

# Informe sobre la Inflación

---

Enero – Marzo 2009



**BANCO DE MEXICO**

---

ABRIL, 2009



## *JUNTA DE GOBIERNO*

### **Gobernador**

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

### **Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB



### **ADVERTENCIA**

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 29 de abril de 2009. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## CONTENIDO

### Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2009

<b>1. Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Evolución Reciente de la Inflación .....</b>	<b>5</b>
2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2009 .....	5
2.2. Índice Nacional de Precios Productor .....	11
2.3. Salarios .....	12
<b>3. Principales Determinantes de la Inflación .....</b>	<b>14</b>
3.1. Condiciones Externas .....	14
3.1.1. Actividad Económica Global .....	14
3.1.2. Precios de las Materias Primas .....	17
3.1.2.1. Materias Primas Alimenticias .....	17
3.1.2.2. Materias Primas Energéticas .....	20
3.1.2.3. Materias Primas Metálicas Básicas .....	21
3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación .....	22
3.1.4. Mercados Financieros .....	29
3.1.5. Perspectivas .....	37
3.2. Evolución de la Economía Mexicana .....	38
3.2.1. Actividad Económica .....	38
3.2.1.1. Producción Sectorial .....	39
3.2.1.2. Demanda Agregada .....	43
3.2.1.3. Empleo y Productividad .....	46
3.2.1.4. Economía Regional .....	50
3.2.1.5. Sector Externo .....	52
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento .....	57
3.2.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales .....	57
3.2.2.2. Medidas Instrumentadas para Preservar el Buen Funcionamiento de los Mercados en México .....	58
3.2.2.3. Ahorro Financiero .....	62
3.2.2.4. Financiamiento .....	63
<b>4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2009 .....</b>	<b>69</b>
<b>5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos .....</b>	<b>78</b>

### Recuadros

1. Determinantes de la Inflación a Nivel Mundial .....	23
2. Los Riesgos Deflacionarios e Inflacionarios en Estados Unidos .....	26

3. Acciones del Banco de México para Apoyar la Liquidez en Dólares y Proteger a la Economía de Cambios en las Condiciones Externas..... 61



## 1. Introducción

---

La economía mundial continuó en recesión durante los primeros meses de 2009. En general, se estima una fuerte caída del PIB global en el periodo enero-marzo de este año, después de que la producción se contrajo en alrededor de 6 por ciento a tasa trimestral anualizada en el último trimestre de 2008. El debilitamiento de la actividad económica ha sido más pronunciado en los países avanzados, la mayoría de los cuales está atravesando por severas fases recesivas. No obstante, la crisis también está teniendo efectos de consideración en las economías emergentes. Así, un número cada vez mayor de éstas registran disminuciones de su producción.

Diversos indicadores sugieren que el ritmo de contracción de la actividad económica y el comercio global pudieran moderarse en el segundo semestre del año. Sin embargo, el panorama sigue siendo muy complicado, entre otros motivos debido a que persisten los vínculos de retroalimentación adversos entre los sectores real y financiero. De esta forma, se anticipa que en promedio durante 2009 se registre una contracción de la economía mundial, y que en 2010 el crecimiento de ésta se ubique en niveles por debajo de su potencial.

La desaceleración de la economía mundial, combinada con precios de los productos primarios en niveles muy por debajo de los observados en promedio durante 2008, han permitido atenuar las presiones inflacionarias. Aunque esta tendencia ha sido generalizada, el ajuste de la inflación a la baja ha sido más gradual en las economías emergentes. Además, han surgido nuevos retos. Por una parte, ante la ampliación de las brechas del producto, en algunos países avanzados persisten los temores de un periodo deflacionario. Por otra, las medidas monetarias y fiscales que se han implementado para intentar contrarrestar, al menos en parte, los efectos adversos de los problemas en los mercados financieros sobre el sector real, han provocado incertidumbre por la posibilidad de un nuevo repunte de la inflación en los siguientes años. Las autoridades de las economías avanzadas y emergentes están conscientes de este problema, y de la necesidad de implementar estrategias de salida de las políticas de estímulo macroeconómico que permitan evitar un nuevo brote inflacionario en el futuro.

La situación en los mercados financieros internacionales mostró cierta mejoría a principios de 2009. En lo anterior influyeron las medidas implementadas a lo largo de 2008 para restablecer el funcionamiento de distintos segmentos del mercado y evitar el riesgo de un colapso sistémico. Además, durante el primer trimestre de 2009 se pusieron en marcha acciones adicionales, especialmente en Estados Unidos, orientadas a capitalizar a las instituciones financieras, aumentar la transparencia con la que operan, la compra de los activos en problemas en poder de los bancos y el restablecimiento de flujos adecuados de crédito a familias y empresas, entre otros objetivos, que también contribuyeron a aliviar la incertidumbre. Asimismo, los esfuerzos de cooperación internacional llevados a cabo en el contexto del G20 a principios de 2009 coadyuvaron al logro de este objetivo.

No obstante, los mercados financieros continuaron siendo afectados por tensiones de consideración. En particular, las dificultades que aquejan al sistema

bancario no han sido resueltas y, a pesar de las medidas implementadas, el retorno a una situación de normalidad parece todavía lejano. En este contexto, el crédito al sector privado en los países avanzados se ha visto afectado y los flujos de financiamiento externo a las economías emergentes se han reducido considerablemente.

En los primeros dos meses del año se observó un marcado deterioro en los mercados financieros de las economías de países emergentes. Así, los tipos de cambio de muchas de éstas registraron depreciaciones importantes y un sustancial aumento en su volatilidad. Adicionalmente, los diferenciales sobre su deuda soberana y privada se elevaron significativamente y se restringieron sus condiciones de acceso al financiamiento externo. Sin embargo, a partir de marzo se ha observado, en general, una cierta mejoría. Ello ha dado lugar a una apreciación de sus tipos de cambio, una disminución en los diferenciales sobre la deuda soberana y mejores condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales. No obstante lo anterior, la disponibilidad de recursos externos para estas economías se mantiene muy reducida. Bajo estas condiciones, la necesidad de mantener incentivos adecuados para el ingreso de capital externo y de evitar ajustes desordenados de sus tipos de cambio, ha limitado los márgenes de maniobra para la implementación de políticas contracíclicas en un número significativo de países de este grupo.

En este contexto, durante los primeros meses del año y sobre todo en virtud del desplome del precio del petróleo, de la preocupación sobre la situación de la seguridad en el país y de las condiciones de astringencia que prevalecen en los mercados de capitales, se generó un alto grado de incertidumbre con respecto al monto de recursos que estaría disponible para financiar el déficit en cuenta corriente esperado para el año, y al posible impacto que ello podría tener sobre el nivel de reservas internacionales mantenido en el Instituto Central. Esta situación dio lugar a nerviosismo en los mercados, conduciendo a una fuerte depreciación acompañada de una gran volatilidad del peso y a que diversos indicadores del riesgo soberano de México repuntaran de manera importante.

Ante ello, la Comisión de Cambios realizó un análisis del comportamiento esperado para el año de la balanza de pagos, donde se concluye que para 2009 México no enfrentará problemas para el financiamiento del déficit estimado de la cuenta corriente. Las razones de ello es que se anticipa que el incremento moderado esperado del déficit en dicha cuenta durante el presente año con respecto al de 2008 sea ampliamente financiado por los recursos derivados de la cobertura petrolera, así como por un mayor financiamiento de largo plazo del sector público con diversas instituciones financieras internacionales. Asimismo, dado el interés de las autoridades financieras de promover condiciones ordenadas en el mercado cambiario, la referida Comisión consideró oportuno establecer un mecanismo para garantizar que una parte significativa de la acumulación proyectada de reservas internacionales durante 2009 se venda en el mercado cambiario, entre otros elementos, subastando 100 millones de dólares diarios a partir del 9 de marzo y hasta el 8 de junio.

Por otro lado, como parte fundamental del conjunto de acciones encaminadas a propiciar condiciones ordenadas en el mercado cambiario, se activó con el Fondo Monetario Internacional como medida precautoria la “Línea de Crédito Flexible”, y se llevó a cabo una primera subasta de créditos en dólares entre instituciones financieras en México con recursos provenientes del

mecanismo de intercambio temporal de divisas (conocido como “línea swap”) establecido con la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Estas acciones han contribuido a propiciar un clima de mayor estabilidad en el mercado cambiario y, en general, en los mercados financieros domésticos.

La evolución de la actividad económica en México durante el primer trimestre de 2009 se enmarcó en un contexto global caracterizado, en términos generales, por un creciente deterioro en los niveles de demanda y, como ya se mencionó, por condiciones mucho más adversas de acceso a financiamiento externo en los mercados de capitales internacionales. Este entorno desfavorable se vio reflejado en la mayoría de las cifras de demanda y de actividad productiva domésticas, las cuales sugieren que, en el trimestre que se reporta, la economía mexicana registró una caída considerable en sus niveles de actividad. Por un lado, la evolución de las exportaciones de bienes y servicios muestra que el deterioro de la demanda externa persistió durante el primer trimestre del año. Por otro, se observó una transmisión más profunda y generalizada del choque externo a los niveles de gasto doméstico. Como consecuencia de ello, la caída de la actividad productiva, que inició a finales del año anterior, se vio magnificada de manera importante. En este contexto, con base en la información disponible se estima que el PIB haya registrado una caída de entre 7 y 8 por ciento a tasa anual en el primer trimestre de 2009.

Por lo que se refiere a la evolución de la inflación, su trayectoria a la baja durante los primeros tres meses del año estuvo influida, principalmente, por la evolución de los precios de los genéricos incluidos en el grupo de los bienes y servicios administrados. Sin embargo, el indicador de inflación subyacente aún no ha mostrado un punto de inflexión. En particular, la inflación subyacente de las mercancías mostró un incremento, posiblemente reflejando la fuerte depreciación que ha registrado el tipo de cambio. No obstante, la inflación subyacente de los servicios ha empezado a mostrar con mayor claridad una tendencia decreciente.

Hasta ahora, la caída de la inflación general ha sido más lenta que lo previsto si se considera la fuerte contracción por la que está atravesando la economía. En los siguientes meses se espera que dos factores principales dominen la evolución de la inflación. En primer lugar, a pesar de que es factible que una parte importante del proceso de traspaso de la depreciación cambiaria a los precios al consumidor de las mercancías ya se haya llevado a cabo, no puede descartarse que en los siguientes meses dicho proceso continúe, aunque lo haga con menor intensidad. En este sentido, la apreciación y mayor estabilidad que ha registrado recientemente la paridad, la caída en las cotizaciones internacionales de las materias primas, así como la fase recesiva por la que atraviesa la economía, contribuirán a atenuar el referido traspaso. En segundo, se anticipa que las condiciones recesivas se vayan reflejando gradualmente con mayor intensidad en la formación de precios en el sector de los servicios, posiblemente induciendo una mayor caída de su inflación. En balance, se anticipa que la inflación general muestre una tendencia decreciente a partir de mayo del presente año y converja hacia su meta a finales de 2010.

Ante el importante deterioro que en los últimos meses se ha venido observando en el panorama para la actividad económica en México, la Junta de Gobierno del Instituto Central ha relajado la postura de política monetaria de

manera preventiva, disminuyendo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 225 puntos base entre enero y abril de 2009. La Junta de Gobierno del Instituto Central continuará vigilando estrechamente el balance de riesgos, de manera que sus acciones de política monetaria sean congruentes tanto con la situación económica, como con la trayectoria esperada para la inflación y el logro de la meta del 3 por ciento al final de 2010.

