período más reciente (Gráfica 49a). Al respecto destaca el menor deterioro que reportan las empresas de las regiones norte y centro norte, ante una incipiente reactivación de la demanda externa (Gráfica 49b).

Gráfica 49
Indicadores de Actividad Asociados a las Industrias Manufacturera y de Servicios
a) Encuesta Regional sobre Actividad en la Industria Manufacturera Índice de difusión^{1/} b) Encuesta Regional sobre Pedidos Manufactureros de Exportación Índice de difusión^{1/} c) Arribo de Pasajeros a Aeropuertos Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México.

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

Fuente: Aeropuertos y Servicios Auxiliares.

La propagación del choque externo de la actividad manufacturera a la del sector servicios continuó durante el segundo trimestre en todas las regiones del país. El deterioro se agudizó en el centro y en el sur, debido posiblemente al efecto concomitante de la epidemia de influenza A(H1N1), que afectó especialmente el nivel de actividad en el sector servicios. Ejemplo de ello es el número de pasajeros que arriban a aeropuertos nacionales, procedentes tanto de vuelos internos, como internacionales, ya que durante el segundo trimestre su tasa de variación anual promedio fue -33.4 por ciento en el sur y -25.4 por ciento en el centro (Gráfica 49c). En el norte y centro norte también se registraron reducciones significativas en el tráfico de pasajeros, aunque la contracción de la actividad en esas regiones ya era notable desde el trimestre previo.

3.2.1.5. Sector Externo

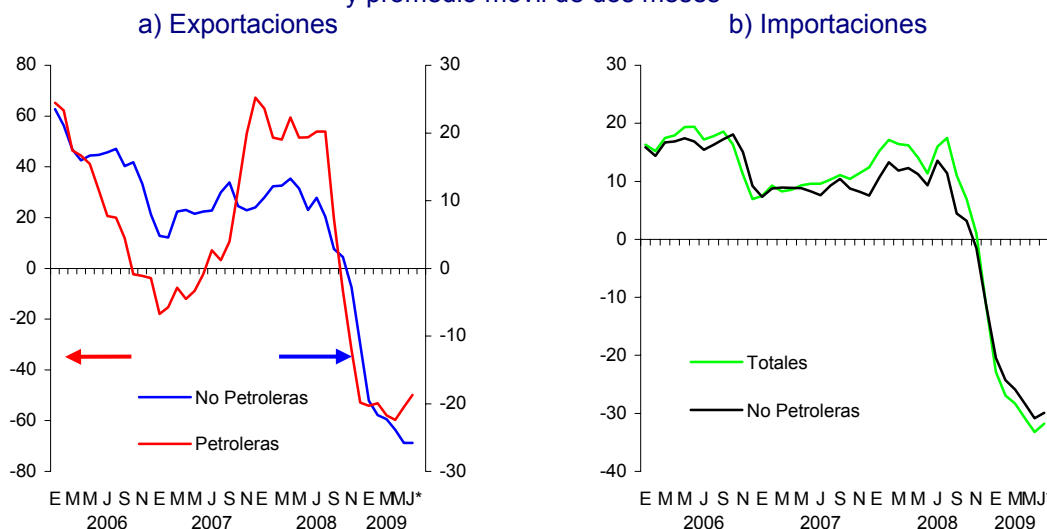
En el segundo trimestre de 2009, las cuentas externas del país continuaron viéndose afectadas por la tendencia negativa que ha registrado la demanda externa. No obstante, el ajuste que ha mostrado la demanda interna ha conducido a una fuerte contracción de las importaciones, lo que a su vez ha propiciado que pese a la caída de las exportaciones, tanto la balanza comercial como la cuenta corriente presentaran superávit, que contrastaron con los saldos deficitarios registrados en los trimestres previos. Ello, a pesar de que, en el trimestre que se reporta, el brote de influenza A(H1N1) exacerbó temporalmente la caída de la demanda externa, al haber provocado una disminución importante en los ingresos por viajeros internacionales.

Así, durante el segundo trimestre se observó: i) una disminución más pronunciada a tasa anual de las exportaciones no petroleras y de las importaciones de mercancías que en el trimestre previo; ii) una importante contracción de los ingresos por viajeros internacionales y por remesas familiares; y, iii) la persistencia de condiciones astringentes en los mercados financieros internacionales.

En particular, los aspectos más sobresalientes de la evolución del sector externo en el segundo trimestre del presente año son los siguientes:

- a) El déficit de la balanza comercial no petrolera continuó reduciéndose de manera importante, al registrar en el segundo trimestre de 2009 un valor de 1,837 millones de dólares. Dicho monto se compara con los déficit de 3,396 millones en el trimestre previo y de 7,048 millones en el segundo trimestre de 2008. Al igual que en los primeros meses del año, la reducción del referido saldo refleja fundamentalmente la caída de las importaciones, toda vez que las exportaciones no petroleras continuaron presentando una tendencia negativa. Así, durante el primer semestre de 2009, lo que ha conducido a menores presiones sobre el saldo comercial total del país ha sido el efecto de un menor gasto interno, si bien en los meses más recientes también se observó una cierta recuperación, en el margen, de las exportaciones petroleras. De hecho, en el trimestre que se reporta la balanza comercial total registró un saldo superavitario de 684 millones.
- b) En el periodo abril-junio de 2009, las exportaciones totales registraron una caída de 31.7 por ciento a tasa anual (-28.6 por ciento en el trimestre previo), misma que se derivó de reducciones de 53.5 por

Gráfica 50
Exportaciones e Importaciones de Mercancías
Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados
y promedio móvil de dos meses



c) Si bien en el margen las exportaciones petroleras aumentaron ligeramente respecto a los niveles observados en febrero de 2009, éstas continúan por debajo de los niveles observados en los primeros meses de 2008. En particular, la disminución a tasa anual del valor de las exportaciones petroleras en el segundo trimestre de 2009, fue de 53.5 por ciento. Esta cifra reflejó reducciones, tanto del precio promedio de la mezcla mexicana del crudo de exportación, como del volumen exportado.³² No obstante, cabe mencionar que como consecuencia del repunte que ha experimentado el precio del petróleo en meses recientes, la baja referida fue ligeramente menor que la observada en el primer trimestre del año (-58.1 por ciento; Gráfica 50a). En el periodo que se reporta, el precio del petróleo mexicano se ubicó en 55.40 dólares por barril, nivel significativamente menor al de 104.36 dólares registrado en el segundo trimestre de 2008. Por su parte, el volumen exportado presentó una caída anual de 15.2 por ciento respecto al segundo trimestre de 2008. Por lo que hace a las importaciones de productos petroleros, éstas mostraron un descenso anual de 49.6 por ciento en el periodo. Como consecuencia de lo anterior, en el segundo trimestre de 2009, la balanza de productos petroleros presentó un superávit de 2,521 millones de dólares, mismo que se compara con el saldo superavitario de 6,183 millones registrado en el segundo trimestre de 2008.

³² 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.

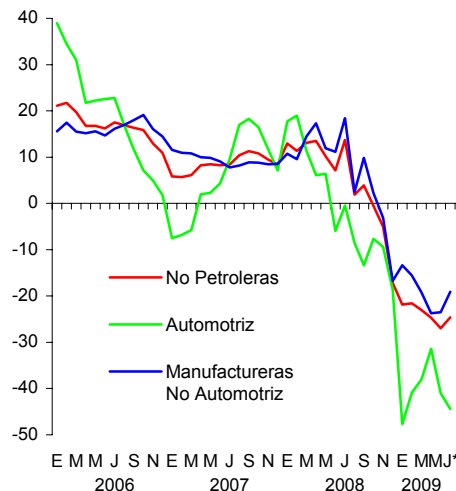
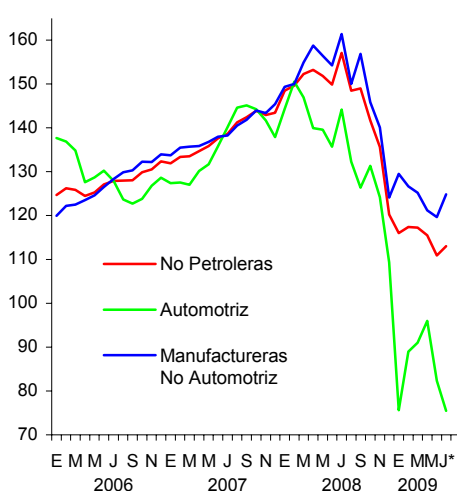
- d) La disminución del valor de las exportaciones no petroleras en el lapso abril-junio de 2009 (26.5 por ciento), fue el resultado conjunto de caídas registradas por las de la industria automotriz y por aquéllas de los demás sectores (Gráfica 51). Así, las exportaciones de productos automotrices disminuyeron 40.3 por ciento a tasa anual en dicho trimestre (41 por ciento en el trimestre previo), en tanto que las restantes exportaciones de productos no petroleros descendieron en 22.3 por ciento, después de haber disminuido 15.7 por ciento (Cuadro 6). Desde una perspectiva regional, la caída de las exportaciones no petroleras se originó de la combinación de contracciones de 26.5 por ciento en las exportaciones dirigidas a Estados Unidos y de 26.4 por ciento en las canalizadas al resto del mundo (Cuadro 6).

Gráfica 51
Exportaciones de Mercancías

Promedio móvil de tres meses, excepto en 2008 y 2009

a) 2004=100 y datos desestacionalizados

b) Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

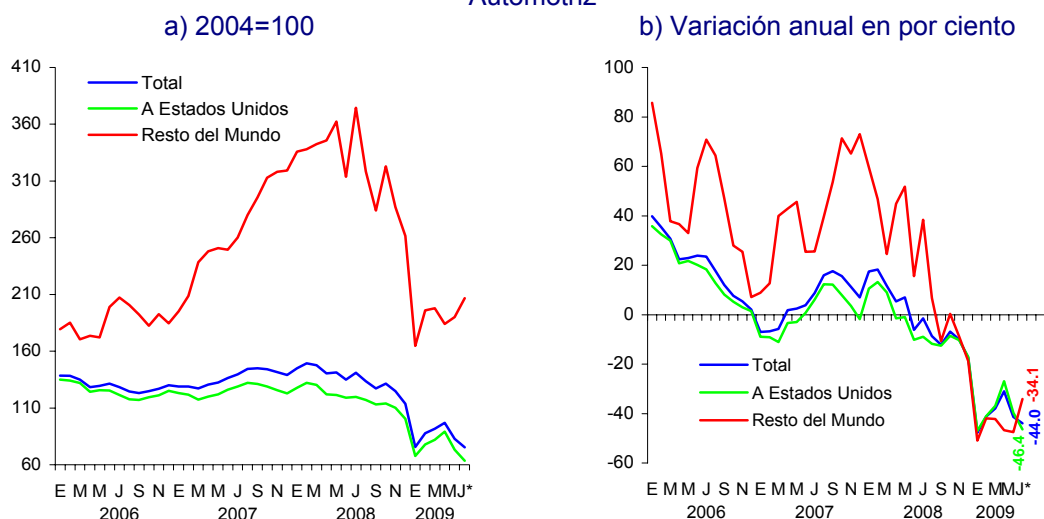
*Cifra oportuna de junio.

Cuadro 6
Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras a Distintos Mercados
Por ciento

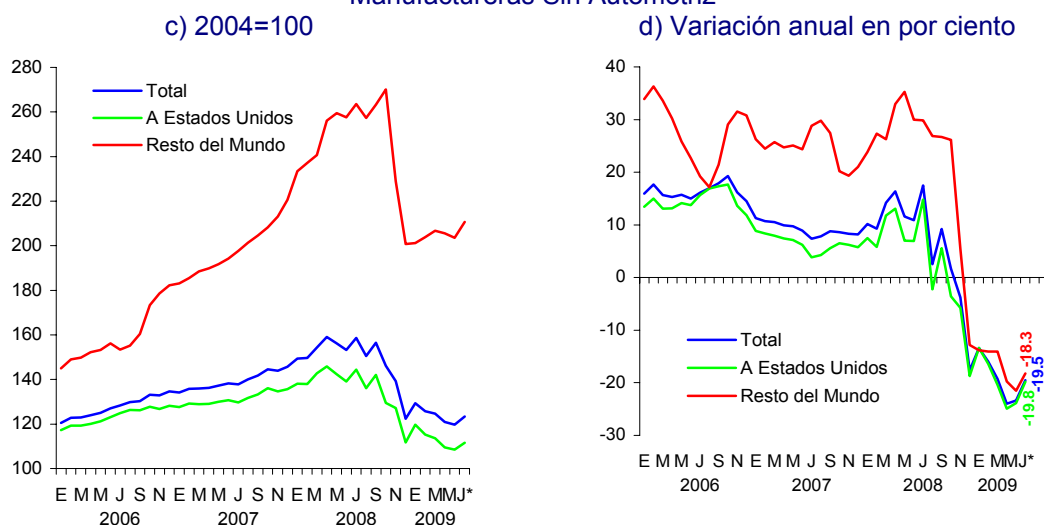
	Participación			Crecimiento Anual			
	Anual		II Trim 2009	2008	2009		
	2007	2008			I Trim	II Trim	I Sem
Total	100.0	100.0	100.0	5.17	-21.83	-26.45	-24.27
Estados Unidos	82.54	79.86	79.61	1.75	-21.72	-26.47	-24.21
Automotriz	20.41	18.57	15.40	-4.32	-40.11	-39.37	-39.73
Otras	62.14	61.29	64.21	3.74	-15.78	-22.51	-19.33
Resto del Mundo	17.46	20.14	20.39	21.34	-22.29	-26.38	-24.52
Automotriz	4.11	4.57	3.45	16.78	-44.92	-44.26	-44.57
Otras	13.34	15.57	16.94	22.74	-15.07	-21.23	-18.47
Automotriz Total	24.52	23.13	18.85	-0.78	-41.02	-40.33	-40.66
Otras Total	75.48	76.87	81.15	7.10	-15.65	-22.25	-19.16

Fuente: Banco de México

Gráfica 52
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.

*Cifra oportuna de junio.

- e) El valor de las importaciones de mercancías se redujo en 33.3 por ciento a tasa anual en el segundo trimestre de 2009 (27.6 por ciento en el primer trimestre). Dicho descenso refleja la profundización de la contracción del gasto doméstico, aunada al efecto de la caída de las exportaciones sobre las importaciones de insumos. De esta forma, en el trimestre que se reporta, las importaciones de productos petroleros disminuyeron 49.6 por ciento (48.6 por ciento en el primer trimestre), en tanto que las restantes compras al exterior se contrajeron en 31.2 por ciento (-25 por ciento en el trimestre previo).³³ Por tipo de bien, se

³³ La contracción de las importaciones no petroleras se originó de bajas de 33 por ciento de las importaciones de bienes de consumo no petroleros, de 31.1 por ciento de las de bienes intermedios no petroleros y de 30.1 por ciento de las adquisiciones en el exterior de bienes de capital.

observaron reducciones de 39.9, 32.5 y 30.1 por ciento en las importaciones de bienes de consumo, intermedios y de capital, respectivamente.

El brote de influenza que aquejó al país tuvo un importante efecto sobre los ingresos por viajeros internacionales en el segundo trimestre. En particular, la contracción a tasa anual de dichos ingresos fue especialmente aguda en mayo (49.2 por ciento). Esta cifra se compara desfavorablemente con la contracción de 7.6 por ciento anual en enero-abril. El efecto del brote de influenza sobre los ingresos turísticos también se puede apreciar en la información sobre ocupación hotelera, la cual registró caídas significativas durante mayo y junio (Gráfica 53).

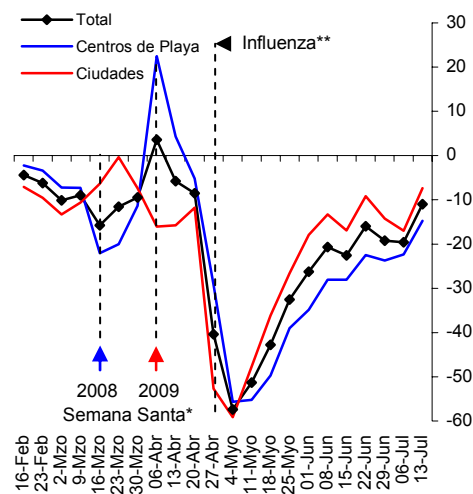
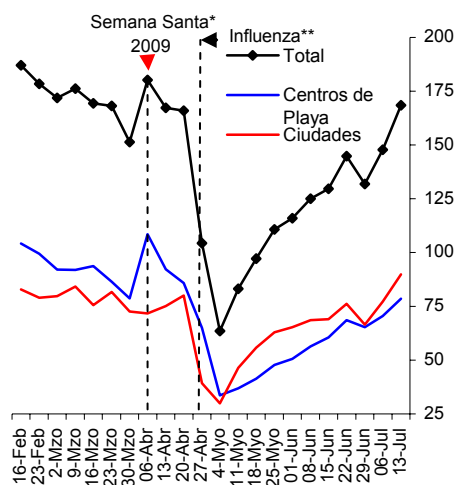
Durante el segundo trimestre de 2009, el ingreso de recursos al país por remesas familiares resultó de 5,603 millones de dólares. Ello implicó una disminución anual de 17.9 por ciento, luego de haber descendido 2 y 4.9 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 y en el primer trimestre del presente año, respectivamente. Así, la tendencia de las remesas continúa siendo negativa, lo cual es congruente con la contracción que ha registrado la economía de Estados Unidos y, en particular, su sector de construcción de vivienda.³⁴ Así, la moderada recuperación que, en el margen, habían mostrado los ingresos por remesas en los meses de febrero y marzo del año en curso, parece haber correspondido a un comportamiento transitorio relacionado con la depreciación del peso que se observó a principios de 2009. Por otro lado, es importante mencionar que, en pesos constantes, los ingresos por remesas presentaron niveles similares a los observados en igual periodo de 2008. Ello, como consecuencia de que el descenso registrado en dólares se vio compensado por la depreciación nominal del peso (Gráfica 54).

Gráfica 53

Cuartos Ocupados en Hoteles de México en 2009

a) Miles de cuartos ocupados por semana

b) Variaciones porcentuales anuales del número de cuartos ocupados por semana



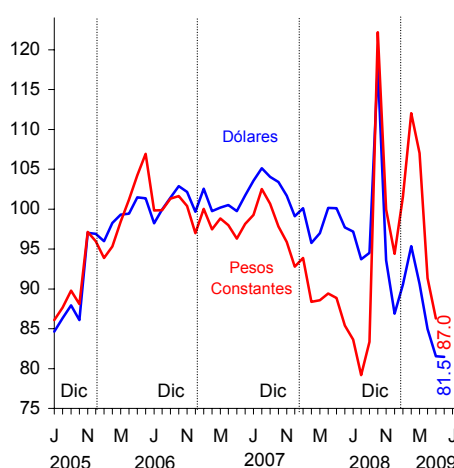
Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de la Secretaría de Turismo.

* Semana Santa de 2008: 17-23 de Marzo; Semana Santa de 2009: 6 al 12 de Abril.

** Inició el 24 de Abril.

³⁴ Del total de emigrantes mexicanos trabajando en Estados Unidos, en 2008 un 20.9 por ciento laboró en el sector Construcción. Para enero-junio de 2009, este porcentaje fue de 17.7 por ciento.

a) Millones de dólares por mes, datos desestacionalizados y tendencia



Con base en la información mencionada en los párrafos anteriores, aunada a los datos disponibles relacionados con otros renglones de las cuentas externas, se estima que en el segundo trimestre de 2009 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya registrado un superávit de mil millones de dólares. Esto se compara con saldos deficitarios de 1.1 y 2.1 miles de millones en el primer trimestre de este año y en el segundo trimestre 2008, respectivamente (Cuadro 7).

Cuadro 7
Balanza de Pagos
Millones de dólares

Millones de dólares							
	2008				2009		
	Anual	I Trim	II Trim	I Sem	I Trim	II Trim	I Sem
Cuenta Corriente	-15,725	-2,576	-2,098	-4,674	-1,066	977^{el}	-89^{el}
Balanza Comercial	-17,261	-1,648	-865	-2,513	-1,890	684	-1,206
Exportaciones	291,343	70,084	79,403	149,487	50,067	54,246	104,313
Importaciones	308,603	71,732	80,268	152,000	51,957	53,562	105,519
Servicios No Factoriales	-7,079	-792	-1,938	-2,730	-696	-1,521	-2,217
Servicios Factoriales	-16,846	-5,988	-6,236	-12,225	-4,019	-3,894	-7,913
Transferencias	25,461	5,852	6,941	12,793	5,539	5,708	11,247
Remesas Familiares	25,137	5,756	6,824	12,580	5,476	5,603	11,079
Cuenta de Capital	24,551	8,772	2,657	11,429	-3,939	-5,652	-9,591
Errores y Omisiones	-1,387	-156	1,071	915	-1,592	0	-1,592
Variación de la Reserva Internacional Neta	7,450	6,051	1,629	7,680	-6,585	-4,675	-11,260
Ajustes por Valoración	-12	-11	0	-10	-12	0	-12

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

La evolución de la cuenta de capital en el segundo trimestre de 2009 reflejó la astringencia que aún prevalece en los mercados financieros internacionales, así como el ambiente de recesión que sigue caracterizando a la economía mundial.³⁵ Con base en información preliminar disponible, se estima que la cuenta de capital del trimestre que se reporta (incluyendo errores y omisiones) habrá registrado un egreso neto de recursos de alrededor de 5.6 miles de millones de dólares. Entre los factores que inciden en este resultado destaca que en los primeros dos meses del trimestre se registraron egresos netos de 117 millones de dólares por inversión extranjera en el mercado accionario y desendeudamientos con el exterior de 612 millones de la banca comercial y de 410 millones del sector público. Adicionalmente, en el trimestre se observó una salida neta de 62 millones de dólares por concepto de inversión extranjera en el mercado de dinero. Asimismo, también se prevé que, ante la situación recesiva que prevalece en la economía mundial, se sigan observando flujos modestos de inversión extranjera directa. Por último, cabe recordar que en abril el Banco de México activó el mecanismo temporal para el intercambio de divisas conocido como “línea swap” establecido con la Reserva Federal de Estados Unidos. Con recursos provenientes de esta línea, este Instituto Central subastó créditos por 4,000 mil millones de dólares entre instituciones de banca múltiple y de desarrollo del país, de los cuales se asignaron 3,221 millones de dólares.³⁶ El propósito de estos créditos es proveer financiamientos a participantes del sector privado que enfrenten presiones para obtener recursos en dólares a plazo.

En resumen, se estima que, en el segundo trimestre del presente año, la cuenta corriente haya presentado un superávit de mil millones de dólares y que la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) haya registrado un egreso neto de 5.6 miles de millones de dólares.³⁷ Reflejando lo anterior, en dicho periodo la reserva internacional neta del Banco de México disminuyó en 4,675 millones de dólares. Con ello, el saldo de dicha reserva al cierre de junio se ubicó en 74,181 millones de dólares.

3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento

3.2.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

En el primer semestre de 2009, la base monetaria continuó presentando tasas de crecimiento anual elevadas y superiores a las observadas en 2008, registrando una variación anual promedio de 19.6 por ciento (14.2 por ciento en el segundo semestre de 2008).^{38,39} No obstante, como resultado de factores

³⁵ 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 año. Con base en los precios observados hasta junio, en la primera mitad de 2009 los ingresos por la referida cobertura resultarían de 4,557.6 millones de dólares.

³⁶ Esta cifra se incorpora dentro de la estimación del saldo de la cuenta de capital al segundo trimestre de 2009 incluida en el o Base de Inflación General Anual.

³⁷ Dada la información disponible, se dificulta separar de dichos 5.6 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 7, 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.

³⁸ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

³⁹ Si bien la contracción en la actividad económica tiende a inhibir el crecimiento de la demanda por base monetaria, diversos factores pudieron haber contribuido al dinamismo que observó este agregado. Entre estos factores se encuentran: i) el cambio observado en la composición de la cartera de activos líquidos del sector privado hacia una mayor tenencia de efectivo, a partir de la introducción del Impuesto a los

estacionales, en el primer semestre de 2009 la base monetaria se redujo en 45,912 millones de pesos. Por su parte, en este mismo periodo, los activos internacionales netos se redujeron en 13,721 millones de dólares, lo que en su valuación en moneda nacional representó un flujo efectivo negativo de 196,124 millones de pesos. La mayor reducción de los activos internacionales netos que de la base monetaria implicaron, en el primer semestre, un incremento en el crédito interno neto del Banco de México de 150,211 millones de pesos (Cuadro 8).

Cuadro 8
Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Variación % anual	Flujos en 2009		
	Al 31 Dic. 2008	Al 30 Jun. 2009		Trimestre		Acumulados al 30 Jun. 2009
			Al 30 Jun. 2009	I	II	
(A) Base Monetaria (Pesos)	577,543	531,630	18.8	-43,723	-2,189	-45,912
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	1,317,292	1,073,675	10.7	-138,775	-57,349	-196,124
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	95,232	81,511	-13.4	-9,564	-4,158	-13,721
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-739,750	-542,044	3.8	95,052	55,160	150,211
(D) Reserva Bruta (Dólares)	95,302	81,476	-13.4	-9,665	-4,160	-13,825
Pemex				2,716	2,092	4,808
Gobierno Federal				-4,714	-429	-5,142
Venta de dólares a la banca ^{3/}				-5,715	-5,920	-11,635
Otros ^{4/}				-1,952	97	-1,856
(E) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	9,861	7,295	-12.9	-3,080	515	-2,565
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] ^{5/}	85,441	74,181	-13.4	-6,585	-4,675	-11,260

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 para Preservar el Buen Funcionamiento de los Mercados en México

En meses recientes, la fuerte contracción de las importaciones, resultado del ajuste de la demanda interna, aunada a la mejora de las condiciones financieras globales, han reducido la incertidumbre acerca de las restricciones financieras que podría enfrentar la economía para el financiamiento de sus cuentas externas. En este contexto, en mayo de 2009, la Comisión de Cambios presentó una nueva estimación de la balanza de pagos para 2009, en la que se enfatiza la reducción del déficit esperado en la cuenta corriente, respecto a su proyección del mes de marzo, de 24,100 a 18,108 millones de dólares.⁴⁰ Dada la información más reciente sobre la contracción en la actividad económica y la evolución de la balanza de pagos, descrita en la Sección 3.2.1., es posible que el déficit en la cuenta corriente sea aún menor al considerado en esta última

Depósitos en Efectivo (IDE) en julio de 2008; ii) un mayor uso de efectivo que suele ocurrir en los años de elecciones federales; y, iii) la disminución en las tasas de interés en meses recientes, que ha reducido el costo de oportunidad de mantener billetes y monedas.

⁴⁰ Véanse los Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 5 de marzo y del 29 de mayo de 2009.

estimación. Cabe señalar que, si bien también se espera una reducción en el superávit de la cuenta de capital (principalmente por una menor inversión extranjera directa), se prevé que en el año su reducción será menor a la del déficit en la cuenta corriente. Adicionalmente, México tiene acceso, con carácter precautorio, a los recursos de la Línea de Crédito Flexible (FCL por sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional, línea que en las condiciones actuales no se anticipa utilizar.⁴¹ De esta forma, como resultado del mejoramiento de las condiciones financieras en los mercados internacionales y las medidas adoptadas en México para restituir el funcionamiento ordenado de los mercados financieros, se ha observado una menor volatilidad en el tipo de cambio y es posible que prevalezcan condiciones menos restrictivas en el otorgamiento de crédito proveniente del exterior.

Con la finalidad de seguir promoviendo condiciones ordenadas en el mercado cambiario, la Comisión de Cambios consideró necesario continuar garantizando que una parte significativa de la acumulación de reservas internacionales durante el año se venda al mercado. Dadas las nuevas previsiones del resultado en la balanza de pagos y el patrón temporal esperado de los flujos del exterior, se consideró que este objetivo es congruente con los siguientes ajustes a los mecanismos de intervención en dicho mercado. A partir del 9 de junio de 2009, con vigencia al 8 de septiembre de este año, la Comisión de Cambios determinó: i) la reducción del monto de venta de dólares a través del mecanismo de subasta sin precio mínimo de 100 a 50 millones de dólares por día; ii) la reducción de 300 a 250 millones de dólares del monto de la subasta diaria que se realiza 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 requieran. La Comisión de Cambios se mantendrá atenta a que el comportamiento del mercado cambiario sea congruente con las condiciones prevalecientes en la economía mexicana.

En el segundo trimestre de 2009, las subastas de dólares ascendieron a 5,820 millones de dólares, y se realizaron principalmente conforme al mecanismo de ventas de dólares sin precio mínimo. Las ventas de dólares a través de subastas de dólares sin precio mínimo ascendieron a 5,400 millones de dólares, mientras que las asignadas mediante subastas con precio mínimo fueron de 420 millones de dólares. Cabe señalar que en este periodo no se realizaron ventas extraordinarias de dólares.⁴²

3.2.2.3. Ahorro Financiero

Como resultado de la desaceleración de la economía y de las condiciones de astringencia que aún permanecen en los mercados financieros internacionales, los flujos internos y externos de ahorro financiero se han reducido. La información sobre las fuentes y usos de recursos financieros de la economía, disponible al primer trimestre de 2009, muestra que el flujo efectivo revalorizado anual de las fuentes totales de recursos financieros representó 5.2

⁴¹ Adicionalmente, el 25 de junio de 2009, la Reserva Federal de Estados Unidos acordó con el Banco de México, así como con otros bancos centrales, extender la vigencia del mecanismo temporal para el intercambio de divisas ("línea swap") hasta el primero de febrero de 2010.