En los últimos días ha aparecido un brote de influenza porcina en nuestro país. Dado lo reciente de este evento, no es posible saber cuáles serán su duración e intensidad, por lo que tampoco se puede prever cuáles serán sus efectos sobre variables como la inflación, el crecimiento y el tipo de cambio. En consecuencia, tanto el análisis, como los resultados y las proyecciones que se presentan en este Informe, no consideran dicha situación.

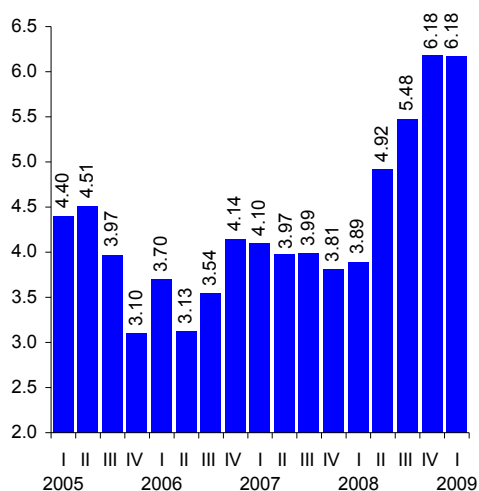
## 2. Evolución Reciente de la Inflación

### 2.1. La Inflación en el Primer Trimestre de 2009

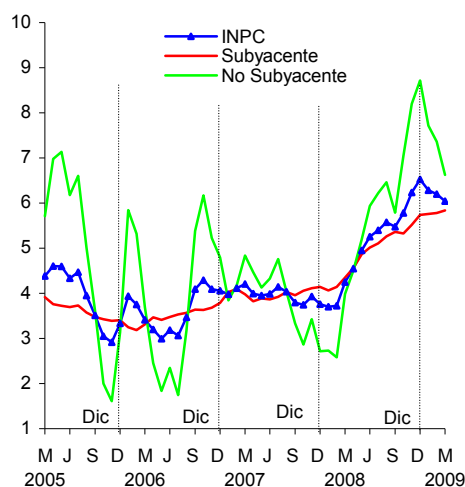
En el primer trimestre de 2009 la inflación general anual promedio se ubicó en 6.18 por ciento, resultado similar al obtenido el trimestre anterior. Sin embargo, mientras que la inflación general anual durante el cuarto trimestre de 2008 tuvo una trayectoria creciente, alcanzando un máximo de 6.53 por ciento en diciembre, a lo largo del primer trimestre de 2009 dicho indicador mostró niveles sucesivamente más bajos hasta cerrar en 6.04 por ciento en marzo (Cuadro 1 y Gráfica 1).

**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



El resultado anterior se explica por la tendencia decreciente que mostró, durante los primeros tres meses del año, la tasa de variación anual del índice no subyacente del INPC. Dicha trayectoria es atribuible a las menores tasas de crecimiento que registraron en el periodo tanto las cotizaciones de los bienes y servicios administrados y concertados, como las del grupo de frutas y verduras. En lo que a la inflación subyacente se refiere, ésta mostró un comportamiento mixto en sus distintos componentes. En su conjunto, ese índice cerró con una tasa de inflación promedio mayor a la registrada el trimestre anterior. La evolución de este indicador se vio influenciada por los aumentos de precios en el subíndice de mercancías, tanto alimentos como resto de mercancías, incrementos que resultaron compensados parcialmente por una reducción en la tasa de variación de los precios de los servicios, particularmente en los agregados de resto de servicios y vivienda.

**Cuadro 1**  
**Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes**

	Variación Anual por ciento				Variación Anual Promedio por ciento	
	Dic-2008	Ene-2009	Feb-2009	Mar-2009	Trim IV 2008	Trim I 2009
<b>INPC</b>	<b>6.53</b>	<b>6.28</b>	<b>6.20</b>	<b>6.04</b>	<b>6.18</b>	<b>6.18</b>
<b>Subyacente</b>	<b>5.73</b>	<b>5.76</b>	<b>5.78</b>	<b>5.83</b>	<b>5.53</b>	<b>5.79</b>
<b>Mercancías</b>	<b>6.45</b>	<b>6.80</b>	<b>6.98</b>	<b>7.10</b>	<b>6.13</b>	<b>6.96</b>
Alimentos	9.46	9.70	9.50	9.41	8.92	9.54
Resto de Mercancías	4.07	4.48	4.97	5.24	3.93	4.90
<b>Servicios</b>	<b>5.07</b>	<b>4.80</b>	<b>4.68</b>	<b>4.67</b>	<b>4.97</b>	<b>4.72</b>
Vivienda	4.22	3.95	3.89	3.95	4.20	3.93
Educación	5.76	5.66	5.88	5.83	5.77	5.79
Resto de Servicios	5.77	5.44	5.09	5.02	5.54	5.18
<b>No Subyacente</b>	<b>8.72</b>	<b>7.71</b>	<b>7.36</b>	<b>6.62</b>	<b>7.99</b>	<b>7.23</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>11.63</b>	<b>10.67</b>	<b>11.08</b>	<b>10.62</b>	<b>9.54</b>	<b>10.79</b>
Frutas y Verduras	10.58	6.91	5.83	4.35	7.46	5.70
Pecuarios	12.34	13.19	14.42	14.70	10.94	14.11
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>7.27</b>	<b>6.25</b>	<b>5.56</b>	<b>4.66</b>	<b>7.23</b>	<b>5.49</b>
Administrados	8.03	5.80	4.97	4.15	8.21	4.97
Concertados	6.44	6.74	6.20	5.22	6.19	6.05

En suma, durante el primer trimestre de 2009 la inflación general anual promedio estuvo influida a la baja por los siguientes factores:

- i) Descenso de la inflación anual de los bienes y servicios administrados, consecuencia de la adopción, al inicio del año, de algunas medidas encaminadas a reducir las tarifas eléctricas de baja tensión y los precios del gas LP, así como el congelamiento de los precios de las gasolinas Magna y Premium para venta en el interior del país.
- ii) Disminución en la tasa de crecimiento anual de las cotizaciones de las frutas y verduras.
- iii) Reducción en la inflación anual del grupo subyacente de resto de servicios ocasionada, en buena medida, por la trayectoria de precios de los genéricos servicios turísticos en paquete y transporte aéreo.
- iv) Menor tasa de variación anual en los precios del grupo de la vivienda.

A su vez, los siguientes elementos limitaron el descenso de la inflación durante el periodo de análisis:

- v) Aumento en la inflación anual del subíndice subyacente de las mercancías.
- vi) Una trayectoria alcista de las cotizaciones del grupo de los productos pecuarios.

El índice de precios no subyacente registró, en el primer trimestre de 2009, una variación anual promedio de 7.23 por ciento. El dato correspondiente

en el último trimestre de 2008 se ubicó en 7.99 por ciento (Cuadro 1). Como ya se mencionó, a lo largo de los tres meses analizados la trayectoria de la inflación del componente no subyacente fue decreciente (Gráfica 1b). Este patrón se explica por las menores tasas de crecimiento registradas en las cotizaciones de los bienes y servicios administrados y concertados, así como en las del agregado de frutas y verduras.

En el primer trimestre de 2009 la tasa de variación anual promedio del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados y concertados se ubicó en 5.49 por ciento, mientras que en el cuarto trimestre de 2008 fue 7.23 por ciento. Esta disminución se explica, en lo fundamental, por menores incrementos de las cotizaciones de los bienes y servicios administrados, los cuales experimentaron durante los mismos meses del año anterior aumentos causados por la elevación de las cotizaciones de las materias primas energéticas a nivel mundial. Como se recordará, ese fenómeno dio lugar a una política, por parte del Gobierno Federal, encaminada a reducir las brechas entre los precios internos y externos de dichos energéticos. En particular, deben señalarse las caídas de las tasas de variación anual de las tarifas de electricidad y de las cotizaciones del gas doméstico, cuyos niveles promedio en los tres primeros meses de 2009 fueron 4.02 y 3.00 por ciento, respectivamente, mientras que en el último trimestre de 2008 fueron 9.43 y 9.70 por ciento (Gráfica 2a). La reducción anterior fue consecuencia de la política de precios señalada en el plan de estímulo que instrumentó el Gobierno Federal, en el cual se incluyó, entre otras medidas a las siguientes: ajustes a la baja de las tarifas eléctricas de baja tensión (en promedio de 9 por ciento), así como del precio del gas LP (en promedio de 10 por ciento).<sup>1</sup> En lo relativo a las gasolinas Magna y Premium, el referido plan determinó congelar sus precios, salvo en las franjas fronterizas, donde los precios correspondientes se determinan considerando sus referentes internacionales.

Por lo que se refiere al grupo de los bienes y servicios concertados, su tasa de inflación anual promedio también mostró una reducción al pasar de 6.19 a 6.05 por ciento del cuarto trimestre de 2008 al primero de 2009. Los genéricos que tuvieron la mayor contribución a la baja de la inflación de este grupo fueron los siguientes: derechos por el suministro de agua, impuesto predial, servicio telefónico local y autobús foráneo (Gráfica 2b). Cabe señalar que en el mismo periodo del año anterior se presentaron incrementos relativamente altos en las tarifas del suministro de agua e impuesto predial en algunas localidades del país que no se repitieron en el presente año.

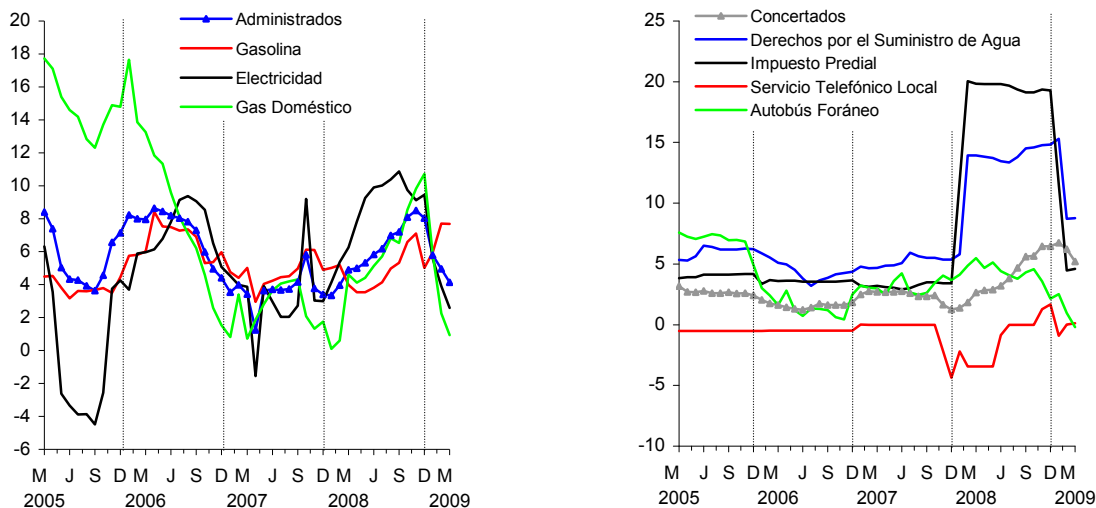
En el primer trimestre del año, la tasa de crecimiento anual promedio de las cotizaciones del subíndice de productos agropecuarios resultó de 10.79 por ciento, cifra 1.25 puntos porcentuales mayor a la obtenida en el trimestre anterior. Dicho aumento se originó en la trayectoria alcista de los precios del grupo de los pecuarios, principalmente de las carnes de res y de ave. Las cotizaciones de estos cárnicos probablemente se vieron afectadas por la depreciación cambiaria registrada durante los últimos meses. En contraste, los precios de algunas frutas y verduras han mostrado caídas, debido a que las cotizaciones correspondientes en el trimestre anterior fueron relativamente elevadas. En particular, son de destacar los casos de la cebolla, el tomate verde y el jitomate cuyas variaciones anuales promedio del trimestre registraron -8.70, -26.37 y -20.24 por ciento,

<sup>1</sup> Acuerdo Nacional a Favor de la Economía Familiar y el Empleo, anunciado el 7 de enero de 2009.