⁴² Entre el 1 de enero y el 28 de julio de 2009, la venta de dólares ascendió a 12,985 millones de dólares.

por ciento del PIB, inferior al flujo anual registrado al trimestre anterior de 6.2 por ciento del producto (Cuadro 9).⁴³

Cuadro 9
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujos Anuales					Saldo	
	2006-I	2007-I	2008-I	2008-IV	2009-I	2009-I	Estructura %
Total de fuentes	6.8	3.7	5.4	6.2	5.2	74.6	100.0
Fuentes Internas ^{1/}	7.3	4.6	5.9	6.3	5.4	56.2	75.3
Financiamiento externo	-0.5	-0.9	-0.5	0.0	-0.3	18.5	24.7
Sector público ^{2/}	-0.3	-1.7	-1.0	0.1	0.1	10.3	13.8
Banca comercial ^{3/}	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.2
Sector privado ^{4/}	0.1	0.8	0.5	0.0	-0.3	8.0	10.7
Total de usos	6.8	3.7	5.4	6.2	5.2	74.6	100.0
Sector público ^{5/}	1.2	0.2	1.2	2.1	3.1	37.4	50.2
Estados y municipios	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	1.4	1.9
Sector privado	2.4	4.0	3.9	1.9	1.1	31.1	41.7
Hogares	2.0	1.7	1.7	0.6	0.3	12.7	17.0
Consumo	1.1	1.0	0.8	0.0	-0.3	4.2	5.6
Vivienda ^{6/}	0.9	0.7	0.9	0.5	0.6	8.5	11.4
Empresas	0.4	2.4	2.2	1.3	0.8	18.4	24.7
Crédito de intermediarios financieros ^{7/}	0.3	1.6	1.4	1.1	0.9	8.6	11.5
Emisión de instrumentos de deuda	0.1	0.0	0.3	0.3	0.2	1.8	2.5
Externo	0.1	0.8	0.5	0.0	-0.3	8.0	10.7
Reserva internacional ^{8/}	0.6	0.2	1.4	0.7	-0.6	9.3	12.4
Otros conceptos ^{9/}	2.6	-0.8	-1.2	1.3	1.3	-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.

1/Los flujos revalorizados anuales de las Fuentes Internas excluyen del agregado monetario M4 el efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE, debido a que no representó un flujo de recursos financieros, sino únicamente el reconocimiento de un pasivo por parte del sector público y la formación de un activo a favor de los trabajadores que decidieron cambiarse de régimen. La información sobre el saldo de las Fuentes Internas corresponde al agregado monetario M4, que sí incluye este efecto.

2/Incluye endeudamiento externo del Gobierno Federal, de organismos y empresas públicas y PIDIREGAS externos.

3/Pasivos externos de la banca comercial. Excluye captación de no residentes.

4/Incluye préstamos y valores emitidos en el exterior por el sector privado.

5/Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y el saldo como por ciento del PIB se refiere a 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.

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

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

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

9/Un flujo positivo (negativo) de este concepto constituye un uso (fuente) de recursos financieros. Así, un flujo negativo de este rubro significa que las fuentes de recursos financieros no consideradas en M4 y el financiamiento externo (entre las que se encuentran cuentas de capital, resultados y reservas, y otros pasivos del Banco de México, de la banca comercial y la banca de desarrollo, de los intermediarios financieros y del Infonavit) más que compensan a los usos no considerados en los rubros de financiamiento al sector público, financiamiento a estados y municipios, financiamiento al sector privado no financiero y financiamiento para la acumulación de reservas internacionales (entre las que se encuentran los activos no sectorizados y otros activos del Banco de México, la banca comercial y la banca de desarrollo, de los intermediarios financieros y del Infonavit).

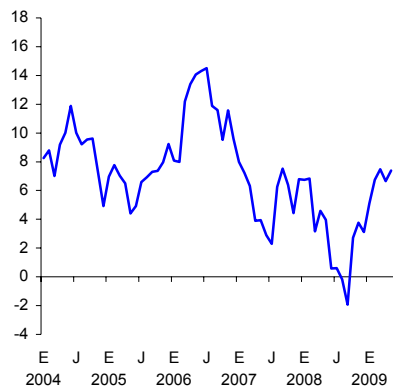
En meses recientes, la reducción del ahorro financiero interno ha presentado dos patrones principales. Por un lado, el crecimiento de los agregados monetarios más líquidos (billetes y monedas en poder del público y la captación bancaria líquida), se ha estabilizado, después de haber presentado un mayor dinamismo desde finales de 2008. A esta evolución han contribuido un incremento de la demanda por liquidez asociada a un menor riesgo y el mayor

⁴³ Debido a la estacionalidad que presentan los flujos revalorizados de las fuentes y usos de recursos financieros de la economía como porcentaje del PIB, con la finalidad de facilitar el análisis de estas cifras esta información se presenta en flujos anuales.

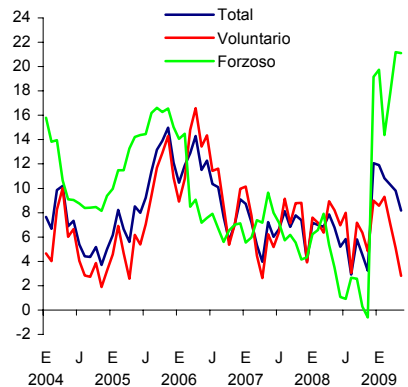
uso de activos líquidos que suele ocurrir en los años de elecciones federales. En abril-mayo de 2009, el agregado monetario M1 mostró un incremento promedio real anual de 7 por ciento, similar al observado en el primer trimestre del año (Gráfica 55a). Por otra parte, el ahorro financiero en instrumentos a plazo ha mostrado una desaceleración en su crecimiento, como resultado de un menor dinamismo del componente voluntario de este ahorro. Este menor dinamismo se vio afectado por la fuerte contracción de la actividad económica observada en el trimestre. El crecimiento real anual del ahorro financiero voluntario a plazo de los residentes pasó de una variación real anual promedio de alrededor de 8 por ciento en el primer trimestre del año, a tasas promedio alrededor de 4 por ciento en el bimestre abril-mayo (Gráfica 55b).⁴⁴ Por su parte, el ahorro financiero forzoso a tasa anual continúa presentando un crecimiento elevado, como resultado del impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE. En lo que respecta al ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos, durante el bimestre abril-mayo de 2009 se observaron flujos reducidos, a diferencia de las importantes salidas observadas en el cuarto trimestre de 2008 y los dos primeros meses de este año. Como resultado de estos factores, el agregado monetario M4, que incluye el ahorro financiero de los residentes y no residentes, presentó en abril-mayo de este año una variación real anual promedio de 7.6 por ciento, inferior al crecimiento promedio del primer trimestre de 9.1 por ciento real anual (Gráfica 55c).

Gráfica 55
Ahorro Financiero

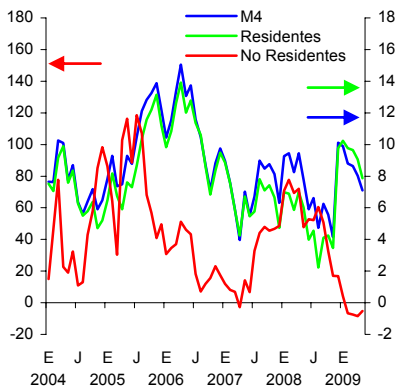
a) M1
Variación real anual en por ciento



b) Activos Financieros a Plazo en Poder de Residentes (M2-M1)
Variación real anual en por ciento



c) M4: Residentes y No Residentes
Variación real anual en por ciento



3.2.2.4. Financiamiento

Con respecto al financiamiento de la economía, se han observado dos patrones principales. Por un lado, se ha registrado una disminución en los recursos disponibles y, por otra parte, se han reducido en mayor medida los flujos de financiamiento destinados al sector privado y se ha incrementado el uso de recursos por parte del sector público. La información de fuentes y usos de recursos financieros muestra que ha habido una reducción continua en el flujo efectivo revalorizado anual destinado al financiamiento del sector privado, el cual,

⁴⁴ El ahorro financiero voluntario a plazo se define como el agregado monetario M2 menos el agregado monetario M1 y los recursos del SAR invertidos en instrumentos financieros del M2.

al primer trimestre de 2009, representó 1.1 por ciento del PIB. Por su parte, el respectivo flujo de financiamiento anual al sector público se incrementó a lo largo de 2008 y el primer trimestre de 2009, para representar en este último periodo 3.1 por ciento del PIB (Cuadro 9).

En meses recientes, en el contexto de la fuerte contracción en la actividad económica que se ha observado y la situación de astringencia y reducida liquidez que continúa prevaleciendo en los mercados financieros internacionales e internos, se ha acentuado la desaceleración del financiamiento al sector privado. A pesar de cierta mejoría en las condiciones de los mercados financieros internacionales, el financiamiento a las empresas mexicanas en estos mercados continúa siendo limitado. En lo que respecta al financiamiento interno, los choques que ha enfrentado la economía han implicado, por un lado, condiciones más restrictivas en los mercados de crédito y, por otro, una reducción en la demanda de crédito resultado de la contracción en la actividad económica y la incertidumbre sobre su evolución. Por estos motivos, y por la forma en como se está ajustando la economía a estos choques, resulta difícil determinar como han contribuido la oferta y la demanda de crédito a la contracción del financiamiento. No obstante, es claro que se ha dado una retroalimentación de este menor financiamiento al sector real de la economía, a través de su efecto sobre el gasto privado en consumo e inversión.

El crédito directo vigente de la banca comercial al sector privado no financiero ha mostrado una acentuada desaceleración. En el periodo abril-mayo de 2009, este agregado presentó una disminución promedio de 0.9 por ciento en términos reales anuales.

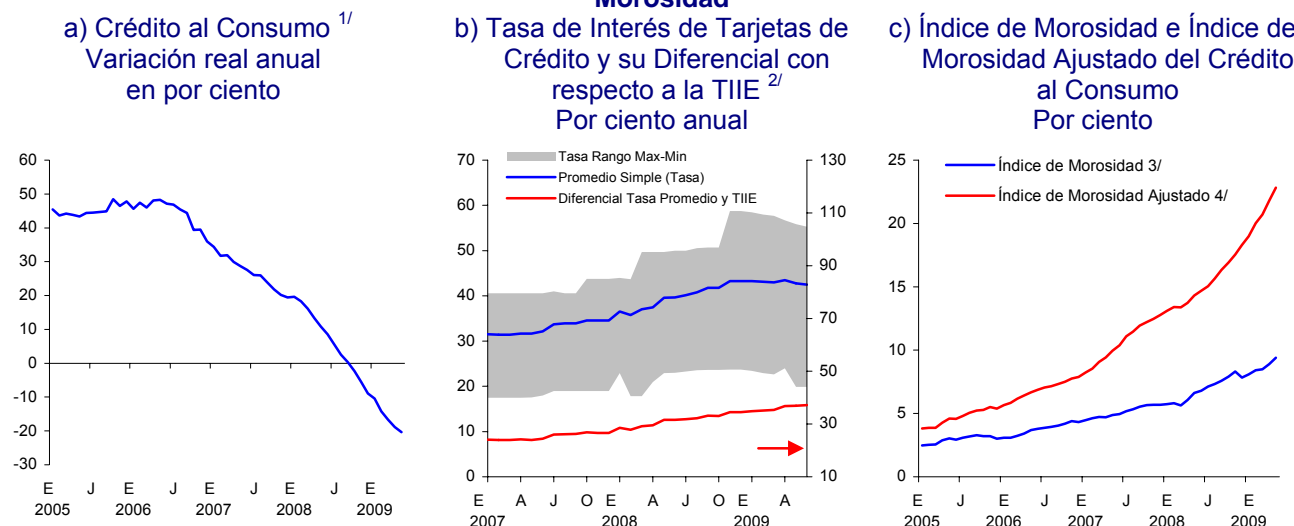
Hacia el interior de este financiamiento, el crédito al consumo es el que ha registrado una mayor contracción. La cartera de crédito de la banca comercial al consumo fue la que presentó mayor dinamismo desde el año 2000 y hasta 2006. No obstante, como se menciona en el Recuadro 2, en años recientes, este crédito también es el que ha mostrado una mayor desaceleración. Esta desaceleración es resultado tanto del ajuste natural del riesgo de la cartera, como de los choques ocasionados por la crisis financiera. Desde abril de 2008, este crédito ha presentado contracciones reales a tasa mensual ajustada por estacionalidad y, en el bimestre abril-mayo de 2009, presentó una reducción real anual promedio de 19.7 por ciento (Gráfica 56a). En lo que respecta al costo de este crédito, indicadores de las tasas de interés de tarjetas de crédito se han mantenido relativamente estables en meses recientes. No obstante, su diferencial con relación a la TIIE 28 días se ha incrementado (Gráfica 56b).⁴⁵ Por su parte, el rango de dispersión de estas tasas de interés ha mostrado una reducción reciente en sus límites superior e inferior.⁴⁶ Esta cartera de crédito es también la que ha presentado una mayor morosidad; en mayo de 2009, el Índice de Morosidad (IMOR) fue de 9.4 por ciento y el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA) se situó en 22.8 por ciento (Gráfica 56c).⁴⁷ Este incremento en la morosidad se asocia a

⁴⁵ Este indicador está definido por el promedio simple de tasas de interés de tarjetas de crédito para un conjunto de tarjetas de crédito reportado por la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de las Instituciones Financieras (Condusef).

⁴⁶ Esta reducción es resultado de la disminución del costo de los productos más caros y la aparición de nuevos productos de menor costo que cuentan con domiciliación a las cuentas de cheques de los titulares de las tarjetas.

⁴⁷ 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

diversos factores que han impactado negativamente la capacidad de pago de la deuda por parte de los hogares, entre los que destaca, la reducción del ingreso de los hogares, como consecuencia de la desaceleración de la actividad económica y la contracción del empleo, así como el incremento en los costos de crédito.

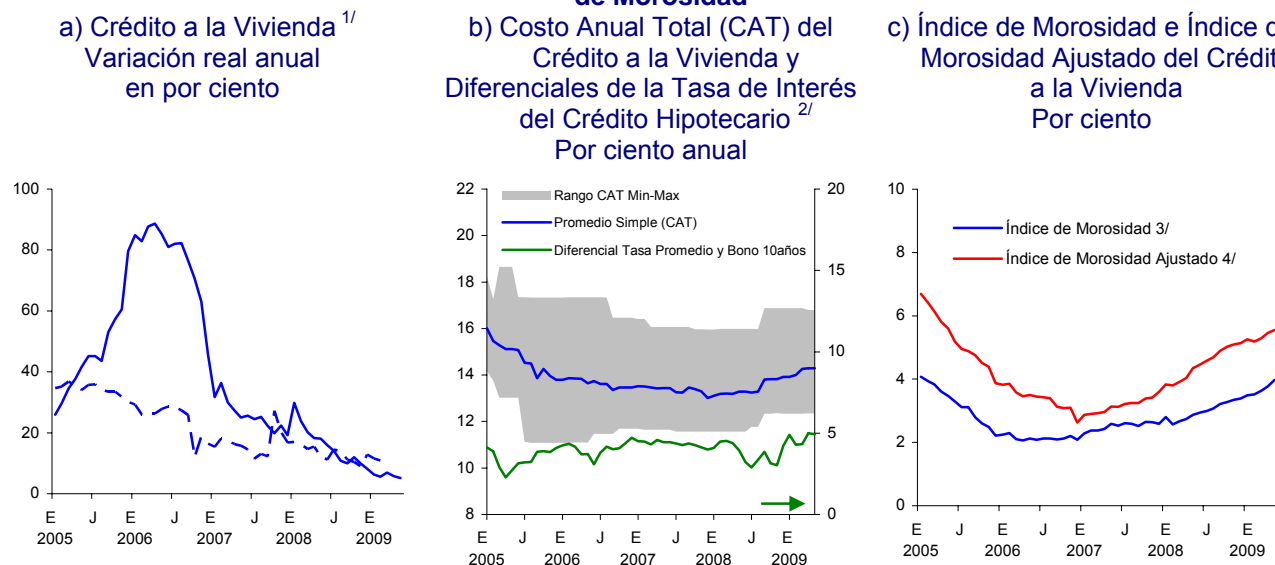
Gráfica 56
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo, Tasa de Interés de Tarjetas de Crédito e Índices de Morosidad


El crédito directo vigente de la banca comercial para la adquisición de vivienda continúa mostrando una trayectoria descendente en su crecimiento real anual, al registrar una tasa promedio de 5.5 por ciento durante el bimestre abril-mayo de 2009 (Gráfica 57a). El costo de este financiamiento se ha mantenido estable. No obstante, entre diciembre de 2008 y mayo de 2009 se observa un incremento en los diferenciales de la tasa de interés asociada al CAT de un producto hipotecario estándar con respecto a la tasa del bono del Gobierno Federal a 10 años (Gráfica 57b).⁴⁸ El deterioro de la capacidad de pago de los hogares mencionado también se ha visto reflejado en incrementos en la morosidad de la cartera hipotecaria. En mayo de 2009, el IMOR de la cartera

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).