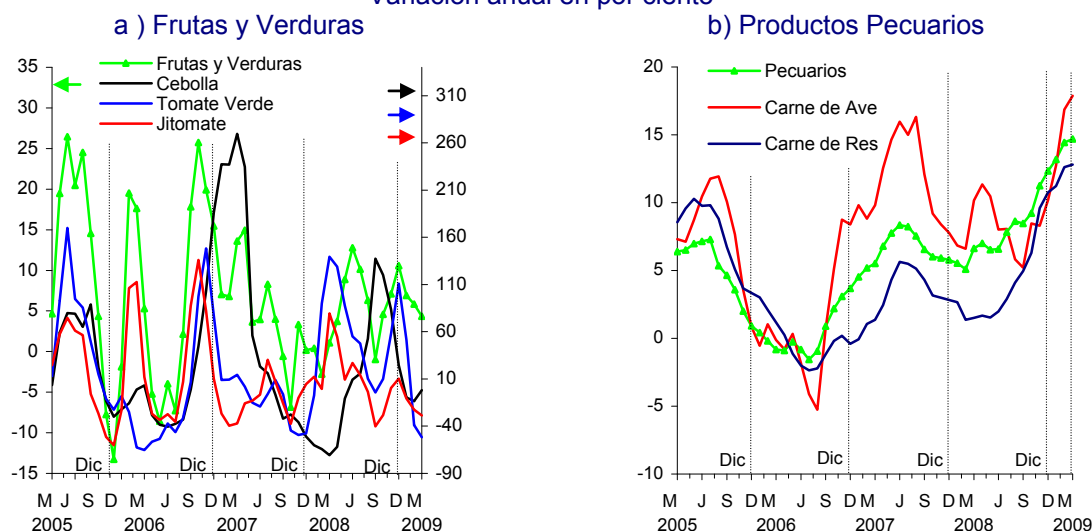


respectivamente, mientras que en el último trimestre de 2008 las tasas comparables fueron de 72.50, 59.74 y -5.41 por ciento (Gráfica 3).

**Gráfica 2**  
**Subíndice de Precios de Bienes y Servicios Administrados y Concertados**  
a) Administrados b) Concertados



**Gráfica 3**  
**Componentes del Subíndice de Precios de Productos Agropecuarios**  
Variación anual en por ciento

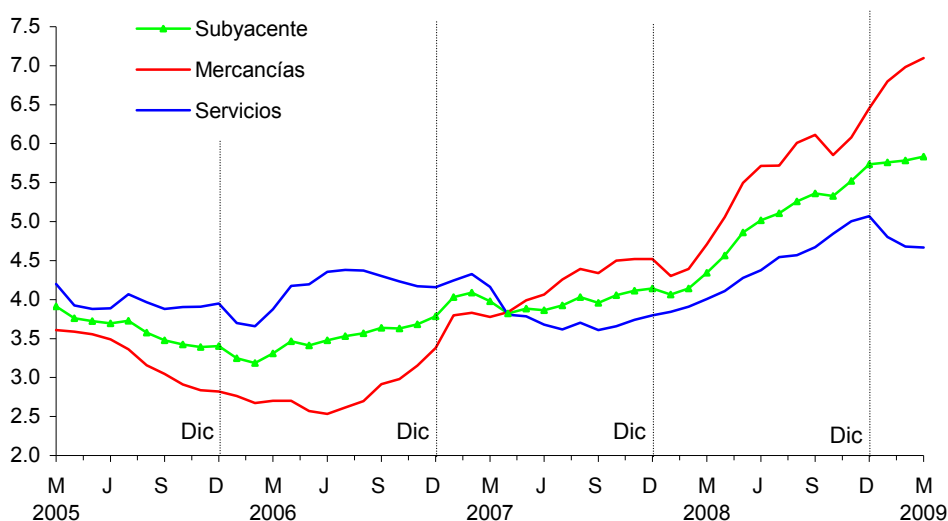


El índice de precios subyacente mostró en el primer trimestre de 2009, una variación anual promedio de 5.79 por ciento, en tanto que en el trimestre anterior dicha variación resultó de 5.53 por ciento. Al interior del índice subyacente, la inflación anual promedio de las mercancías pasó de 6.13 a 6.96 por ciento, del cuarto trimestre 2008 al primero de 2009 (Cuadro 1 y Gráfica 4). A este respecto, el grupo de los alimentos tuvo una tasa de inflación promedio mayor en el primer trimestre de 2009 que en el trimestre anterior, pasando de 8.92 a 9.54 por ciento. En esta comparación destacan las mayores contribuciones a la inflación general de los genéricos leche pasteurizada y fresca, cigarrillos,

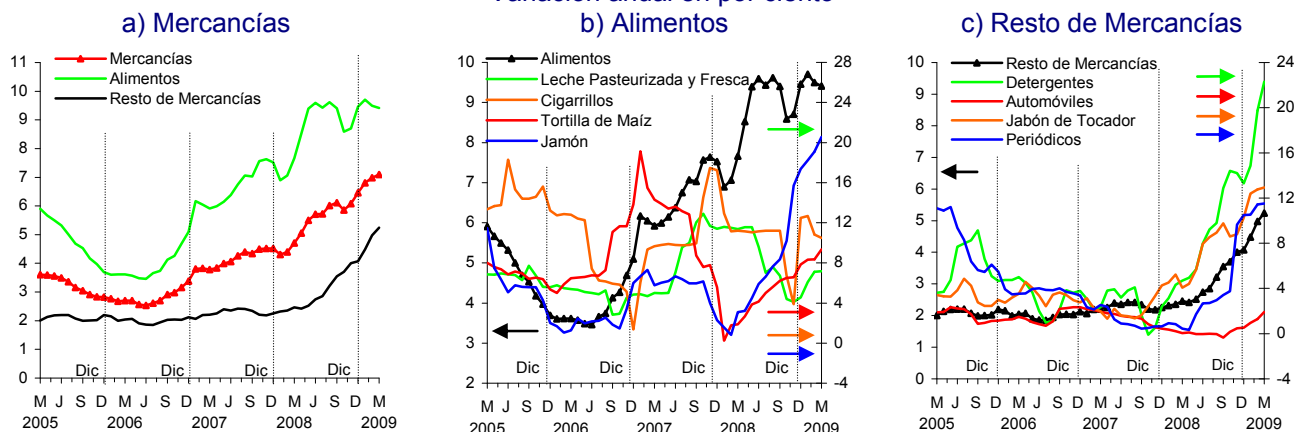


tortilla de maíz y jamón (Gráfica 5b). Cabe señalar, sin embargo, que las tasas de inflación anual de este grupo disminuyeron de enero a marzo. En contraste, el grupo del resto de las mercancías (no alimenticias) experimentó aumentos tanto en su tasa de inflación promedio del trimestre como en las tasas de inflación anual registradas de enero a marzo de 2009. Así, la inflación anual promedio trimestral del referido grupo se incrementó en 0.97 puntos porcentuales, para situarse en 4.90 por ciento (Cuadro 1). Dicho resultado estuvo influido al alza por la trayectoria de los precios de los siguientes grupos de productos: artículos para la limpieza personal y para la del hogar, mercancías elaboradas a base de celulosa y automóviles. Estos aumentos pudieron haber sido propiciados por la depreciación del tipo de cambio (Gráfica 5c y Cuadro 2).

**Gráfica 4**  
**Índice de Precios Subyacente y Componentes**  
Variación anual en por ciento



**Gráfica 5**  
**Subíndice de Precios Subyacente de Mercancías y Componentes**  
Variación anual en por ciento



**Cuadro 2**  
**Subíndice de Precios Subyacente de Resto de Mercancías**

	Variación Anual por ciento					Variación Anual Promedio por ciento	
	Dic-2007	Dic-2008	Ene-2009	Feb-2009	Mar-2009	Trim IV 2008	Trim I 2009
<b>INPC</b>	<b>3.76</b>	<b>6.53</b>	<b>6.28</b>	<b>6.20</b>	<b>6.04</b>	<b>6.18</b>	<b>6.18</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.14</b>	<b>5.73</b>	<b>5.76</b>	<b>5.78</b>	<b>5.83</b>	<b>5.53</b>	<b>5.79</b>
<b>Mercancías</b>	<b>4.52</b>	<b>6.45</b>	<b>6.80</b>	<b>6.98</b>	<b>7.10</b>	<b>6.13</b>	<b>6.96</b>
<b>Alimentos</b>	<b>7.52</b>	<b>9.46</b>	<b>9.70</b>	<b>9.50</b>	<b>9.41</b>	<b>8.92</b>	<b>9.54</b>
<b>Resto de Mercancías</b>	<b>2.26</b>	<b>4.07</b>	<b>4.48</b>	<b>4.97</b>	<b>5.24</b>	<b>3.93</b>	<b>4.90</b>
Automóviles	0.43	0.52	0.96	1.29	1.93	0.39	1.39
Artículos de Limpieza	3.43	8.22	9.66	11.43	12.23	8.26	11.11
Detergentes	2.39	13.29	14.85	19.74	22.30	13.96	18.98
Jabón de Tocador	4.27	10.28	12.38	12.75	12.93	9.23	12.69
Pasta Dental	2.19	2.73	5.19	6.10	5.92	2.03	5.74
Resto <sup>1/</sup>	3.94	6.63	7.62	8.57	8.98	6.89	8.39
Mercancías Elaboradas a Base de Celulosa	4.18	6.10	6.59	6.58	6.22	5.86	6.47
Periódicos	0.64	10.48	10.53	11.42	11.52	7.96	11.16
Pañales	6.34	7.73	9.47	8.02	8.46	7.46	8.65
Libros de Texto	4.36	3.85	4.26	4.12	4.34	3.65	4.24
Resto <sup>2/</sup>	4.23	6.02	6.37	6.57	5.76	6.12	6.23
Otros Resto de Mercancías <sup>3/</sup>	1.89	3.36	3.47	3.84	4.07	3.20	3.79

1/ Los productos de resto de artículos de limpieza en el INPC son los siguientes: Suavizantes y Limpiadores; Blanqueadores; Jabón para Lavar; Desodorantes Ambientales; Plaguicidas; Productos para el Cabello; y, Desodorantes Personales.