⁴⁸ El indicador del costo es el promedio simple del Costo Anual Total (CAT) del crédito a la vivienda de un producto estándar. El producto estándar se refiere a un crédito hipotecario en pesos a tasa fija, con las siguientes características: individuo de 35 años, inmueble ubicado en el D. F., costo de la vivienda de un millón de pesos y 20 por ciento de enganche, 800 mil pesos de financiamiento, a un plazo de 15 años. La muestra para este producto se obtiene del Simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México.

hipotecaria de la banca comercial se ubicó en 4 por ciento y el IMORA en 5.6 por ciento (Gráfica 57c).

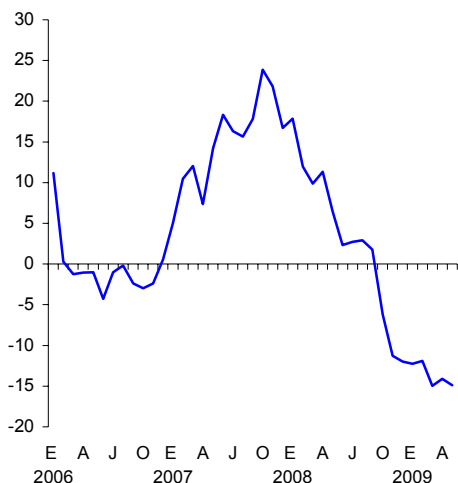
Gráfica 57
Crédito Vigente de la Banca Comercial a la Vivienda, Costo Anual Total del Crédito a la Vivienda e Índices de Morosidad


En el segundo trimestre de 2009, el financiamiento a las empresas no financieras del sector privado ha continuado desacelerándose, tanto en las fuentes externas como internas. El financiamiento externo a las empresas ha mostrado una disminución en su crecimiento. No obstante, el saldo de este financiamiento continúa representando una porción importante del endeudamiento total de las empresas (43.2 por ciento en marzo de 2009). Cabe mencionar que la mayoría de las empresas que reciben financiamiento en los mercados financieros internacionales tienen una cobertura natural contra el riesgo cambiario debido a que tienen ingresos en divisas, de tal forma que no se han acumulado desequilibrios importantes en sus balances. La emisión de deuda por parte de empresas mexicanas en los mercados financieros internacionales se ha reducido. Así, en el periodo abril-mayo del presente año, el financiamiento externo en dólares en este mercado presentó una disminución anual de 14.5 por ciento (Gráfica 58a). No obstante, en meses recientes algunas empresas mexicanas han tenido acceso al financiamiento en estos mercados, en contraste con la situación que había prevalecido desde la segunda mitad de 2008, en la que no se habían observado nuevas emisiones. El mejoramiento de las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales y una menor aversión al riesgo en estos mercados, han permitido que se reduzca el diferencial del costo del financiamiento de las empresas privadas no financieras mexicanas respecto a la tasa de los bonos del Tesoro de EEUU a 5 años. En abril-junio de 2009, el diferencial de tasas de los valores corporativos de

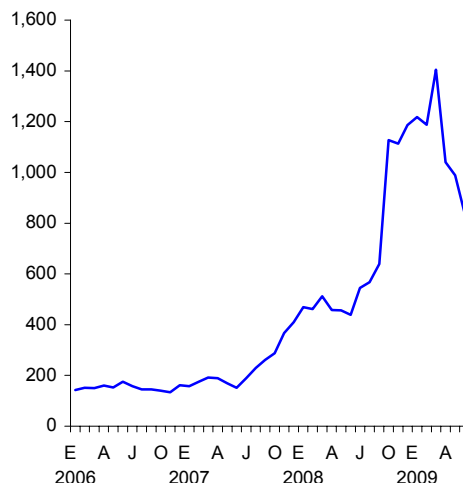
empresas mexicanas en el exterior presentó una reducción de 313 puntos base con respecto al nivel promedio del primer trimestre del año (Gráfica 58b). Cabe señalar que el nivel de este diferencial en junio es el más bajo desde octubre de 2008, mes en el que la propagación de la crisis financiera internacional provocó un marcado incremento de éste.

Gráfica 58
Emisión de Deuda Privada en los Mercados Internacionales y Diferencial de Tasas de Valores Corporativos en el Exterior

a) Emisión de Deuda en los Mercados Internacionales de Empresas Privadas Residentes No Financieras
Variación porcentual anual del saldo en dólares



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



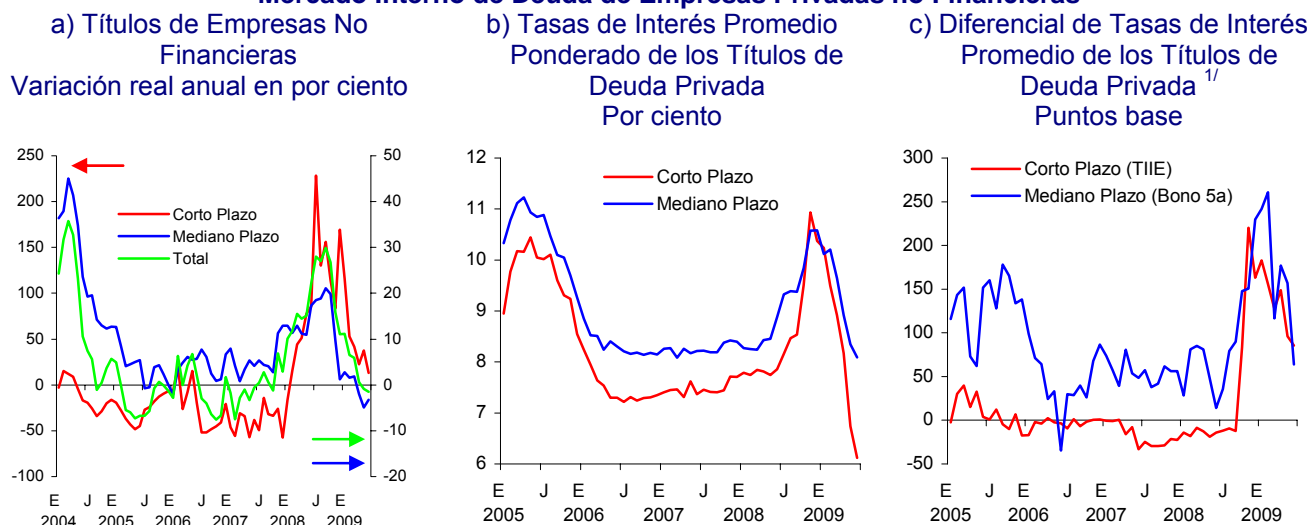
1/ Diferencial con respecto a la tasa libre de riesgo de los bonos del Tesoro de EEUU a 5 años. Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.

En lo que respecta al financiamiento de las empresas privadas no financieras a través de la emisión de instrumentos de deuda en el mercado interno, se observó una contracción importante. En el segundo trimestre de 2009, el saldo de los valores privados registró una reducción promedio en términos reales anuales de 0.6 por ciento, que se compara con el incremento de 7.9 por ciento observado en el trimestre anterior (Gráfica 59a). No obstante, como resultado del importante crecimiento que se observó en el financiamiento en este mercado en los primeros tres trimestres de 2008, el saldo del endeudamiento en este mercado continúa siendo superior a su tamaño observado en años anteriores. Adicionalmente, en semanas recientes algunas empresas han podido realizar emisiones importantes de deuda de mediano plazo. Por otra parte, la mejoría reciente en los mercados financieros y la reducción en las tasas de interés de referencia, han permitido una marcada reducción en el costo del financiamiento en este mercado. El promedio ponderado de las tasas de interés de las emisiones de corto plazo se redujo de 8.9 por ciento en marzo a 6.1 por ciento en junio de 2009 y para las emisiones de mediano plazo de 9.6 por ciento a 8.1 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 59b). Esta reducción en las tasas también ha significado una disminución en los diferenciales de la deuda privada. Entre marzo y junio, el diferencial de la tasa de las emisiones de corto plazo respecto a la TIIE 28 días pasó de 128 a 86 puntos base. Por su parte, en este mismo periodo, el diferencial de la deuda de mediano plazo respecto a la tasa de

los bonos del Gobierno Federal a 5 años pasó de 117 a 64 puntos base (Gráfica 59c).

Gráfica 59

Mercado Interno de Deuda de Empresas Privadas no Financieras

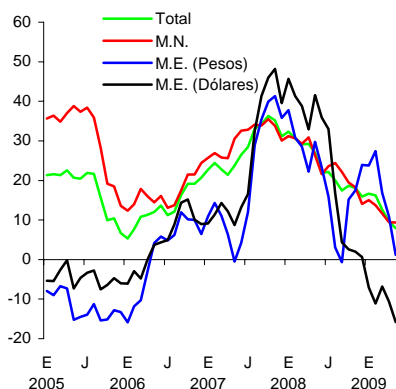


En meses recientes se ha acentuado la desaceleración del crédito de la banca comercial a las empresas privadas no financieras. Como se mencionó con anterioridad, es difícil determinar la contribución de los factores de oferta y demanda al menor dinamismo de este crédito. No obstante, por el lado de la demanda se observan dos factores relevantes. Por un lado, la demanda de crédito pudo verse afectada por la profundización de la recesión económica durante el segundo trimestre. Por otra parte, en meses anteriores había existido una mayor demanda por crédito bancario por parte de algunas empresas grandes, para compensar caídas en otras fuentes de financiamiento. Al reducirse las restricciones de acceso al financiamiento de algunas empresas mexicanas en otros mercados, su necesidad de crédito bancario ha disminuido. En el periodo abril-mayo de 2009, el crédito vigente de la banca comercial a las empresas privadas no financieras creció a una tasa real anual promedio de 8.8 por ciento, mientras que en el primer trimestre del año había presentado un crecimiento promedio de 15.2 por ciento (Gráfica 60a). El costo de este financiamiento ha presentado una disminución a partir del primer trimestre de 2009, mientras que el diferencial del promedio de las tasas de interés de esta cartera de crédito con respecto a la TIIE 28 ha continuado incrementándose (Gráfica 60b). Finalmente, en relación a la calidad de esta cartera, si bien la morosidad continúa en niveles relativamente reducidos, ésta ha mostrado ligeros incrementos. En mayo de 2009 el IMOR se situó en 1.8 por ciento y el IMORA en 2.4 por ciento (Gráfica 60c).

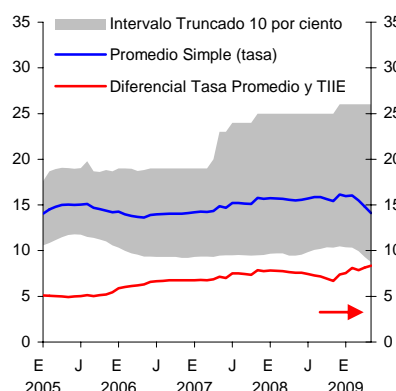
Gráfica 60

Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras, Tasas de Interés del Crédito a las Empresas e Índice de Morosidad Ajustado

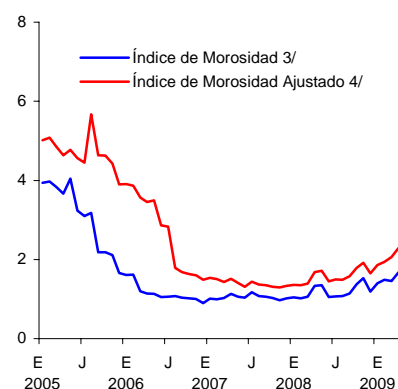
a) Crédito a las Empresas^{1/}
Variación real anual
en por ciento



b) Tasas de Interés del
Crédito a las Empresas y
su Diferencial Respecto a TIIE^{2/}
Por ciento anual



c) Índice de Morosidad e Índice de
Morosidad Ajustado
del Crédito a las Empresas
Por ciento



1/ A partir de febrero 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/ Promedio simple de la tasa de interés nominal de los créditos vigentes otorgados por la banca comercial a las empresas en moneda nacional durante el periodo. La información proviene de la CNBV. El intervalo truncado (10 por ciento) de las tasas de interés del crédito a las empresas se define a partir de la distribución truncada de las tasas de interés asociadas a cada crédito. Para ello, el intervalo se define excluyendo el 10 por ciento de las observaciones en cada extremo de la distribución (las más bajas y las más altas) de las tasas de interés en cada punto. De esta manera se excluyen las tasas de interés que se encuentran en los extremos de la distribución.

3/ El índice de morosidad se define como el cociente de la cartera de crédito directa vencida entre la cartera de crédito total. Fuente: Banco de México.

4/ 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

Los resultados descritos en esta sección sugieren que la demanda agregada se encuentra significativamente por debajo de la capacidad productiva del país, mientras que, en los mercados internacionales, las expectativas de los precios de materias primas sugieren que éstos se mantendrán en niveles inferiores a los observados el año pasado. En particular, es relevante enfatizar los siguientes elementos:

Con relación a la evolución de la demanda agregada, en términos relativos a la capacidad productiva de la economía, es importante notar que la fuerte contracción que ésta registró en el período abril-junio de 2009 condujo a que disminuyeran de manera importante los niveles de utilización de la capacidad instalada, y a una mayor holgura en el mercado laboral. Esto se corrobora con los indicadores sobre la utilización de la capacidad instalada en la industria manufacturera, que sugieren que ésta continúa en niveles particularmente reducidos (Gráfica 61a), así como con diversos indicadores que sugieren que la industria manufacturera ha enfrentado amplia disponibilidad de mano de obra calificada (Gráfica 61b). Adicionalmente, para la economía en su conjunto, es relevante mencionar que diversos cálculos acerca de la brecha del producto observado, respecto al PIB potencial, sugieren que ésta se tornó significativamente negativa en los dos primeros trimestres de 2009 (Recuadro 3).