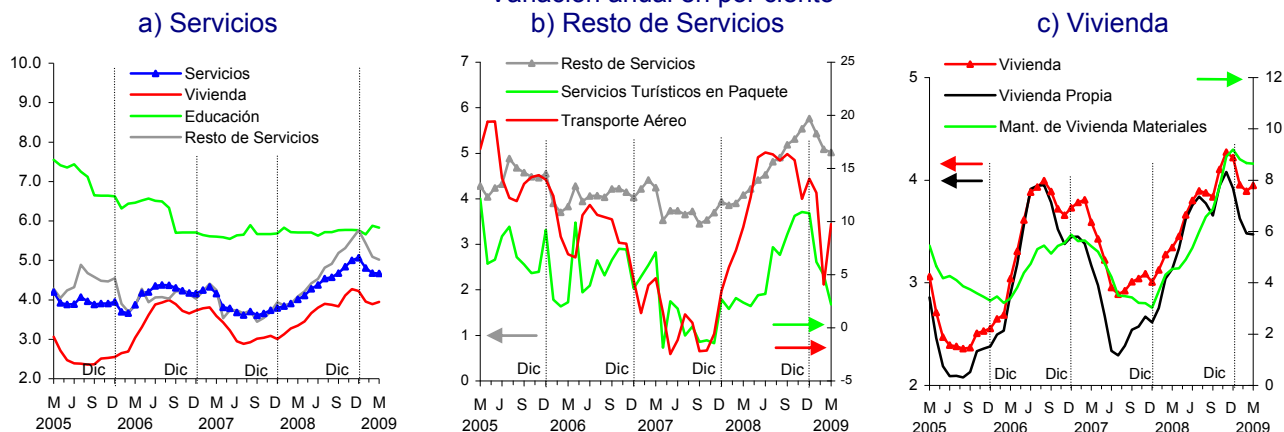
2/ Los productos de resto de Productos elaborados a base de celulosa en el INPC son los siguientes: Papel Higiénico; Toallas Sanitarias; Servilletas de Papel; Pañuelos Desechables; Otros Libros; Cuadernos y Carpetas; y, Revistas.

3/ Los grupos de Otros Resto de Mercancías en el INPC son los siguientes: Ropa, Calzado y Accesorios; Muebles, Aparatos y Accesorios Domésticos; Salud y Cuidado Personal; Transporte por Cuenta Propia; Artículos de Educación; y, Otros Artículos de Esparcimiento.

Por lo que toca al subíndice subyacente de los servicios, su tasa de crecimiento anual promedio pasó de 4.97 en el cuarto trimestre de 2008 a 4.72 por ciento en el primero de 2009 (Cuadro 1 y Gráfica 6a). A este respecto, destaca la menor tasa de inflación promedio en el grupo resto de los servicios, la cual se ubicó en 5.18 por ciento durante el primer trimestre de 2009, cifra 0.36 puntos porcentuales menor a la obtenida en el trimestre previo. La reducción mencionada se explica, a su vez, por los siguientes factores: menores cotizaciones de los servicios turísticos en paquete y del transporte aéreo que se derivaron de un efecto estacional por la ocurrencia de Semana Santa en la primera quincena de abril, baja en los precios de la turbosina y por la caída en la actividad económica, que ha coadyuvado a moderar la dinámica de estos precios (Gráfica 6b).

En el mismo sentido, el grupo de la vivienda también presentó una menor tasa de inflación anual promedio la cual pasó de 4.20 a 3.93 por ciento en los trimestres mencionados. Esta reducción se explica, principalmente, por los menores precios del acero y de los artículos elaborados con base en ese metal. Dichos descensos impactaron a la baja al Índice del Costo de la Construcción Residencial, indicador que se emplea en el cálculo del genérico vivienda propia. En lo referente a la educación, su tasa de inflación anual promedio permaneció prácticamente sin cambio, al ubicarse en 5.79 por ciento en el periodo de enero a marzo de 2009 (5.77 en el cuarto trimestre del año anterior).

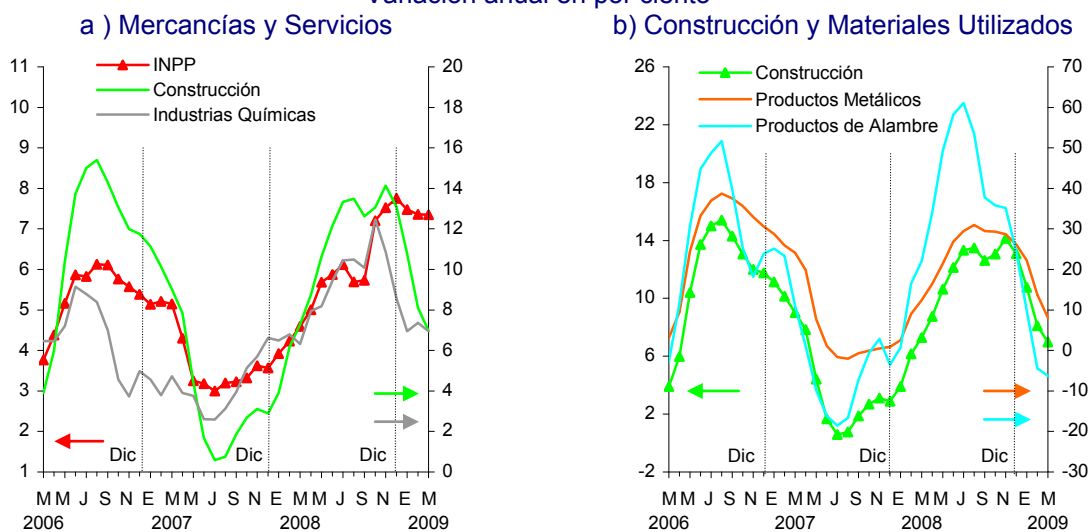
**Gráfica 6**  
**Subíndice de Precios Subyacente de Servicios y Componentes**  
Variación anual en por ciento



## 2.2. Índice Nacional de Precios Productor

En el primer trimestre de 2009, el Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, registró una variación anual promedio de 7.39 por ciento (en el trimestre previo dicha cifra fue 7.49 por ciento). El cambio de tendencia en la tasa de inflación anual del INPP es atribuible, en lo principal, a un menor crecimiento en los precios de la rama de la construcción, especialmente en aquellos rubros que utilizan de manera intensiva el acero como son la construcción de plantas industriales y las edificaciones no residenciales. Adicionalmente, también mostró una baja la tasa de inflación anual de las industrias químicas, particularmente en lo que toca a derivados del petróleo (Gráfica 7).

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

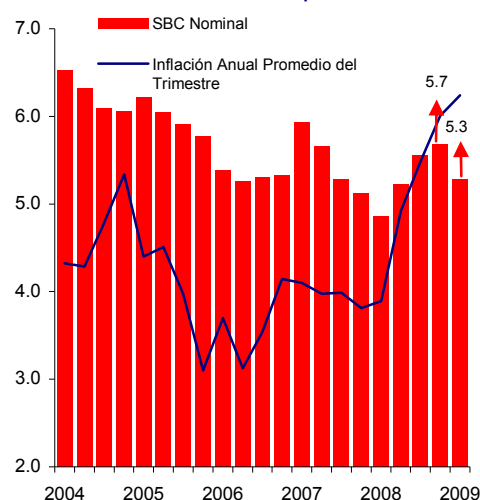


## 2.3. Salarios

El salario base de cotización al IMSS (SBC), el cual es un indicador que mide las remuneraciones de los trabajadores del sector formal, alcanzó 232.3 pesos diarios en promedio, durante el primer trimestre de 2009. Ello implicó una tasa de variación anual de 5.3 por ciento, cifra menor que la registrada en el trimestre previo (5.7 por ciento). Esta disminución se debe al menor ritmo de crecimiento que registró dicho indicador en marzo con relación a las observaciones de meses anteriores. Cabe señalar, que el salario base de cotización tuvo un comportamiento diferenciado en las distintas actividades económicas que reporta el IMSS. Por un lado, en los sectores extractivo y de transformación se registraron los mayores aumentos a tasa anual durante el trimestre mencionado; en contraste, en las actividades referentes a la industria de la construcción, y a los servicios para empresas y personas, se dieron las menores alzas (Cuadro 3).<sup>2</sup>

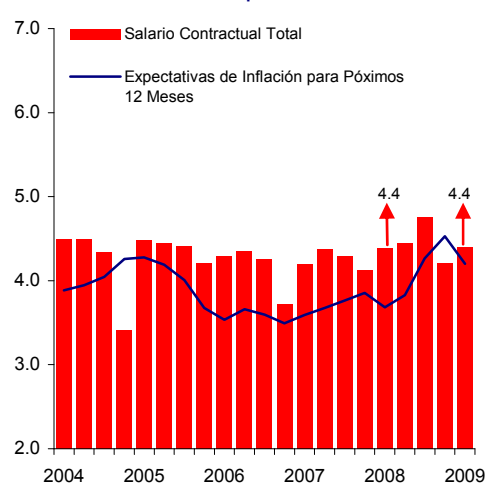
**Gráfica 8**  
**Principales Indicadores Salariales**

a) Salario Base de Cotización al IMSS <sup>1/</sup>  
Variación anual en por ciento



1/ Este indicador considera a los trabajadores afiliados al IMSS. Cobertura: 14.0 millones de trabajadores en promedio durante los primeros dos meses de 2009, lo que corresponde a 34.6 por ciento del personal ocupado remunerado total.

b) Salario Contractual <sup>2/</sup>  
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 al salario contractual acordado por los trabajadores de empresas de jurisdicción federal se ubicó en 4.4 por ciento durante el primer trimestre de 2009. Dicha cifra resultó igual a la correspondiente al mismo periodo del año previo. Por tipo de propiedad de las empresas, las

<sup>2</sup> 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 (p.ej. gratificaciones, prima vacacional y comisiones). Por su parte, los salarios contractuales comprenden únicamente el incremento directo al tabulador que negocian los trabajadores de las empresas de jurisdicción federal, mismos que estarán vigentes durante los siguientes doce meses. Cabe señalar que la composición mensual de este último indicador se integra con la información de las empresas que llevaron a cabo sus revisiones salariales, usualmente en el mismo periodo del año, razón por la que éste exhibe un patrón estacional. Debido a lo anterior, resulta conveniente realizar el análisis del salario base de cotización comparando periodos de tiempo sucesivos, mientras que en el caso de los salarios contractuales resulta apropiado efectuar dicho análisis en periodos anuales comparables.

revisiones salariales efectuadas por las empresas públicas y privadas registraron un incremento promedio ponderado de 4.6 y 4.4 por ciento, respectivamente. (Gráfica 8b y Cuadro 3).

**Cuadro 3**  
**Indicadores Salariales**  
Variación anual en por ciento

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

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

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

Por intervalo de incremento del salario contractual destaca que, durante el primer trimestre de 2009, el 71.9 por ciento de los trabajadores de empresas de jurisdicción federal obtuvo un aumento salarial entre 4.0 y 4.9 por ciento, cifra menor a la registrada en el primer trimestre del año previo que fue de 80.1 por ciento. En contraste, el porcentaje de trabajadores que recibió un aumento salarial entre 0.0 y 3.9 por ciento pasó de 5.6 a 9.7 por ciento durante el mismo periodo (Cuadro 4).

**Cuadro 4**  
**Distribución de los Incrementos al Salario Contractual**  
Distribución de frecuencias relativas

Intervalo de Incremento	2008					2009
	I	II	III	IV	Prom	I
Según el número de trabajadores beneficiados						
<b>0.0-3.9%</b>	5.6	5.0	5.1	2.0	4.2	9.7
<b>4.0- 4.9%</b>	80.1	81.1	70.2	87.4	80.6	71.9
<b>5.0- 5.9%</b>	10.2	8.4	20.5	8.9	11.4	12.6
<b>6.0 y más</b>	4.1	5.5	4.3	1.7	3.7	5.8
Según el número de revisiones efectuadas						
<b>0.0-3.9%</b>	7.7	8.9	12.1	13.1	10.0	9.7
<b>4.0- 4.9%</b>	60.9	63.6	56.8	51.4	58.9	52.0
<b>5.0- 5.9%</b>	21.4	18.1	20.0	26.2	21.1	26.4
<b>6.0 y más</b>	10.0	9.5	11.1	9.4	9.9	11.9

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

### 3. Principales Determinantes de la Inflación

---

#### 3.1. Condiciones Externas

La economía mundial continuó muy débil durante el primer trimestre de 2009, afectada por la severa crisis financiera y sus efectos de retroalimentación con el sector real. La información disponible sugiere una caída del PIB global en el periodo, resultado de la recesión en las economías avanzadas y en un creciente número de economías emergentes. Los problemas en estas últimas se vieron acentuados por un fuerte descenso de los ingresos de capital. No obstante, diversos indicadores sugieren que la contracción de la actividad económica y el comercio mundial pudieran atenuarse en el segundo semestre de 2009. El entorno de debilidad, y precios para los productos primarios muy por debajo de los observados durante el año previo, permitieron aliviar las presiones inflacionarias, especialmente en las economías avanzadas. Por otra parte, existen indicios de que el sistema financiero internacional comienza a estabilizarse en respuesta a las medidas implementadas para enfrentar la crisis. Estos avances han sido influidos por mayores esfuerzos de cooperación internacional, particularmente en el contexto del G20.

##### 3.1.1. Actividad Económica Global

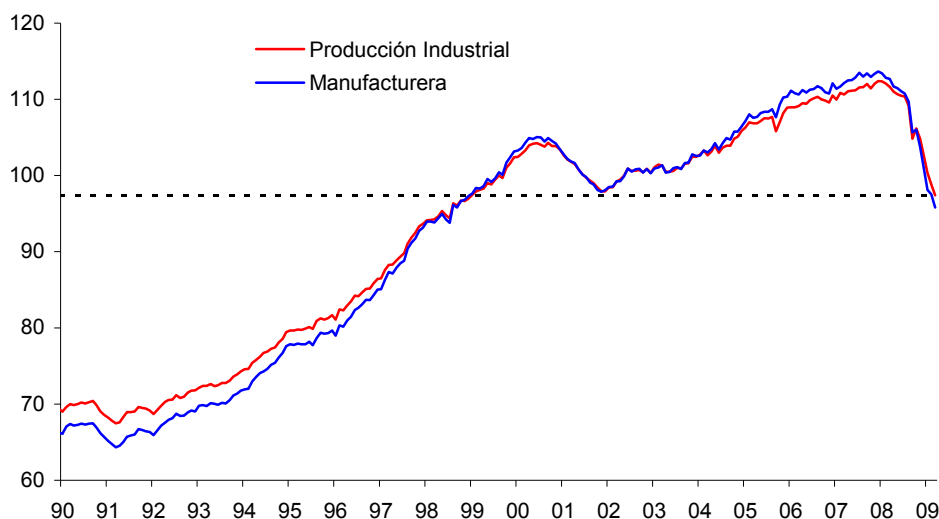
La evolución de la economía estadounidense en el periodo octubre-diciembre de 2008 reflejó el agravamiento de los problemas financieros globales y su retroalimentación con el sector real. El PIB se contrajo 6.3 por ciento a tasa trimestral anualizada en ese lapso (0.8 por ciento con respecto al mismo trimestre del año previo), la segunda caída consecutiva y la más severa desde 1982.

La información oportuna sugiere otra fuerte contracción de la actividad económica en el primer trimestre de 2009. El consumo privado presentó cierta recuperación en el trimestre, apoyado por el efecto en el ingreso disponible de las medidas de estímulo fiscal y la operación de estabilizadores automáticos. Por su parte, la inversión no residencial siguió resintiendo los efectos de la persistente incertidumbre, un entorno recesivo y la caída de las utilidades corporativas. La actividad en el sector residencial parece haber tenido otra contribución negativa al crecimiento del PIB, en virtud de los todavía muy elevados coeficientes de inventarios a ventas de casas y del continuo descenso de los precios de éstas. Asimismo, las empresas siguieron esforzándose por reducir sus niveles de inventarios, lo que parece haber incidido negativamente en la trayectoria de la actividad económica. Por otra parte, los datos disponibles de comercio exterior sugieren que las exportaciones netas contribuyeron de manera positiva al crecimiento del PIB. Cabe destacar que tanto la producción industrial, como la manufacturera, se contrajeron a tasas de dos dígitos en los primeros meses del año (12.8 y 15.0 por ciento a tasa anual, respectivamente, en marzo), por lo que su nivel de actividad se redujo a cifras similares a las observadas hace una década (Gráfica 9).

En general, los analistas prevén que la economía estadounidense continúe contrayéndose en el periodo abril-junio, aunque a un menor ritmo que en los dos trimestres anteriores, antes de mostrar una expansión modesta (trimestre

a trimestre) en el tercer y cuarto trimestres. Se espera que las medidas de estímulo fiscal anunciadas por la administración estadounidense a mediados de febrero de 2009, contribuyan de manera importante a atenuar la profundidad de la recesión.<sup>3</sup> El FMI anticipa una contracción del PIB de 2.2 por ciento a tasa anual en el cuarto trimestre de 2009 y un crecimiento de 1.5 por ciento anual en el último trimestre de 2010. Por otra parte, es de esperarse que el proceso de desapalancamiento financiero se prolongue por varios años, lo que probablemente implique tasas de crecimiento del PIB en el mediano plazo menores a las observadas en años recientes. Al respecto, procede señalar que el ajuste en la participación del consumo en el PIB en el ciclo actual es todavía modesto en relación al registrado en ciclos previos (Gráfica 10). Lo anterior, combinado con la considerable destrucción de riqueza de las familias como resultado de la crisis, entre otros factores, hacen esperar disminuciones adicionales de dicho coeficiente. Además, el gobierno estadounidense deberá hacer frente en los próximos años a los retos resultantes del fuerte crecimiento del déficit fiscal y del balance del banco central, que han sido propiciados por la implementación de medidas fiscales y monetarias anticíclicas y por los programas de apoyo al sistema financiero.<sup>4</sup>

**Gráfica 9**  
**EUA: Producción Industrial y Manufacturera**  
Índice 2002=100, datos con ajuste estacional



Fuente: Federal Reserve.

Otras economías avanzadas también sufrieron fuertes caídas del PIB a finales de 2008, estimándose un comportamiento similar en el periodo enero-marzo de 2009. En la zona del euro, el PIB acumuló en el cuarto trimestre de 2008 su tercera contracción en el año (6.2 por ciento a tasa trimestral anualizada). Los indicadores oportunos apuntan a la persistencia de tendencias

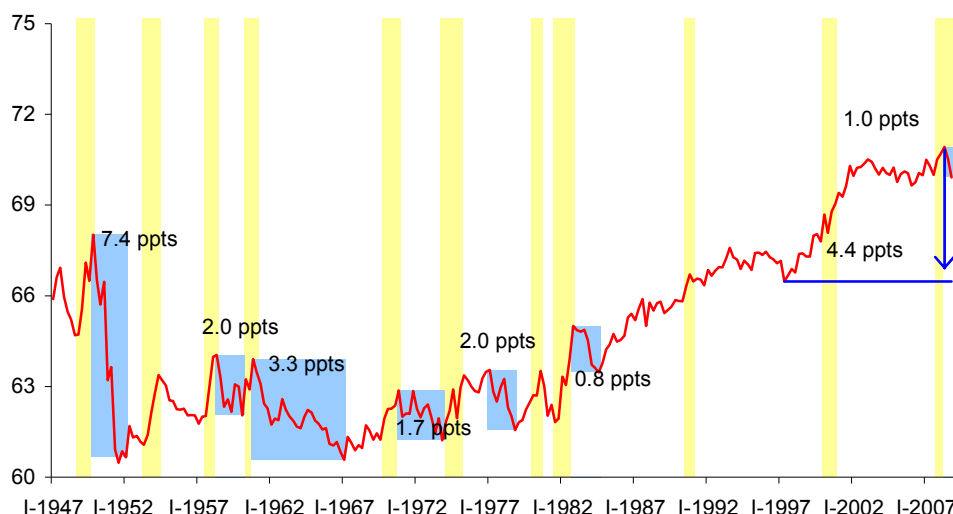
<sup>3</sup> El paquete, por 787 mil millones de dólares, contempla reducciones impositivas y asistencia federal a estados, así como gastos adicionales principalmente en sectores sociales e infraestructura. El FMI estima que el paquete proporcionará un estímulo equivalente a 2 por ciento del PIB en 2009 y a 1.8 por ciento del PIB en 2010.

<sup>4</sup> Cabe señalar, por ejemplo, que la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) estima que bajo las políticas propuestas en el proyecto de presupuesto de la actual administración para 2010, el déficit fiscal estadounidense podría aumentar a alrededor de 13 por ciento del PIB en 2009, y que la deuda pública como por ciento del PIB podría incrementarse de alrededor de 40 por ciento del PIB en 2008 a 75 por ciento del PIB en 2015.



negativas para las exportaciones, la inversión y la actividad industrial en el primer trimestre de 2009,<sup>5</sup> aunque los resultados de las más recientes encuestas empresariales son indicativas de una moderación en la tasa de deterioro. En Japón, el PIB registró en el cuarto trimestre de 2008 su mayor contracción en 35 años (12.1 por ciento a tasa trimestral anualizada). El desplome de las exportaciones y reducciones adicionales del consumo privado y la confianza empresarial, sugieren que la severa caída en la actividad económica continuó durante el primer trimestre de 2009.<sup>6</sup> El PIB del Reino Unido se contrajo en 7.4 por ciento a tasa trimestral anualizada en octubre-diciembre de 2008, y la información más reciente apunta a un nuevo descenso del producto en el primer trimestre de 2009.

**Gráfica 10**  
**EUA: Consumo Privado Real**  
En por ciento del PIB



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

Nota: Las líneas sombreadas indican periodos recesivos según la definición de NBER y los cuadros azules marcan episodios pasados de caídas en consumo.

El crecimiento del PIB de las economías emergentes en su conjunto ha sido adversamente afectado por la menor demanda global y la persistencia de condiciones financieras desfavorables. En China, el PIB registró una tasa de crecimiento anual de 6.1 por ciento en el primer trimestre de 2009, lo que representa la cifra más baja en casi 10 años. La economía de la India, al ser relativamente cerrada, ha estado menos expuesta a la menor demanda externa. No obstante, el crecimiento del PIB se redujo a 5.3 por ciento a tasa anual en octubre-diciembre de 2008, y a principios de 2009 la producción industrial continuó contrayéndose (1.2 por ciento en febrero a tasa anual). La economía de Rusia ha sido afectada por la menor demanda de las economías avanzadas, el descenso de los precios de los productos primarios, particularmente la energía, y la turbulencia financiera. El PIB de este país se expandió apenas 1.2 por ciento a tasa anual en el último trimestre de 2008, en tanto que su producción industrial se

<sup>5</sup> La producción industrial disminuyó en febrero en 20.6, 16.3 y 20.7 por ciento a tasa anual en Alemania, Francia e Italia, respectivamente. Por su parte, las exportaciones de mercancías de estos países cayeron 28.7 por ciento, 27.3 por ciento y 31.9 por ciento en enero, respectivamente.