Recuadro 3 **Producto Potencial y Brecha del Producto**

El producto potencial de una economía puede definirse como el nivel máximo de bienes y servicios que puede producir sin generar presiones inflacionarias, dada su dotación de recursos productivos y la tecnología disponible en cada momento del tiempo. Alternativamente, en algunos modelos este concepto se define como el nivel de producción que se observaría cuando los precios de los distintos bienes y servicios se determinan con plena flexibilidad para lograr un equilibrio simultáneo de todos los mercados de la economía.

En general, sin embargo, el producto observado tiende a diferir del nivel que tiene el producto potencial. Usualmente, se ha considerado que esto refleja la presencia de diversos tipos de rigideces u otras distorsiones que evitan que, en cada momento del tiempo, la economía se encuentre en pleno equilibrio. En este contexto, la diferencia entre el producto observado y el potencial, la cual generalmente se conoce como la brecha del producto, se tiende a asociar con perturbaciones de demanda agregada. En particular, un exceso de demanda por bienes y servicios, respecto a la capacidad productiva del país, conduce a que el producto observado se ubique por encima de su nivel potencial (una brecha positiva), lo cual puede asociarse con presiones inflacionarias. Simétricamente, cuando se observan caídas en los niveles de demanda agregada, el producto observado puede llegar a ser menor que el potencial (una brecha negativa), lo cual reduce las presiones inflacionarias en la economía. De ahí que el identificar la brecha del producto de la economía es un tema relevante para la conducción de la política monetaria.

La principal dificultad en este sentido es que el producto potencial y la brecha del producto no son conceptos directamente observables, por lo que se requieren estimar a partir de información observada. En general, es posible utilizar ya sea la serie de PIB observado, o diversos indicadores acerca de la actividad económica, para obtener estimaciones de la brecha del producto. En este contexto, en la literatura se han desarrollado diversos métodos para llevar a cabo esta estimación.

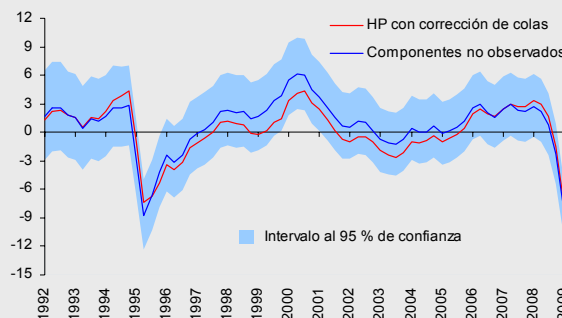
A continuación se presentan los resultados de la aplicación de dos métodos estadísticos ampliamente utilizados en la literatura para la estimación de la brecha del producto para el caso particular de México. Estos métodos se basan en la utilización de datos observados del producto para estimar indicadores de su brecha respecto a su nivel potencial. En el caso particular que se describe en este recuadro, se utilizaron los datos del PIB trimestral para llevar a cabo esta estimación. Como se verá, las conclusiones que se derivan a partir de los dos ejercicios son muy similares.¹

El primer método corresponde a la aplicación de un filtro de Hodrick-Prescott con corrección de colas,² el cual es una modificación al propuesto originalmente por R. J. Hodrick y E. C. Prescott.³ El método de corrección de colas corrige la sensibilidad de los resultados en la parte final del periodo muestral ante la incorporación de nueva información, lo cual es uno de los principales problemas que presenta el filtro de Hodrick-Prescott original. El segundo procedimiento se refiere a una aplicación del método de componentes no observados. La idea de este procedimiento es extraer señales de una serie observada de producto, para separarla

en un componente referido al producto potencial, y otro componente asociado al componente cíclico (la brecha del producto). En este caso particular, se aplicó el método descrito por Kim y Nelson.⁴ Una ventaja importante de este método es que permite calcular intervalos de confianza alrededor de la estimación de la brecha del producto en cada momento del tiempo y, por ende, permite inferir si la brecha calculada es o no estadísticamente distinta de cero. Cabe destacar, en este sentido, que generalmente es difícil esperar que la estimación de estos componentes no observados de la economía se logre con niveles muy elevados de precisión. Es por ello que, antes de concluir que la brecha sea positiva o negativa en un momento determinado, es importante analizar si es estadísticamente válido llegar a esa conclusión con un nivel adecuado de confianza. Adicionalmente, tomando en cuenta el grado de incertidumbre que generalmente está asociada a la estimación de este tipo de indicadores por medio de estos métodos, sus resultados siempre deben tomarse con cautela.

La Gráfica 1 resume los resultados de la aplicación de estos dos métodos a la serie del PIB trimestral, para el periodo que va del primer trimestre de 1992 hasta el segundo trimestre de 2009. Como puede apreciarse, las estimaciones de la brecha del producto derivadas de los dos métodos citados anteriormente son muy similares. En particular, si bien los resultados de los dos métodos presentan algunas diferencias en cuanto a la magnitud de la brecha, tienden a coincidir prácticamente en todos sus cambios de dirección y en el signo que la brecha presenta en la mayor parte del periodo considerado en la muestra.

Gráfica 1
Indicadores Trimestrales de Brecha del Producto
 Porcentajes del producto potencial



Al tomar en cuenta el intervalo de confianza alrededor de la estimación por componentes no observados, los resultados sugieren que, en las últimas dos décadas, han existido tres episodios en los que la brecha podría considerarse distinta de cero desde un punto de vista estadístico. En particular, los resultados sugieren que la brecha fue negativa, y de una magnitud considerable, durante la crisis de 1995. Asimismo, se aprecia que, en el año 2000, el fuerte crecimiento de la demanda observado en ese periodo aparentemente condujo a una brecha positiva. Finalmente, y de manera importante para la coyuntura actual, es posible inferir de los resultados que, dada la fuerte caída de la demanda agregada en los primeros dos trimestres de 2009, actualmente la brecha ha alcanzado niveles negativos de una magnitud comparable a lo observado en 1995.

Conviene finalmente recordar nuevamente que, teniendo en consideración la incertidumbre que naturalmente está asociada a la estimación de este tipo de indicadores, es recomendable interpretar los resultados anteriores con cautela.

¹ Otros métodos se basan en el cálculo del PIB potencial a partir de información correspondiente al acervo de capital de la economía y al nivel de empleo que pudiese ser considerado como de utilización plena del factor trabajo, así como de una estimación de la productividad multifactorial de la economía. Para el caso de México, se ha encontrado que los resultados derivados de este tipo de métodos son similares a los que se presentan en este recuadro.

² Marcat, A.; M. O. Ravn (2004), "The HP-Filter in Cross-Country Comparisons", CEPR Discussion Paper 4244. St-Amant, P.; S. van Norden (1997), "Measurement of the Output Gap: A Discussion of Recent Research at the Bank of Canada", Technical Report No. 79.

³ Hodrick, R. J.; Prescott, E. C. (1997) "Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation", Journal of Money, Credit, and Banking, 29: 1-16.

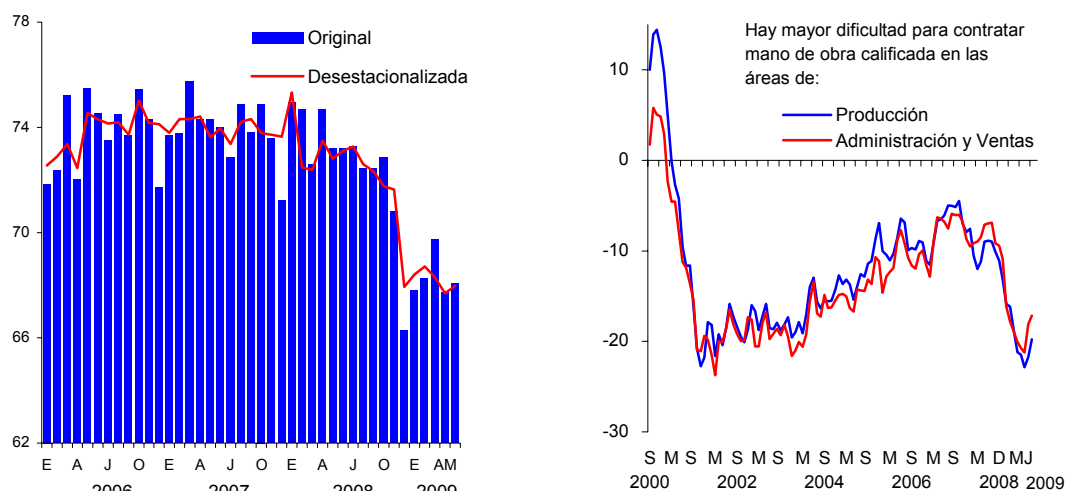
⁴ Kim, Chang-Jin; Charles R. Nelson (1999) "State-Space Models with Regime Switching", The MIT Press, Cap. 1.

Gráfica 61

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.

De manera congruente con lo anterior, a lo largo de 2008 y el primer semestre de 2009 se ha observado una acentuada desaceleración del financiamiento al sector privado, tanto en sus fuentes internas, como externas. En particular, el crédito bancario al consumo se ha contraído en términos reales desde mediados de 2008. Por su parte, el crédito hipotecario y el financiamiento a las empresas privadas han mostrado una acentuada desaceleración en su crecimiento. Como se mencionó en la Sección 3.2.2., la naturaleza de los choques que ha enfrentado la economía ha implicado tanto condiciones de crédito más restrictivas, como una reducción en la demanda de financiamiento. Si bien en las condiciones actuales resulta difícil determinar cómo han contribuido la oferta y la demanda de crédito a la contracción del financiamiento, es claro que este menor financiamiento puede estar contribuyendo a un menor gasto privado y, por lo tanto, a menores presiones de demanda sobre los precios.

También en relación con el comportamiento de la demanda agregada es relevante mencionar que, como se enfatizó previamente, las cifras de comercio exterior sugieren que, durante el trimestre que se reporta, el saldo comercial pasó de registrar un déficit, a alcanzar un superávit, lo cual refleja fundamentalmente la fuerte contracción de las importaciones. Esto último también sugiere que se han observado menores presiones sobre las cuentas externas provenientes por el lado de la demanda interna.

Finalmente, por lo que toca a las posibles presiones sobre los precios derivadas de las cotizaciones de las materias primas en los mercados internacionales, es relevante mencionar que si bien éstas registraron una trayectoria ascendente durante la primera parte del 2009, los niveles actuales se encuentran muy por debajo de los máximos que alcanzaron en 2008. Además, de acuerdo con las trayectorias de los futuros, es previsible que durante los próximos doce meses se mantenga esta situación en la que los precios de las materias

primas alimenticias, energéticas y metálicas se ubiquen por debajo de los elevados niveles observados el año previo.

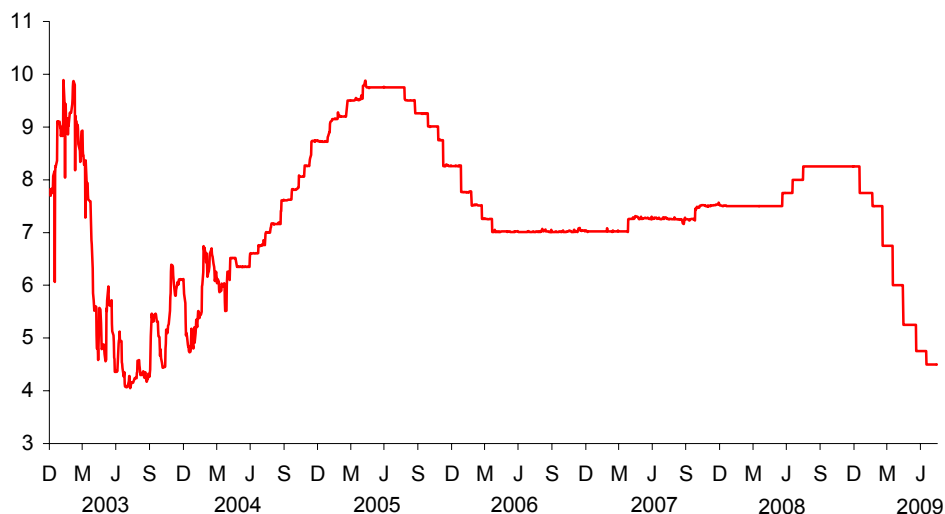
En resumen, tanto la evolución reciente de diversos indicadores de la demanda agregada, de su brecha respecto al potencial y de las cuentas externas del país, así como la evolución de los precios de materias primas en los mercados internacionales, sugieren que la inflación general continuará con una tendencia decreciente en los siguientes meses.

4. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2009

A lo largo de este Informe se ha señalado que durante el segundo trimestre la economía mexicana continuó siendo afectada por el entorno recesivo que actualmente caracteriza a la economía mundial. Ello, aunado a factores internos que influyeron negativamente sobre la actividad económica durante ese periodo, propició un debilitamiento de la actividad económica mayor que el observado en el primer trimestre del año. Por su parte, la inflación continuó presentando una cierta mejoría en el periodo de referencia, si bien su reducción fue relativamente lenta al considerar la fuerte contracción de la economía en el periodo abril-junio.

Teniendo en consideración lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México señaló en sus comunicados de política monetaria de los meses de abril, mayo y junio que la fuerte contracción económica implicó un deterioro más significativo del balance de riesgos por el lado de la actividad económica que en lo tocante a la inflación. Ante ello, la Junta de Gobierno del Instituto Central redujo de manera preventiva el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 75 puntos base en los meses de abril y mayo. Asimismo, la Junta anunció una reducción adicional de 50 puntos base en su comunicado correspondiente al mes de junio y señaló que su ciclo de relajación estaba cerca de concluir. Posteriormente, en el comunicado del mes de julio el objetivo referido se redujo 25 puntos más, decidiéndose hacer una pausa en el actual ciclo de relajación monetaria. Con estas acciones, el objetivo referido disminuyó de 6.75 por ciento en abril, a 4.50 por ciento en julio (Gráfica 62), acumulando una reducción de 375 puntos base de enero de 2009 a la fecha.

Gráfica 62
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.

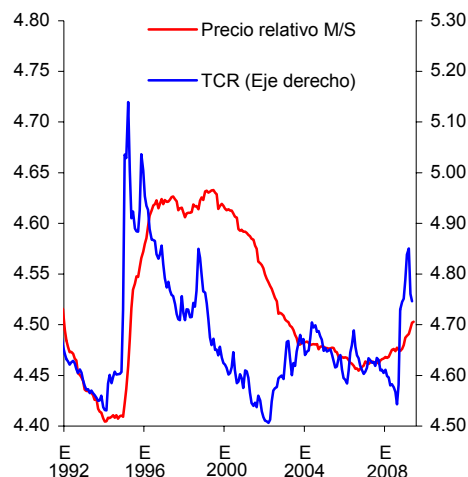
Como se explicó en el Informe anterior, la inflación general mostró un punto de inflexión en el mes de diciembre del año pasado, cuando alcanzó 6.53 por ciento (Gráfica 63b). Posteriormente, comenzó a observarse una mejoría en la evolución de este indicador, de manera que en junio del presente año éste se situó en 5.74 por ciento.

En un contexto en el que el tipo de cambio real en México registró una depreciación considerable, era previsible un incremento en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios (Gráfica 63a). Ello implica que, temporalmente, los incrementos en los precios de las mercancías tenderían a ser mayores a los de los servicios. En efecto, durante los primeros dos trimestres se observó que las variaciones en los precios del subíndice subyacente de las mercancías fueron mayores que las correspondientes a los precios del subíndice subyacente de los servicios (Gráfica 63b). Por una parte, la inflación del primero aumentó de 6.45 por ciento en diciembre de 2008, a 7.17 por ciento en abril de 2009, para posteriormente disminuir a 6.87 por ciento en junio. Por otra, la inflación del subíndice de servicios registró una tendencia descendente a partir de diciembre del año pasado, cuando alcanzó un nivel de 5.07 por ciento, para ubicarse en 4.01 por ciento en junio de 2009.

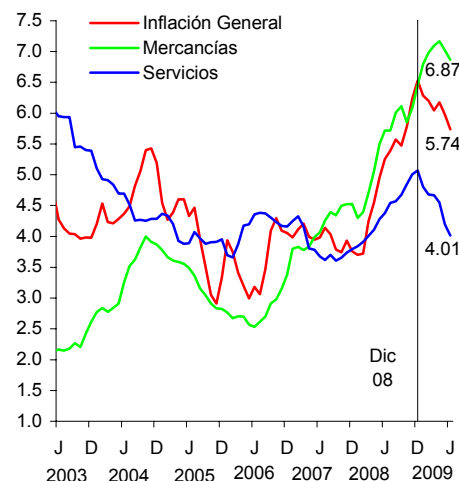
Gráfica 63

**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



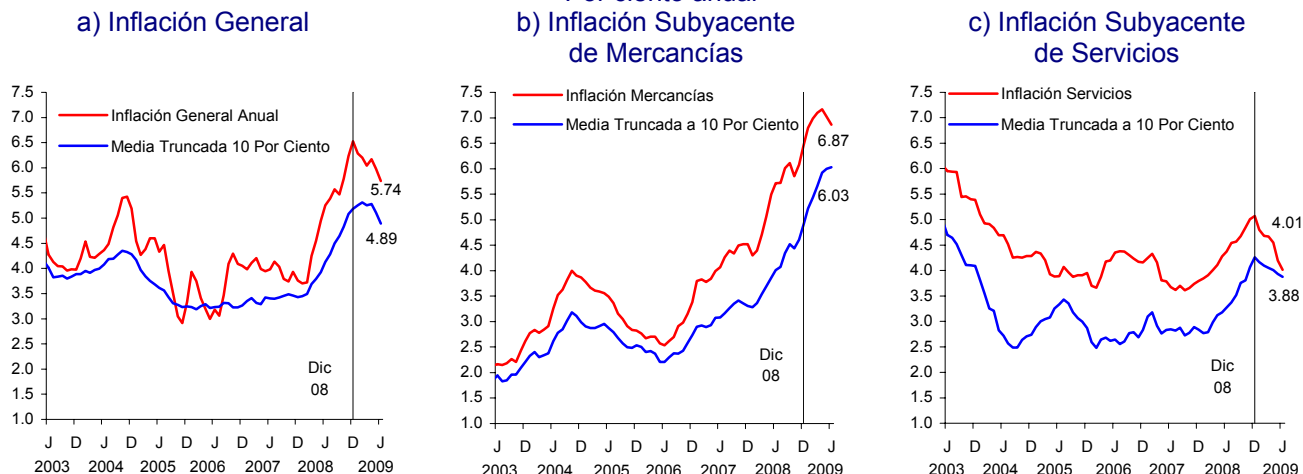
1/ El precio relativo de las mercancías se define como el cociente del subíndice de precios subyacente de las mercancías entre el subíndice de precios subyacente de los servicios. Último dato: mayo 2009.

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

El cambio en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios es evidente al analizar diversos indicadores de naturaleza retrospectiva que describen la evolución reciente de la inflación. Entre éstos, un primer grupo de indicadores lo constituyen las medias truncadas que, como se ha señalado, son útiles para analizar la tendencia reciente de la inflación. En el caso de la inflación general, el indicador de media truncada presentó un punto de inflexión en febrero de 2009, al ubicarse en 5.39 por ciento, para posteriormente disminuir a 4.89 por ciento en junio (Gráfica 64a). La disminución del indicador de media

truncada ha sido de menor magnitud que la de la inflación general. No obstante, su evolución sugiere que, en congruencia con la fase cíclica por la que atraviesa la economía, la mejoría en la inflación es atribuible a incrementos de precios cada vez menores de la mayor parte de los genéricos incluidos en el INPC (centro de la distribución). Por lo que se refiere a la inflación subyacente de mercancías, que desde mayo ha presentado una ligera disminución, su indicador de media truncada continuó mostrando un incremento durante el segundo trimestre, (Gráfica 64b). La evolución de ambos indica que, a partir de mayo, el efecto de los genéricos que han registrado los menores incrementos en sus precios (cola izquierda de la distribución), ha comenzado a ser mayor que el de aquéllos que han registrado los mayores incrementos (cola derecha de la distribución).⁴⁹ Por otra parte, el indicador de media truncada de la inflación subyacente de servicios continuó registrando una tendencia a la baja, mostrando con ello un proceso de reducción en las variaciones de los precios de un número significativo de genéricos (centro de la distribución), (Gráfica 64c).

Gráfica 64
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 truncada 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 truncada.

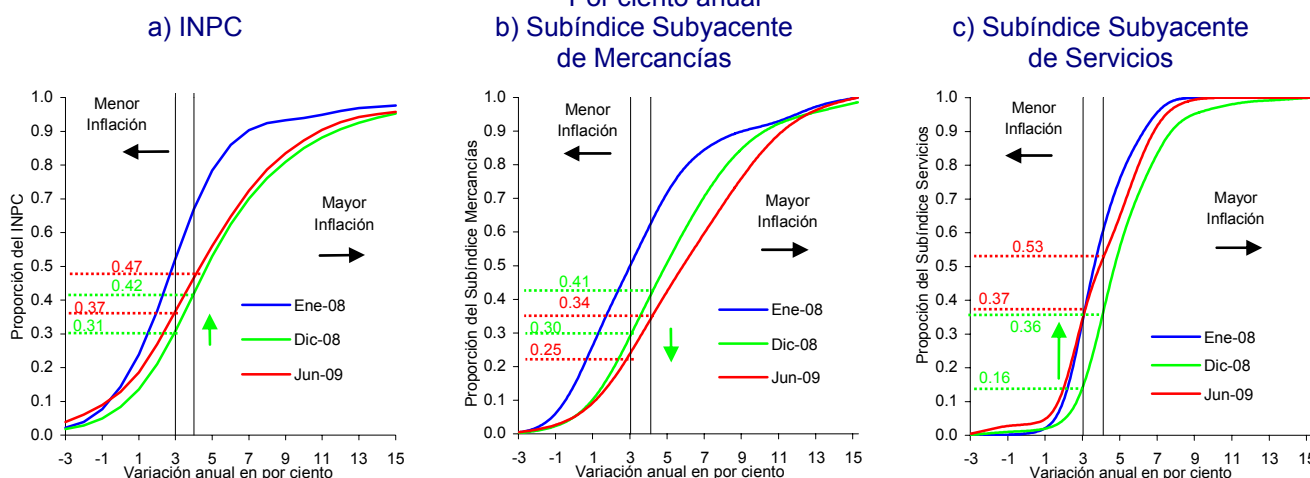
Un indicador adicional que ofrece información acerca de la evolución reciente de la inflación se obtiene de analizar cada mes las variaciones anuales en el precio de cada uno de los genéricos del índice de precios. A partir de dicho análisis, es posible estimar la distribución acumulada de dichas variaciones y con ello inferir qué proporción de la canasta del índice presenta variaciones anuales en su precio menores a un nivel determinado. En el caso del INPC, la mejora reciente en la inflación se aprecia al observar que mientras que en diciembre de 2008 el 31 por ciento de la canasta del INPC presentaba variaciones anuales en

⁴⁹ Entre los genéricos del subíndice de mercancías que tuvieron el menor crecimiento en sus precios se encuentran algunos relacionados con: Ropa, calzados y accesorios (Chamarras y abrigos, Prendas de hombre, Vestido para niña, Vestido y Falda para mujer, entre otros); Muebles, aparatos y accesorios domésticos (Comedores, Equipos modulares, Computadoras, Televisores, Discos y casetes, entre otros); y Alimentos, bebidas y tabaco (Aceites y grasas vegetales comestibles, Yogurt, Tequila y Leche en polvo, entre otros).

sus precios iguales o menores a 3 por ciento, en junio de 2009 dicha proporción aumentó a 37 por ciento (Gráfica 65a). Asimismo, el porcentaje de la canasta con variaciones anuales en su precio menores o iguales a 4 por ciento pasó de 42 a 47 por ciento en el mismo periodo.

Por otra parte, el cambio en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios también es evidente al considerar la evolución reciente de este tipo de indicadores. Por un lado, la proporción del subíndice subyacente de las mercancías con variaciones anuales en sus precios menores o iguales a 3 por ciento disminuyó de 30 por ciento en diciembre de 2008 a 25 por ciento en junio de 2009, mientras que la proporción de este subíndice con variaciones anuales en su precio menores o iguales a 4 por ciento disminuyó de 41 a 34 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 65b). Por otro, el indicador correspondiente al subíndice subyacente de servicios aumentó de 16 a 37 por ciento en el caso de variaciones menores o iguales a 3 por ciento y de 36 a 53 por ciento en el caso de variaciones menores o iguales a 4 por ciento entre diciembre de 2008 y junio de 2009 (Gráfica 65c).

Gráfica 65
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.

Es importante mencionar que, a partir de finales de 2008, cuando la inflación en México llegó a su punto más alto, 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 (ver Recuadro 1 del Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2009). Esta resistencia a la baja de la inflación no parecería ser consistente con la importante caída que ha registrado la actividad económica en México, que ha sido significativamente más acentuada que la observada en otras economías, tanto desarrolladas como emergentes (ver Recuadro 2 del presente Informe).

Sin embargo, es necesario considerar que la caída en la demanda agregada no es el único choque que ha afectado a la dinámica de la inflación en México durante los últimos trimestres. En efecto, en este periodo los precios se

han visto afectados por otras perturbaciones, algunas de las cuáles actúan en dirección contraria al choque de demanda agregada. Probablemente la más importante entre éstas, como se ha venido mencionando, es la depreciación cambiaria, que en algún momento llegó a ser mayor al 40%, y que además ha sido acompañada por una alta volatilidad. Dicho aumento en el tipo de cambio afecta principalmente al subíndice de mercancías, ya que la mayoría de los genéricos que componen dicho subíndice corresponden a bienes comerciables. En menor medida, la depreciación también afecta al subíndice de servicios, en particular a aquéllos servicios cuyos insumos principales son bienes comerciables. En este contexto, la magnitud de la depreciación y la cantidad de genéricos que pudieran verse afectados son lo suficientemente grandes como para contrarrestar, por lo menos en cierta medida, el efecto de la caída en la demanda agregada sobre los precios.⁵⁰

Otro elemento que podría haber influido hasta ahora en la respuesta de la inflación ante el choque de demanda es la falta de competencia en ciertos sectores de la economía, que al interactuar con otro tipo de rigideces y distorsiones, puede conducir a que los precios en la economía se ajusten menos

⁵⁰ El traspaso del tipo de cambio a los precios se refiere al cambio en la inflación que ocurre como respuesta a un cambio en el nivel del tipo de cambio. Este traspaso puede diferir dependiendo de la permanencia del cambio que presente la paridad. En efecto, manteniendo lo demás constante, si los agentes económicos perciben que la variación de la paridad será temporal, posiblemente ajusten sus precios en menor magnitud que si la perciben como permanente. En México, en un contexto en donde el tipo de cambio permaneció fijo o controlado por muchos años, cambios en el nivel del tipo de cambio tendían a ser considerados como permanentes, por lo que el traspaso a precios generalmente era muy alto. La percepción de la permanencia de las devaluaciones correspondía a un contexto en donde éstas estaban asociadas a crisis de cuenta corriente u otro tipo de desequilibrios macroeconómicos que requerían de ajustes permanentes para corregirse.

Por otro lado, en la última década, con un tipo de cambio flexible y con un manejo macroeconómico más prudente, los movimientos en el nivel del tipo de cambio son rara vez considerados como permanentes, y más bien tienden a asociarse con variaciones temporales. En este último caso, el traspaso a precios suele ser reducido. En este sentido, los movimientos de corto plazo en el tipo de cambio son típicamente considerados como temporales, incluso en periodos de volatilidad relativamente alta, como la observada durante las crisis asiáticas de finales de los noventa. La reducción en el traspaso asociada a las diferencias en la permanencia de los movimientos del tipo de cambio ha sido documentada por diversos estudios. Para el caso de México, por ejemplo, Gaytán y González (2006) encuentran que las fluctuaciones del tipo de cambio real han tenido un efecto menor sobre los procesos de formación de precios y de expectativas de inflación a partir de 2001, año que coincide con la adopción formal del esquema de objetivos de inflación por parte del Banco de México. Evidencia en el mismo sentido para México puede encontrarse en Baqueiro et al. (2003) y en Sidaoui y Ramos-Francia (2008). Para una discusión general ver Devereux y Yetman (2003).

Sin embargo, la depreciación observada en el episodio actual ha sido particularmente grande, y con un componente que podría ser percibido como permanente. Esto último debido a que la depreciación real parece haber sido el mecanismo de precios que reconoció el efecto de la recesión mundial sobre la capacidad de gasto de la economía. No obstante, en la medida en que las políticas monetaria y fiscal sean apropiadas, el ajuste en precios relativos entre bienes comerciables y no comerciables requerido para acomodar la depreciación real se dará de manera ordenada en un contexto de baja inflación. Un riesgo a la alza que permanece es que si las personas y las empresas perciben una depreciación permanente más grande que la depreciación real requerida por la economía, el traspaso del tipo de cambio podría incrementarse respecto a lo observado en los últimos años.

Las referencias citadas son las siguientes:

Baqueiro, A., A. Díaz de León y A. Torres, (2004), "¿Temor a la Flotación o a la Inflación? La Importancia del "Traspaso" del Tipo de Cambio a los Precios", *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de Colombia, Núm. 44, pp. 64-94. (Documento de Investigación Núm. 2003-02, Banco de México).

Devereux, M. B. y J. Yetman, (2003), "Price-Setting and Exchange Rate Pass-Through: Theory and Evidence", en *Price Adjustment and Monetary Policy*, Bank of Canada, Ottawa, noviembre 2002, pp. 347-371.