<sup>6</sup> En febrero, la producción industrial y las exportaciones de mercancías se redujeron 38.4 y 41.1 por ciento a tasa anual, respectivamente.



redujo 13.7 por ciento a tasa anual en marzo y sus exportaciones 47.6 por ciento a tasa anual en febrero, lo que sugiere que la debilidad se ha acentuado.

En América Latina, los indicadores oportunos de la actividad económica muestran, en varios países, fuertes caídas a principios de 2009. Por ejemplo, la producción industrial registró en febrero reducciones anuales de 17.0 por ciento en Brasil y 11.5 por ciento en Chile. Las cifras correspondientes para las exportaciones de mercancías son -6.4 y -44.5 por ciento en marzo, respectivamente. Las presiones sobre la región se han dado a través de diversos canales. Por un lado, se ha observado una reducción en los flujos de capital. Por otro lado, la caída en los precios de los productos primarios ha impactado fuertemente a los países exportadores netos de estos productos, como Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador y Venezuela. Adicionalmente, la disminución de la demanda externa ha ocasionado descensos importantes en los volúmenes exportados, y diversos países han resentido los efectos de menores flujos de ingresos por turismo y remesas provenientes del exterior.

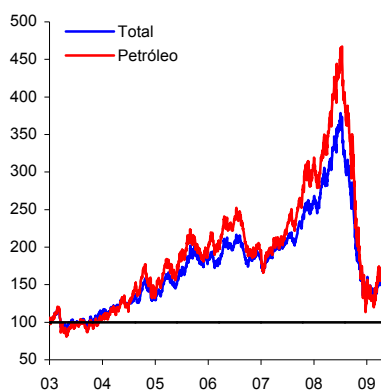
### 3.1.2. Precios de las Materias Primas

La fuerte tendencia al alza registrada por los precios de las materias primas en los últimos años concluyó en el tercer trimestre de 2008, como resultado de la turbulencia en los mercados financieros internacionales y el deterioro en las perspectivas de crecimiento económico mundial. Luego de la marcada caída observada a partir de su máximo alcanzado en julio de 2008, los precios de las materias primas se estabilizaron en diciembre del mismo año y mostraron una modesta recuperación, con altibajos, en los primeros meses de 2009 (Gráfica 11). No obstante lo anterior, los precios de los productos primarios siguieron registrando a principios de este año fuertes caídas a tasa anual.

Gráfica 11

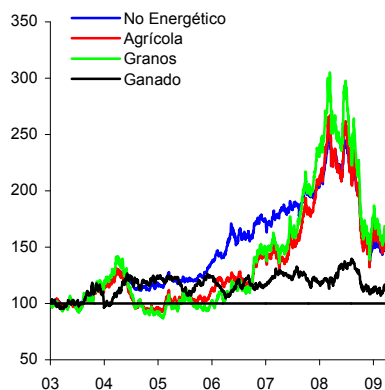
#### Precios de Productos Primarios Índice 31 de diciembre de 2001=100

a) Precio de Productos Primarios y Petróleo



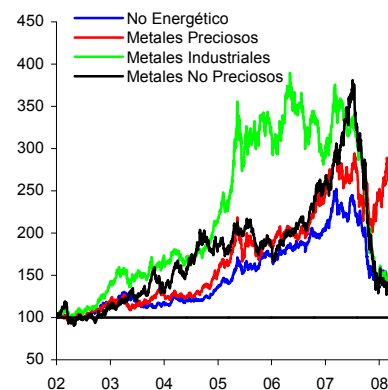
Fuente: Bloomberg.

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.

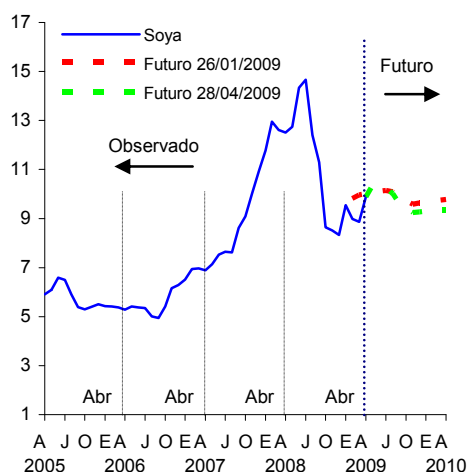
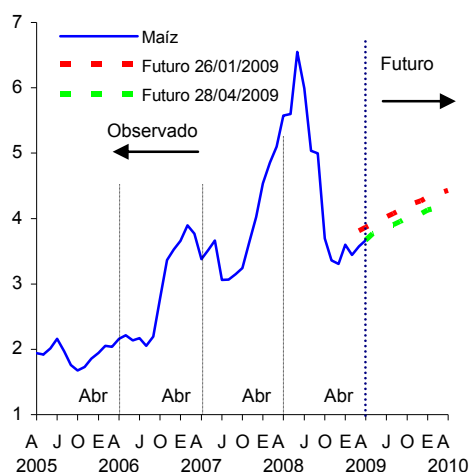
#### 3.1.2.1. Materias Primas Alimenticias

En general, la evolución de las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias se ha caracterizado por un significativo ajuste a la

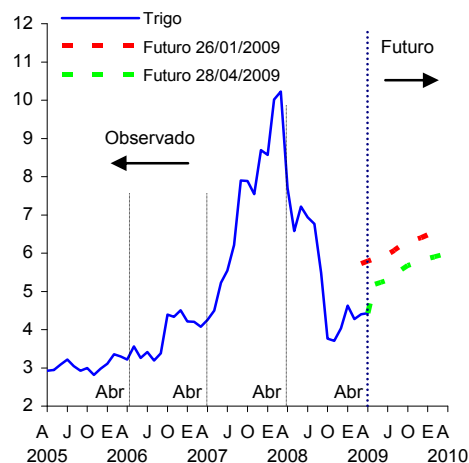
baja a partir del segundo semestre de 2008. La caída se detuvo durante el primer trimestre de 2009 ante una contracción de la oferta. Asimismo, los futuros de granos, cárnicos y lácteos sugieren que durante el próximo año los precios internacionales de estos alimentos podrían elevarse, aunque a niveles menores que los observados en el primer semestre de 2008, por lo que es previsible que en los próximos meses las materias primas alimenticias no constituyan una fuente significativa de presión inflacionaria.

Los precios internacionales de los granos, con excepción del arroz, registraron caídas importantes durante el segundo semestre de 2008. Ello fue consecuencia, en lo principal, de una demanda global deprimida y de la caída en las cotizaciones de los insumos energéticos. Esta tendencia se revirtió de manera parcial desde finales de 2008. No obstante lo anterior, al cierre de marzo, las cotizaciones del maíz, trigo y soya exhibieron tasas de variación anual de -30.00, -56.99 y -29.66 por ciento, respectivamente (Gráfica 12).

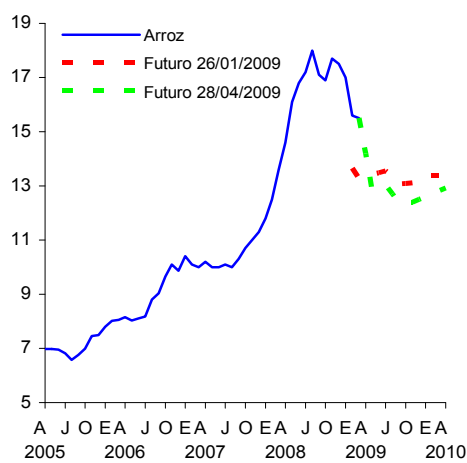
**Gráfica 12**  
**Precios Internacionales y a Futuro de los Granos <sup>1/</sup>**  
a) Maíz b) Soya



c) Trigo



d) Arroz <sup>2/</sup>



Fuente: U.S. Department of Agriculture (USDA) y Chicago Board of Trade (CBT).

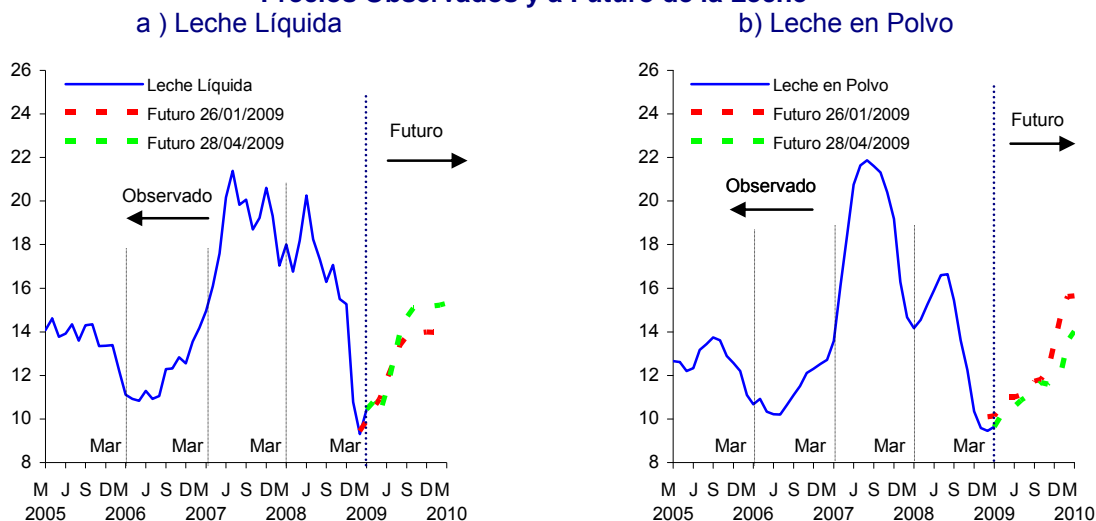
1/ Dólares por bushel.

2/ Dólares por CWT (USD/100Lb). El precio del arroz de marzo de 2009 es preliminar.

A pesar de que las cotizaciones internacionales de la leche líquida y en polvo mostraron cierta estabilización a principios de 2009, su ritmo de crecimiento anual continuó con la tendencia decreciente iniciada a mediados de 2008. Ello situó, en marzo de 2009, las tasas de crecimiento anual de ambos lácteos en -42.00 y -31.97 por ciento, respectivamente (Gráfica 13). Cabe señalar, sin embargo, que en el caso de estos dos tipos de leche se prevé un repunte mayor en sus precios con relación al esperado para los granos.

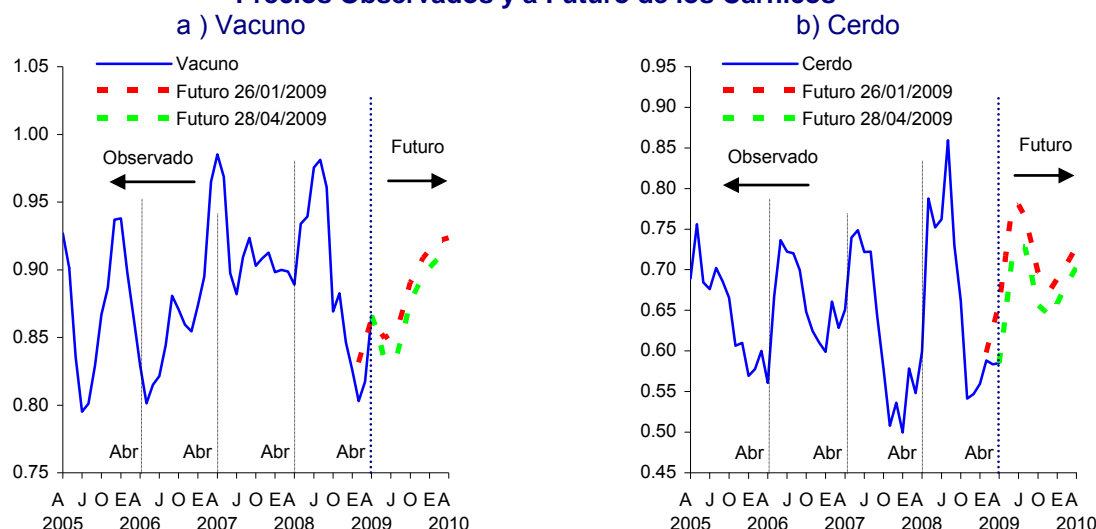
Las cotizaciones internacionales de la carne de res exhibieron en marzo de 2009 una variación anual de -9.05 por ciento, consecuencia de la menor demanda a nivel mundial de este cárnico (Gráfica 14a). Por otra parte, el precio internacional de la carne de cerdo registró una tasa de variación anual de 6.50 por ciento (Gráfica 14b). Los mercados a futuro anticipan un mayor incremento en el precio de la carne de cerdo con relación al esperado para la de res.

**Gráfica 13**  
**Precios Observados y a Futuro de la Leche<sup>1/</sup>**



Fuente: U. S. Department of Agriculture (USDA).  
Chicago Mercantile Exchange (CME).  
1/ Dólares por CWT (USD/100 Lb).

**Gráfica 14**  
**Precios Observados y a Futuro de los Cárnicos<sup>1/</sup>**



Fuente: U.S. Department of Agriculture (USDA).  
Chicago Mercantile Exchange (CME).  
1/ Dólares por Libra.

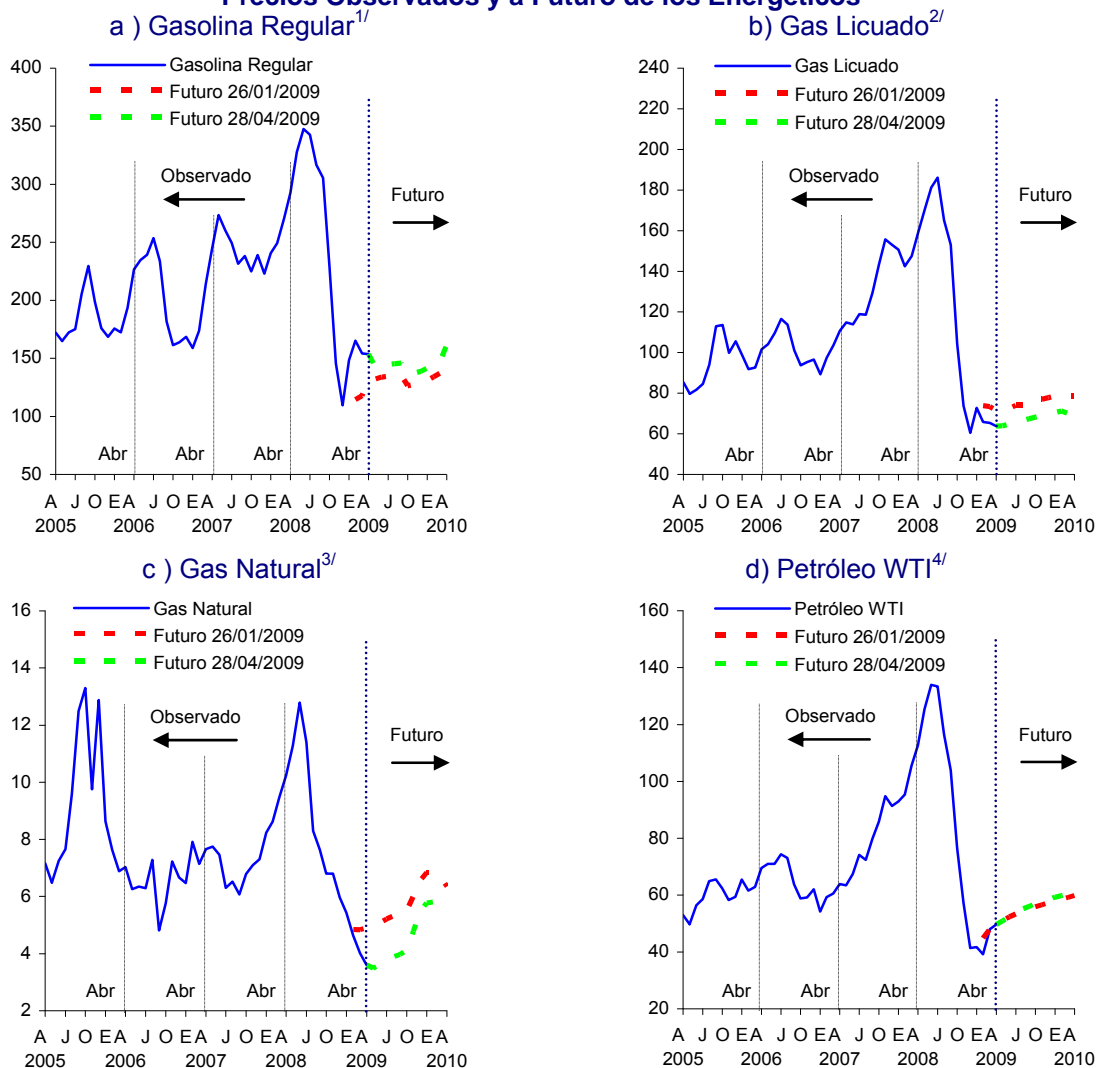
### 3.1.2.2. Materias Primas Energéticas

Durante el primer trimestre de 2009 se detuvo la tendencia descendente que los precios internacionales de las materias primas energéticas habían mostrado en los últimos dos trimestres de 2008 (con excepción del gas natural). Aun así, en marzo de 2009 las tasas de variación anual de la gasolina, del gas licuado, del gas natural y del petróleo WTI fueron -42.96, -55.70, -57.58 y -54.51 por ciento, respectivamente (Gráfica 15). De esta forma, después de haber experimentado fuertes bajas durante el segundo semestre del año previo, debidas a la considerable caída de la actividad económica mundial y la consecuente contracción en la demanda por energéticos, en los primeros tres meses del presente año los precios de estos productos se estabilizaron en niveles similares a los registrados en 2004, con excepción de la gasolina, cuyo valor en 2009 resultó ligeramente mayor.

Las cotizaciones en los mercados a futuro sugieren que a lo largo de 2009 los precios de las materias primas energéticas permanecerán alrededor de los niveles actuales. Se proyecta para el presente año una caída promedio en el consumo mundial de petróleo de 1.35 millones de barriles diarios, mientras que para 2010 se espera un incremento promedio en el consumo mundial de 1.1 millones de barriles diarios. Por el lado de la oferta, se prevé que la producción de países no afiliados a la OPEP se mantenga constante durante 2009 y aumente en 260 mil barriles diarios en 2010, después de haber presentado una caída de 300 mil barriles diarios en 2008, lo que contrasta con un crecimiento anual promedio de 570 mil barriles diarios entre 2000 y 2007. En lo que respecta a la oferta de la OPEP, durante el primer trimestre del año los países miembros han realizado recortes en su producción del orden de 2 millones de barriles diarios, en respuesta a la disminución de los precios internacionales. Por otra parte, los inventarios internacionales de materias primas energéticas se mantienen en niveles relativamente altos respecto de los observados en años anteriores, por lo que se espera que de darse una recuperación económica mundial más rápida de

lo que se anticipa, tanto los inventarios disponibles como la capacidad productiva ociosa de la OPEP podrían mitigar los efectos de un incremento en la demanda sobre las cotizaciones internacionales.

**Gráfica 15**  
**Precios Observados y a Futuro de los Energéticos**



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

1/ Texas. Centavos de dólar por galón.

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

3/ TETCO. Tex. Dólares por MMBtu.

4/ Dólares por barril.

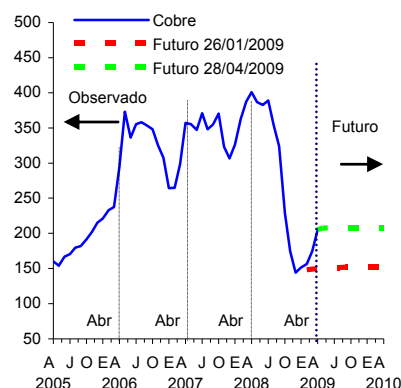
### 3.1.2.3. Materias Primas Metálicas Básicas

Las cotizaciones internacionales del cobre presentaron una tasa de variación anual de -54.82 por ciento en marzo de 2009. Ello resulta de un importante ajuste a la baja en dichos precios durante el segundo semestre de 2008 y un ligero repunte al inicio de este año. Por su parte, los precios internacionales del acero continuaron con una tendencia decreciente, alcanzando en marzo de 2009 una variación anual de -35.62 por ciento (Gráfica 16). Al igual que en el caso del resto de las materias primas, la caída en los precios internacionales de los insumos metálicos ha sido causada por la contracción de la

economía mundial. Los mercados a futuros anticipan que las cotizaciones promedio del cobre se mantendrán fluctuando alrededor de los niveles actuales a lo largo de los siguientes doce meses, mientras que los del acero podrían exhibir una moderada tendencia ascendente.

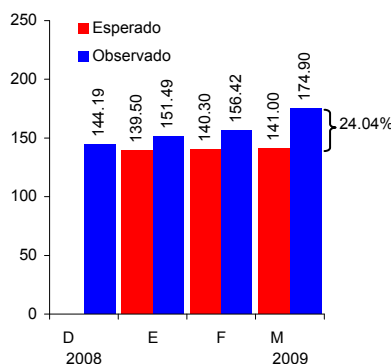
**Gráfica 16**  
**Evolución del Precio del Cobre y del Acero**

a) Precio Internacional del Cobre<sup>1/</sup>



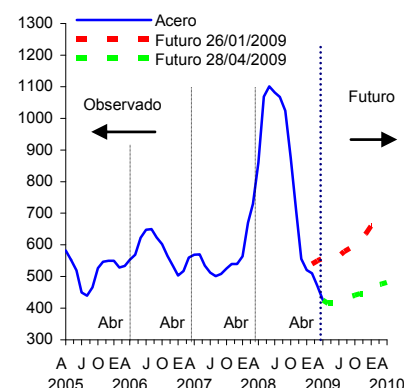
Fuente: Metal Bulletin.  
Commodity Exchange Inc. (CMX).  
1/ Centavos de dólar por libra.

b) Precios Internacionales del Cobre<sup>1/</sup>  
Observados y Esperados<sup>2/</sup>



Fuente: Metal Bulletin.  
Commodity Exchange Inc. (CMX).  
1/ Centavos de dólar por libra.  
2/ Información correspondiente a los futuros del 31 de diciembre de 2008.

c) Precios Internacionales del Acero<sup>3/</sup>



Fuente: Metal Bulletin.  
Chicago Mercantile Exchange.  
3/ Dólares por tonelada corta.