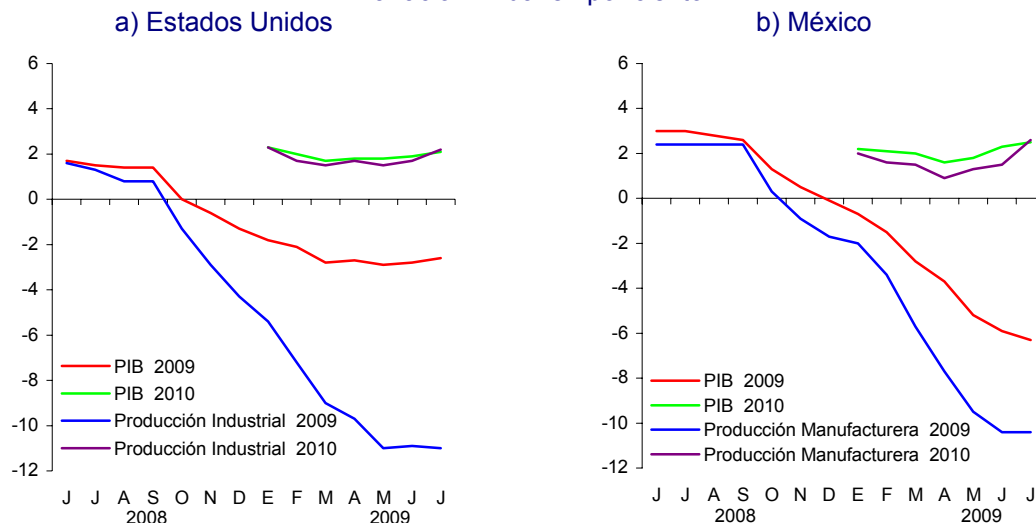
Gaytán, A. y J. González-García, (2008), "Cambios Estructurales en el Mecanismo de Transmisión de la Política Monetaria en México: Un Enfoque VAR No Lineal", *Monetaria*, Vol. XXX, Núm. 4, pp. 367-404. (Documento de Investigación Núm. 2006-06, Banco de México).

Sidaoui, J. y M. Ramos-Francia, (2008), "The Monetary Transmission Mechanism in Mexico: Recent Developments," *BIS Papers*, Núm. 35, pp. 363-394.

y con menor rapidez ante diversos choques, y a que la respuesta de los precios pudiera ser asimétrica ante choques de costos (ver Recuadro 1 del Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2008). Por ejemplo, algunos de estos factores pudieran estar limitando la respuesta de algunos productos agrícolas, que han respondido con lentitud ante la disminución en los precios internacionales de las materias primas.⁵¹

A pesar de las consideraciones anteriores, es claro que, en los últimos trimestres, la tendencia de la inflación ha sido a que ésta se reduzca, lo que está reflejando la fuerte contracción del gasto doméstico. En este sentido, en la medida en que los analistas económicos habían venido revisando a la baja sus expectativas de crecimiento para la economía de Estados Unidos, también ajustaron sus expectativas de crecimiento para la economía mexicana (Gráfica 66).

Gráfica 66
Expectativas de Crecimiento para la Actividad Económica
en Estados Unidos y México
Variación Anual en por ciento



Fuente: Consensus Forecasts.

Sin embargo, en los últimos meses las expectativas correspondientes a la actividad económica estadounidense en 2009 han tendido a estabilizarse (Gráfica 66a), al tiempo que algunos indicadores prospectivos de esa economía han tendido a sugerir un próximo cambio de tendencia en los niveles de actividad. En este contexto, si bien las expectativas correspondientes a la economía mexicana en los últimos meses todavía han presentado un deterioro adicional

⁵¹ 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 distintos sectores. En este sentido, Carvalho ("Heterogeneity in Price Stickiness and the Real Effects of Monetary Policy Shocks", *Frontiers of Macroeconomics*, Vol. 2, Issue 1, 2006) argumenta que si la frecuencia de ajuste de precios difiere entre sectores, la presencia de complementariedades estratégicas genera que los sectores con frecuencias de ajuste más lentas tengan un efecto desproporcionado sobre el nivel general de precios. 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.

(Gráfica 66b), conviene destacar que, como se describió en la sección 3.2.1 de este Informe, en ese caso también existen algunos indicadores prospectivos y de opinión que sugieren que podría observarse un cambio de tendencia en la segunda mitad de 2009, sobre todo una vez que se disipen los factores temporales que afectaron a la actividad productiva en México durante el segundo trimestre.

Con base en lo anterior, un elemento de gran importancia para evaluar el impacto de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía sobre la inflación es la evolución de la brecha del producto. En efecto, dada la fuerte contracción de la actividad productiva en el país durante el primer semestre del año, diversos indicadores de brecha de producto sugieren que ésta se amplió de manera importante en ese periodo (Recuadro 2). Actualmente, la economía muestra un exceso de capacidad productiva manufacturera, un grado importante de holgura en el mercado laboral y, como se mencionó, una fuerte caída del gasto doméstico. Teniendo esto en consideración, a pesar de que se espera que el ritmo de actividad comience a mostrar una recuperación en la segunda mitad del año, para lo que resta de 2009 y posiblemente una parte importante de 2010, es previsible que la brecha del producto continúe siendo importante. Esto es, no obstante de que se estima que diversos indicadores de la actividad productiva comiencen a mostrar mejores cifras, la ampliación de la brecha ha sido de una magnitud tal que es previsible que en los siguientes trimestres ésta continúe siendo negativa. En consecuencia, se espera que las condiciones de holgura en la economía persistan.

En suma, la tendencia a la baja de la inflación subyacente de servicios se espera continúe en los siguientes meses. Asimismo, si bien la inflación subyacente de mercancías aumentó en los primeros meses del año, es de esperarse que la disminución que ésta ha registrado desde mayo pueda prolongarse en la medida en que el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios de las mercancías parece ya haberse absorbido en su mayor parte. Por consiguiente, es previsible que los efectos de la fase cíclica por la que atraviesa la economía se manifiesten con mayor claridad sobre la inflación general en los siguientes trimestres.

La previsión que se tiene para la inflación es congruente con diversos indicadores de naturaleza prospectiva. En particular, las expectativas de inflación recabadas por Banco de México a través de encuestas entre analistas económicos del sector privado muestran que el consenso de las expectativas para los cierres de 2009 (4.33 por ciento) y 2010 (3.86 por ciento) implican una trayectoria a la baja para la inflación general en la segunda parte de 2009 y durante 2010 (Gráfica 67a).⁵²

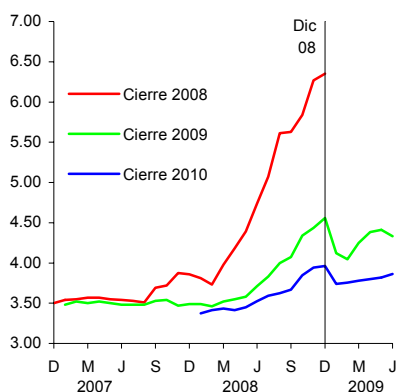
Es importante señalar que, a pesar de la fuerte contracción que se ha observado en la actividad económica, los indicadores de expectativas de inflación para los cierres de 2009 y 2010 no han disminuido en los últimos meses. Ello puede obedecer a que la reducción en la inflación general en los primeros dos trimestres del año ha sido relativamente lenta por las razones previamente descritas. En consecuencia, será importante seguir con detenimiento la evolución

⁵² Las expectativas de inflación recabadas por Infosel presentan un comportamiento similar. Al 24 de julio, las correspondientes al cierre de 2009 se ubicaron en 4.25 por ciento y las que se refieren al cierre de 2010 en 3.78 por ciento.

de estos indicadores con la finalidad de detectar, en su caso, factores que pudieran poner en riesgo la trayectoria a la baja prevista para la inflación.

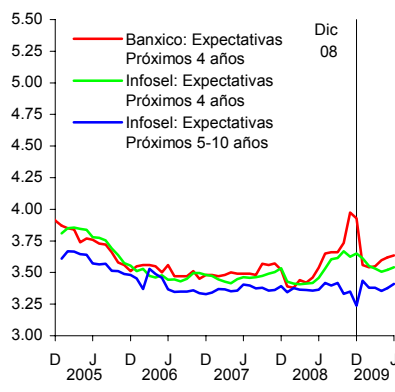
Gráfica 67
Expectativas de Inflación General Anual y Compensación
por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo
Por ciento anual

a) Expectativas de Inflación General Anual



Fuente: Encuesta del Banco de México, periodicidad mensual.

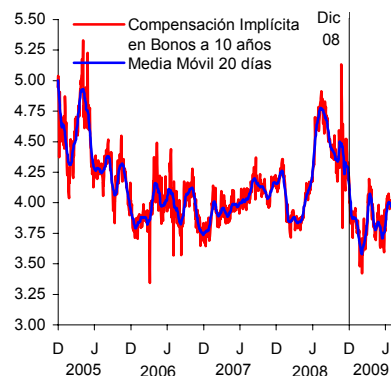
b) Expectativas de Inflación General Anual^{1/}



Fuente: Encuestas del Banco de México y de Infosel.

1/ Para la Encuesta de Infosel se utiliza el promedio mensual.

c) 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.

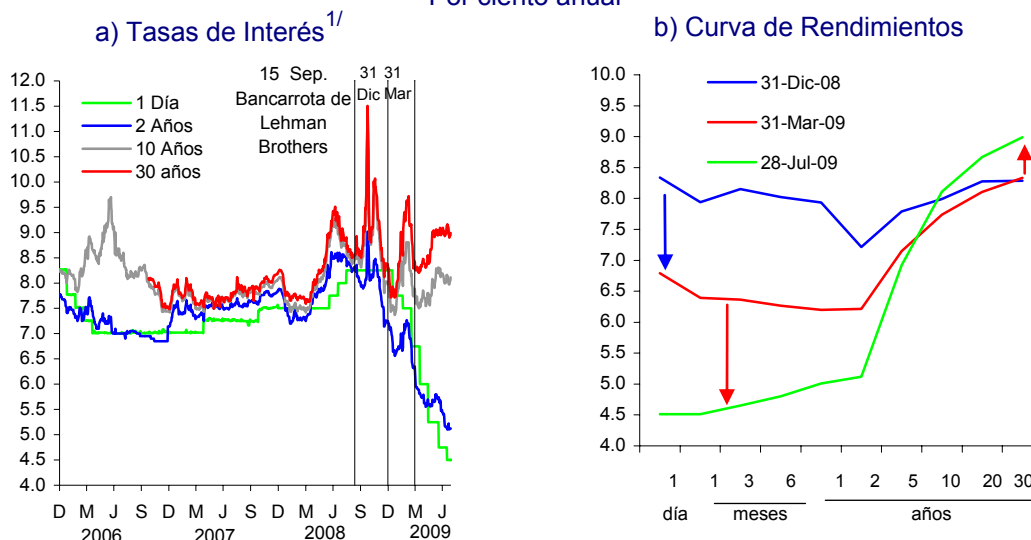
Por su parte, diversos indicadores acerca de las expectativas de inflación de los agentes económicos para el mediano y largo plazo sugieren que éstas se han mantenido relativamente bien ancladas. De los indicadores provenientes de encuestas entre analistas económicos del sector privado, las expectativas correspondientes al promedio para los siguientes cuatro años se han mantenido alrededor de 3.50 por ciento, mientras que las que se refieren al promedio para un horizonte de 5 a 10 años se han ubicado alrededor de 3.35 por ciento (Gráfica 67b).

Asimismo, el indicador de compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima por riesgo) que se obtiene de la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados del mismo plazo (Udibonos) ha presentado en los últimos meses una trayectoria lateral, si bien con cierta volatilidad que es común en este tipo de indicadores (Gráfica 67c).

Por lo que se refiere a la evolución reciente de la curva de rendimientos, por una parte, a raíz de las acciones de política monetaria, las tasas de interés de menor plazo registraron una disminución importante durante los últimos meses. En particular, la tasa de interés de bonos gubernamentales a 3 meses disminuyó de niveles cercanos a 6.40 por ciento a finales de marzo, a niveles cerca de 4.65 por ciento en los últimos días. Por otra parte, las tasas de interés de mayor plazo presentaron un incremento, de manera que el rendimiento del bono gubernamental a 10 años aumentó de cerca de 7.75 por ciento a finales de marzo, a niveles alrededor de 8.10 por ciento en los últimos días (Gráfica 68a).

Claramente, lo anterior dio como resultado un empinamiento de la curva de rendimientos (Gráfica 68b).

Gráfica 68
Tasas de Interés en México
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.

El empinamiento de la curva de rendimientos referido obedece, en parte, a que a pesar de la fase cíclica por la que atraviesa la economía, las tasas de interés de mayor plazo en México no han disminuido. Esto podría obedecer, entre otros factores, a: i) un incremento en las primas de riesgo demandadas por los inversionistas, ante la fuerte contracción que ha sufrido la actividad económica en México;⁵³ y, ii) el efecto que sobre las primas de riesgo y sobre las tasas de interés esperadas en un horizonte de mediano plazo ha tenido la incertidumbre asociada a un debilitamiento estructural de las finanzas públicas. Este segundo elemento puede ser uno de peso. En efecto, es claro que, a raíz de la crisis financiera global, en la actualidad existen condiciones de financiamiento más astringentes en los mercados internacionales de capitales. Se espera que esta situación persista en los siguientes años, dada la demanda por recursos surgida del enorme estímulo fiscal que las economías avanzadas están implementando en la actualidad. Por supuesto, bajo estas condiciones, el que el sector público en nuestro país pudiera incrementar de manera significativa sus necesidades de financiamiento, podría ya estarse reflejando en presionar al alza las tasas de interés domésticas de largo plazo. Por otro lado, es importante señalar que, hasta ahora, el empinamiento de la curva de rendimientos no parece estar asociado a un incremento en las expectativas de inflación de mediano y largo plazo que, como ya se mencionó, se han mantenido relativamente bien ancladas.

La evolución de las tasas de interés de corto plazo en México, junto con tasas de interés de corto plazo estables en niveles muy reducidos en Estados Unidos, dieron lugar a que el diferencial entre ambas disminuyera de manera importante durante el segundo trimestre. Así, el diferencial de tasas de interés a

⁵³ En la medida en que los inversionistas tienden a demandar un mayor premio en episodios en los que la actividad económica se debilita, la evolución de las primas de riesgo tiende a ser contracíclica.

un día disminuyó de aproximadamente 650 puntos base a finales de marzo, a cerca de 425 puntos base en la última semana. En el caso de los diferenciales de tasas de interés de bonos del gobierno a 10 años, la disminución fue de menor magnitud, de aproximadamente 500 puntos base a finales del primer trimestre, a cerca de 435 puntos base en los últimos días (Gráfica 69). Cabe señalar que la reducción en el diferencial referido ha dado lugar a que en fechas recientes éste se ubique en niveles similares a los que había registrado en agosto de 2008, antes de que se intensificaran los problemas en los mercados financieros internacionales.

Gráfica 69
Diferenciales de Tasas de Interés en México y Estados Unidos
Puntos Base



Por último, después de que durante los primeros meses del año se observaron caídas importantes en los precios de diversos activos en las economías emergentes, incluidos los tipos de cambio, durante el segundo trimestre se observó una mejora considerable en el apetito por riesgo en los mercados internacionales que revirtió parte de dichas caídas. En el caso de México, las medidas adoptadas por las autoridades financieras también contribuyeron a que se revirtiera parte del incremento en el indicador de riesgo país (Gráfica 70a), así como de la depreciación cambiaria que se había registrado en los meses anteriores (Gráfica 70b), y a que la volatilidad en el mercado cambiario disminuyera durante el periodo de referencia (Gráfica 70c).⁵⁴

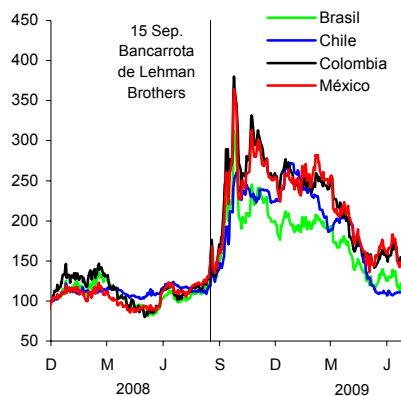
No obstante, la mejoría que se ha venido observando en algunos de los indicadores financieros en diversos mercados emergentes ha sido menos evidente en el caso de México (Gráfica 70), posiblemente como reflejo de la incertidumbre que aún prevalece con relación a la fortaleza estructural de las finanzas públicas y, en general, con respecto a la posibilidad de que la economía tenga la capacidad de retomar una senda de crecimiento vigoroso en los siguientes años, en ausencia de una profundización del proceso de reformas estructurales.

⁵⁴ Ver Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2009, Banco de México.

Gráfica 70

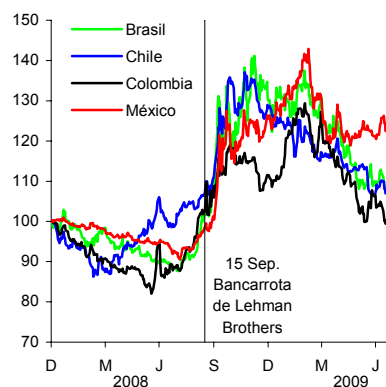
Indicadores de Riesgo País (EMBI), Tipo de Cambio Nominal y Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio en Algunas Economías Emergentes

b) EMBI
Índice (1-Ene-08 = 100)



Fuente: Bloomberg.

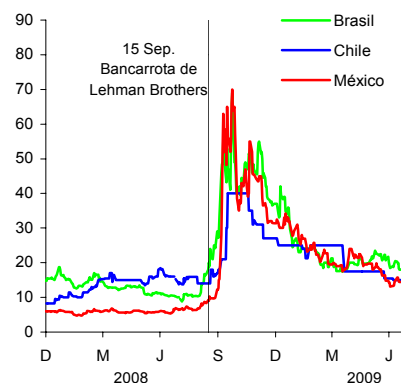
b) Tipo de Cambio en algunas Economías de Latinoamérica
Índice (1-Ene-08 = 100) ^{1/}



Fuente: Bloomberg.

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

c) Volatilidad Implícita en Opciones a 1 mes de Tipo de Cambio



Fuente: UBS.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

El escenario macroeconómico base que prevé el Banco de México se sustenta en las siguientes consideraciones:

- i) Se espera que la actividad económica en Estados Unidos empiece a registrar una recuperación en el tercer trimestre de 2009, luego de cuatro trimestres de contracción, como resultado fundamentalmente de las medidas de estímulo fiscal y monetario implementadas, y de mejores condiciones en los mercados financieros. No obstante, el consenso de los analistas proyecta una contracción de 2.6 por ciento del PIB y de 10.5 por ciento de la producción industrial durante el año. Para 2010, se anticipa una expansión de 2 por ciento para ambas variables. Es posible que la sostenibilidad de la recuperación de la economía estadounidense dependa en buena medida de la normalización de las condiciones en los mercados financieros, y de la definición de una estrategia de salida de las medidas de apoyo a la actividad económica, incluyendo la reducción de los considerables déficit fiscales previstos para los próximos años.
- ii) Las condiciones en los mercados financieros han mejorado y se ha reducido sustancialmente el riesgo de un problema sistémico. No obstante, el avance en el saneamiento del sector financiero de las economías avanzadas ha sido lento y dispar entre mercados y países. Además, las presiones derivadas del proceso de desapalancamiento no han desaparecido y el riesgo de nuevos choques no puede descartarse. En este contexto, es de esperarse que la aversión al riesgo continúe y que los flujos de capital a las economías emergentes -principalmente los bancarios- se mantengan débiles.

Teniendo en consideración la información analizada en este Informe, se prevé el siguiente escenario base para la economía de México:

Crecimiento: para 2009, se espera que el PIB registre una contracción de entre 6.5 y 7.5 por ciento a tasa anual. Conviene destacar que la caída esperada para el año en su conjunto es menor que la contracción que la economía habrá registrado durante el primer semestre. Esto es, se estima que en el segundo semestre de 2009 la actividad productiva muestre contracciones anuales menos pronunciadas que lo observado en la primera mitad del año. Por su parte, tomando en cuenta la expectativa de una recuperación de la economía de Estados Unidos en 2010 y los efectos de ese entorno sobre la economía nacional, se estima que el PIB podría crecer entre 2.5 y 3.5 por ciento anual en ese año.

Empleo: al cierre de 2009, se espera que el número de trabajadores asegurados en el IMSS presente un descenso anual de entre 635 mil y 735 mil personas. Por su parte, reflejando el mayor dinamismo esperado de la economía en 2010, se estima una recuperación de entre 200 y 300 mil empleos en el sector formal de la economía en ese año.

Cuenta Corriente: se proyectan déficit de la cuenta corriente de 1.5 y 1.7 por ciento del PIB en 2009 y 2010, respectivamente.

Las perspectivas relativas al crecimiento de la economía mexicana para el resto de 2009 y para 2010 resumidas anteriormente toman en consideración la expectativa de una gradual recuperación de la economía estadounidense a partir de la segunda mitad de 2009. Asimismo, dichas perspectivas consideran que, en el tercer trimestre del presente año, es previsible se disipen los choques temporales que habían conducido a una mayor caída de la actividad productiva en el segundo trimestre.

Lo anterior sugiere que la economía mexicana podría empezar a registrar un cambio de tendencia en sus niveles de actividad a partir del tercer trimestre de 2009. En particular, la reactivación de la demanda externa implícita en el escenario descrito no únicamente se traduciría en mayores niveles de actividad del sector de bienes comerciables, sino que también podría conducir a una mayor demanda de diversos servicios, impulsándose de esa manera una gradual recuperación de los sectores productores de bienes no comerciables.

No obstante lo anterior, es importante señalar que el escenario previsto para la actividad económica continúa enfrentando riesgos a la baja, entre los que destacan:

- a) El escenario planteado descansa de manera fundamental en el supuesto de que, en el segundo semestre de 2009, el entorno económico mundial en general, y el de Estados Unidos en particular, presentarán una mejoría. En caso de que la recesión global se prolongue, o de que las condiciones financieras en los mercados internacionales vuelvan a mostrar un deterioro significativo, el crecimiento esperado para la economía mexicana podría revisarse a la baja.
- b) Aún existe incertidumbre en cuanto a las consecuencias que podría tener la situación que actualmente atraviesan las principales empresas automotrices de Estados Unidos sobre los niveles de actividad de la industria automotriz mexicana.
- c) Finalmente, una posible consecuencia de la crisis financiera que se vivió durante el ciclo actual es que el crecimiento potencial de Estados Unidos podría verse afectado, lo cual a su vez pudiese llegar a incidir en el potencial de crecimiento de México.

Inflación: como se anticipó en el Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2009, el promedio trimestral de la inflación general anual continuó exhibiendo una tendencia descendente en el segundo trimestre. No obstante, debe señalarse que el ajuste a la baja en la inflación general, dada la magnitud en la contracción de la actividad productiva, ha sido relativamente moderado.

Como ya se mencionó previamente, si bien lo anterior obedece, en parte, al cambio que se ha observado en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios a raíz de la depreciación cambiaria, debe destacarse que la inflación subyacente de servicios ha venido disminuyendo de manera importante. En particular, se observó una desaceleración significativa de la tasa

de crecimiento de los precios de los servicios turísticos en paquete, del transporte aéreo y de los servicios de alimentación en general durante el trimestre.

Por lo que toca a las mercancías, se estima que el impacto del ajuste cambiario ya haya sido traspasado en su mayor parte a los precios al consumidor de éstas. Así, en la medida en que el tipo de cambio y los precios de las materias primas en los mercados internacionales se mantengan estables, es de esperarse un punto de inflexión en la inflación subyacente del grupo del resto de mercancías. Ello, junto con la reducción que se ha comenzado a observar en el grupo de alimentos procesados en el subíndice subyacente de mercancías, contribuiría a que la reducción en la inflación general se haga más evidente en los siguientes trimestres.

En cuanto al componente no subyacente del INPC, se espera que éste presente menores tasas de inflación en la medida en que se mantenga la actual política de precios administrados y no ocurran choques de oferta de consideración en los mercados agropecuarios.

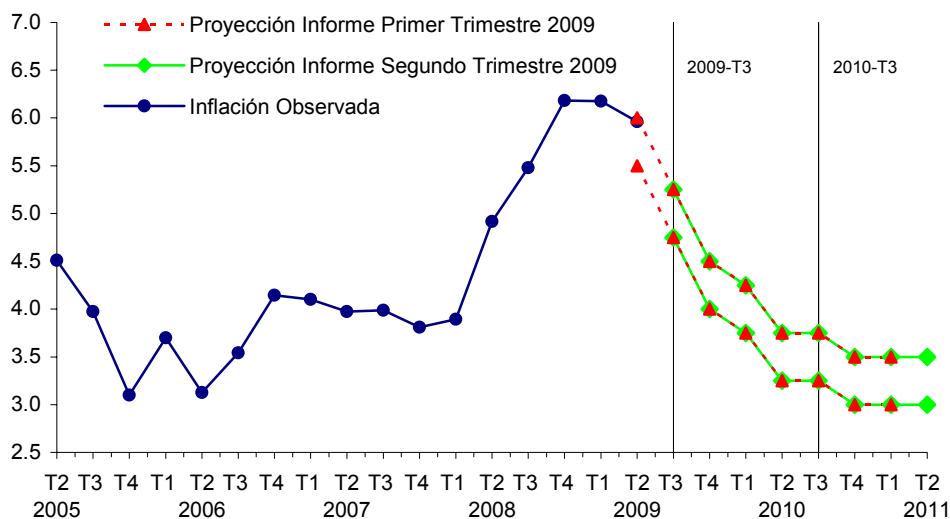
Con base en lo anterior, se estima que la trayectoria prevista para la inflación general durante los siguientes ocho trimestres permanezca sin cambio respecto de la dada a conocer en el Informe sobre la Inflación anterior. En este sentido, se espera que la inflación general continúe con su evolución descendente, para converger a la meta de 3 por ciento a finales de 2010 (Cuadro 10 y Gráfica 71).

Cuadro 10
Proyección Escenario Base de Inflación General Anual
Promedio trimestral en por ciento

Trimestre	Proyección		Proyección	
	Informe Primer		Informe Segundo	
	Trimestre 2009		Trimestre 2009	
2009-II	5.50	- 6.00	5.96 ^{1/}	
2009-III	4.75	- 5.25	4.75	- 5.25
2009-IV	4.00	- 4.50	4.00	- 4.50
2010-I	3.75	- 4.25	3.75	- 4.25
2010-II	3.25	- 3.75	3.25	- 3.75
2010-III	3.25	- 3.75	3.25	- 3.75
2010-IV	3.00	- 3.50	3.00	- 3.50
2011-I	3.00	- 3.50	3.00	- 3.50
2011-II	-----		3.00	- 3.50

^{1/} Dato observado.

Gráfica 71
Inflación General Anual y Proyección de Escenario Base
Promedio trimestral en por ciento



La trayectoria hacia la consecución de la meta de inflación general no está exenta de riesgos, tanto al alza como a la baja, que podrían modificar la evolución prevista para dicho indicador. Entre éstos destacan:

1. Aumentos en las cotizaciones internacionales de las materias primas, las cuales son muy sensibles a condiciones que afectan a la oferta, como factores de índole climático y geopolítico.
2. Modificaciones a la actual política de precios administrados en 2010.
3. Dada la elevada participación de insumos de importación en la producción nacional, nuevos episodios de ajuste cambiario o incrementos en la volatilidad de la paridad podrían tener efectos sobre la inflación en el corto plazo.
4. Un repunte en los precios del grupo de resto de los servicios, el cual se ha visto afectado por la recesión económica y por el brote del virus de influenza A(H1N1). En particular, esto podría ocurrir en el transporte aéreo y en los servicios turísticos en paquete, ya que una vez restablecida la demanda por dichos servicios, podría darse un incremento en sus precios. Adicionalmente, las tarifas aéreas podrían verse presionadas al alza como consecuencia de una reestructuración en la industria.
5. Por otra parte, en la medida en que la recuperación de la actividad económica fuese más lenta o de menor magnitud, ello implicaría una mayor permanencia de la actual brecha del producto, pudiendo conducir a que el descenso de la inflación fuese mayor y más rápido que lo previsto.

Teniendo en consideración los diferentes elementos del balance de riesgos, la Junta de Gobierno continuará atenta a la evolución de la situación

económica, así como a que se mantenga una perspectiva clara del cumplimiento de la trayectoria de inflación y el logro de la meta del 3 por ciento a finales de 2010.

Es importante resaltar la necesidad de avanzar en el fortalecimiento estructural de las finanzas públicas, ya que como la crisis actual ha demostrado, aquellos países con posiciones fiscales relativamente más sólidas han gozado de un mayor margen de maniobra para atenuar los efectos de la recesión a través de políticas macroeconómicas contracíclicas. Al respecto, es fundamental avanzar en dos frentes. Por un lado, robustecer las fuentes de recursos públicos permitiría contar con mayores grados de libertad para adecuar el gasto público a lo largo del ciclo económico y, por supuesto, dirigir mayor cantidad de recursos a proyectos con una elevada rentabilidad social, tales como el combate a la pobreza, la educación y la construcción y mantenimiento de infraestructura. Por otro, fortalecer los mecanismos de transparencia y de rendición de cuentas respecto al ejercicio del gasto, con especial énfasis en criterios de eficiencia, no sólo también detonaría un mayor número de proyectos productivos, sino que además coadyuvaría a concitar un mayor apoyo para la adopción de medidas orientadas a fortalecer las fuentes recurrentes de ingresos públicos. Postergar estas medidas puede elevar la vulnerabilidad de la economía, propiciar el desaprovechamiento de futuros ciclos favorables y demorar la recuperación del nivel de vida de la mayoría.

Finalmente, cabe destacar que una vez que se deje atrás la fase recesiva por la que atraviesa la economía, la capacidad para que nuestro país retome una senda de crecimiento sostenido dependerá del avance en el proceso de reformas estructurales que fomenten una economía más competitiva y flexible. En este contexto, conviene recordar que un determinante fundamental para detonar el crecimiento económico consiste en adoptar un andamiaje institucional que promueva mayor competencia en los mercados, que propicie mayor flexibilidad en la asignación de los recursos productivos y que establezca incentivos para que los agentes económicos adopten tecnologías y procesos productivos más eficientes. En este sentido, la coyuntura actual ofrece una importante oportunidad para evaluar nuevas estrategias de crecimiento que México pudiese adoptar.