### 3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación

Durante el primer trimestre de 2009, las presiones inflacionarias a nivel global se mantuvieron muy por debajo de las observadas el año anterior, si bien registrándose importantes variaciones entre países. El debilitamiento de la actividad económica aumentó la capacidad ociosa y moderó las demandas de aumento salarial. Al mismo tiempo, la trayectoria de los precios de los productos primarios contribuyó a contener la inflación. No obstante esta tendencia general, cabe aclarar que la depreciación de los tipos de cambio de un número significativo de países limitó los avances en la reducción de la inflación.

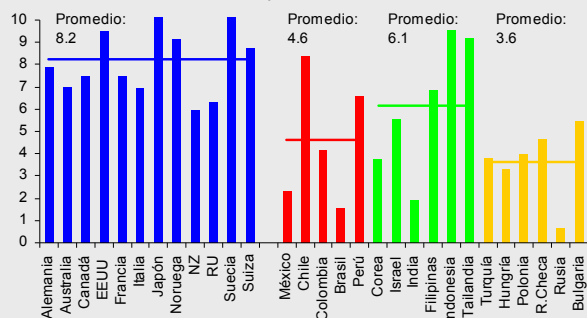
En los países avanzados, la inflación general al consumidor presentó una marcada tendencia al alza de mediados de 2007 a mediados de 2008 (Gráfica 17). En el segundo semestre de este último año, la inflación en estas economías inició una tendencia a la baja, ubicándose durante los primeros meses de 2009 en niveles reducidos en la mayoría de los países avanzados. Por otra parte, el descenso de la inflación subyacente ha sido más modesto. Además, la tendencia a la baja de este índice abarca un periodo más corto que el observado para la inflación general y, salvo en el caso de Estados Unidos, en ninguna de las economías avanzadas la inflación subyacente ha descendido a los mínimos registrados en 2006-2007. La menor disminución de la inflación subyacente que la general (fenómeno que como se verá más adelante también se observa en las economías emergentes), podría estar vinculado al efecto de la depreciación de los tipos de cambio de muchos de estos países (Recuadro 1).

### Recuadro 1 Determinantes de la Inflación a Nivel Mundial

Como es bien sabido, la inflación a nivel mundial registró una tendencia al alza desde 2006 y hasta mediados de 2008. Entre las razones que se han señalado dieron lugar a dicho fenómeno destaca el alza en los precios internacionales de las materias primas y el dinamismo de la actividad económica, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Posteriormente, en la medida en que los problemas en los mercados financieros se transmitieron al sector real y se intensificó el deterioro del panorama para la actividad económica a nivel mundial, la inflación en un gran número de economías registró un punto de inflexión y comenzó a disminuir. Sin embargo, esta reducción en la inflación ha mostrado algunas diferencias entre el grupo de economías avanzadas y el de emergentes. Inclusive, al interior de cada grupo también se han observado algunas diferencias.

En términos generales, como se señala en la Sección 3.1.3, la inflación general en las economías avanzadas comenzó a disminuir antes que en las emergentes. Así, desde principios del segundo semestre de 2008, la inflación en las economías avanzadas inició una tendencia a la baja, ubicándose durante los primeros meses de 2009 en niveles reducidos en la mayoría de éstas. Por su parte, en las economías emergentes, el punto de inflexión en la inflación se presentó en muchos casos (particularmente en América Latina) hasta finales de 2008. Otra diferencia se encuentra en la corrección que hasta ahora ha presentado la inflación en ambos grupos de países. Por corrección de inflación se entiende la disminución de ésta desde su punto máximo en 2008 hasta el nivel actual, en relación al aumento observado desde su mínimo en 2006 hasta su máximo en 2008. A este respecto, la corrección en la inflación ha sido, en términos generales, mayor en las economías avanzadas que en las emergentes. Finalmente, una diferencia adicional se encuentra en la velocidad a la que la inflación ha venido disminuyendo. Considerando la reducción en la inflación general desde su nivel máximo registrado en 2008 hasta el nivel actual, así como el número de meses que lleva disminuyendo, en la Gráfica 1 se presenta el ritmo de disminución promedio por mes. Se observa que, en promedio, en las economías avanzadas la inflación ha disminuido a un ritmo más acelerado (8.1 por ciento cada mes) que en cada uno de los tres subgrupos de economías emergentes (4.6, 6.1 y 3.6 por ciento, respectivamente).

**Gráfica 1**  
**Reducción de la Inflación General**  
En por ciento



1/ Se refiere al ritmo de disminución compuesto promedio por mes, calculado tomando en cuenta la variación porcentual desde el nivel máximo alcanzado en 2008 hasta su nivel actual, normalizado para considerar el número de meses que lleva disminuyendo.  
Fuente: Sitios oficiales de cada país.

Por otra parte, la comparación de la evolución de la inflación general con la subyacente muestra que el descenso de la

inflación subyacente ha sido más modesto tanto en economías avanzadas como emergentes, si bien también este indicador había aumentado en menor medida entre 2006 y 2008 (Sección 3.1.3). Además, la tendencia a la baja de la inflación subyacente abarca, en términos generales, un periodo más corto que el observado para la inflación general y, salvo en el caso de Estados Unidos, en ninguna de las economías avanzadas la inflación subyacente ha descendido a los mínimos registrados en 2006-2007.

A continuación se analizan tres elementos que, en términos generales, han venido influyendo sobre la dinámica de la inflación en los últimos trimestres: i) la disminución en los precios internacionales de los energéticos; ii) la depreciación cambiaria que se ha observado en un gran número de países; y iii) el deterioro en la actividad económica.<sup>1</sup> El propósito es identificar algunos elementos que pudieran explicar las diferencias antes señaladas y, a partir de éstos, inferir qué se puede esperar para la inflación a nivel mundial en los siguientes trimestres. El grupo de países considerados en este ejercicio incluye economías avanzadas y emergentes.<sup>2</sup>

#### i) Disminución en los Precios Internacionales de los Energéticos

La contribución de la caída en los precios internacionales de los energéticos a la disminución de la inflación general en cada país depende de la política local para determinar dichos precios, de la importancia de éstos en la canasta de consumo (efecto directo) y del traspaso del cambio en los costos de las empresas (derivados de cambios en el costo de la energía) a los precios al consumidor (efecto indirecto). Un ejercicio que permite ilustrar la contribución de este factor a la reducción de la inflación en los países analizados se presenta en la Gráfica 2.<sup>3</sup> Para cada país se presenta la reducción en la inflación general anual desde su nivel más alto alcanzado en 2008, hasta su nivel más reciente, así como la contribución (incidencia) de la disminución en la inflación del rubro de energéticos. Si bien este ejercicio sólo considera el efecto directo de los cambios en los precios locales de los energéticos sobre la reducción reciente en la inflación de cada país, permite ilustrar que en algunos casos una parte considerable de la reducción reciente en la inflación general se explica por la menor inflación en el rubro de los energéticos. Tales son los casos de Canadá, Noruega y Reino Unido, de los avanzados; y, Chile y Tailandia, de los emergentes. Lo anterior sugiere que la caída en los precios internacionales de los energéticos ha contribuido a la reducción de la inflación general. Sin embargo, no en todos los casos ha tenido una influencia importante, posiblemente debido a diferencias en cuanto al uso de referencias internacionales para determinar los precios de la energía en cada país.

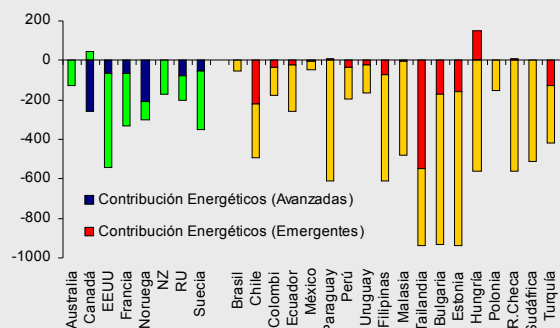
<sup>1</sup> Si bien en este ejercicio no se considera la contribución de la disminución en los precios internacionales de otros bienes primarios, como los alimentos y los metales, es claro que su contribución a la reducción en la inflación mundial también ha sido importante.

<sup>2</sup> Las economías avanzadas consideradas son: EEUU, Japón, Canadá, Noruega, Nueva Zelanda, Australia, Reino Unido, Suecia, Suiza y, de la Zona Euro, Alemania, Italia y Francia. Respecto a las emergentes, de América Latina se incluyen: Brasil, Chile, Colombia, Perú, Ecuador, Paraguay, Uruguay y México; de Asia, Filipinas, Malasia, Corea, Tailandia, Indonesia, Israel, y China; de Europa de Este, Estonia, Polonia, Hungría, República Checa, Bulgaria, Rusia y, adicionalmente, se incluye Sudáfrica y Turquía.

<sup>3</sup> Australia y Nueva Zelanda reportan la inflación trimestralmente, por lo que la inflación tanto general como subyacente corresponde a diciembre de 2008. Por su parte, para Japón e Israel, la inflación reportada es al mes de febrero de 2009.



**Gráfica 2**  
**Cambio en Inflación General**  
Puntos base



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

## ii) Depreciación del Tipo de Cambio

El rezago o resistencia de la inflación subyacente para mostrar una clara tendencia a la baja podría estar relacionado con la depreciación que han registrado las monedas en la mayoría de los países analizados en los últimos meses. Si bien en muchas de estas economías el tipo de cambio ha mostrado una apreciación en semanas recientes, la depreciación que se ha registrado desde sus niveles más apreciados en 2008 a la fecha sigue siendo considerable.

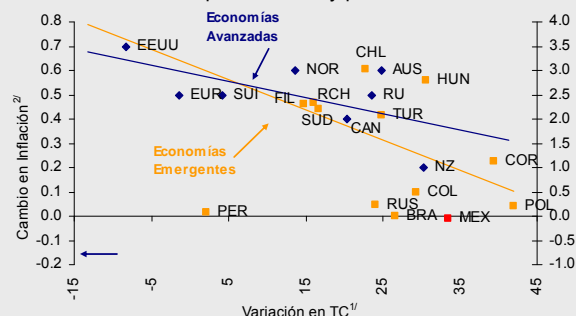
En las economías avanzadas se observa que aquellos países que han registrado una mayor depreciación en sus tipos de cambio, como Australia, Canadá, Nueva Zelanda y Reino Unido, también son aquellos que han registrado una menor disminución en la inflación subyacente (Gráfica 3). En el caso de las economías emergentes, se encuentra una relación similar. Tal es el caso de Brasil, Colombia, Corea, Polonia y Turquía. De esta manera, se observa que en aquellas economías en las que se ha observado una depreciación del tipo de cambio mayor, en términos generales, la reducción en la inflación subyacente ha sido menor. Esto sugiere que la mayor resistencia a la baja por parte de la inflación subyacente en el caso de las economías emergentes pudiera estar asociada a que la depreciación de sus monedas ha sido mayor, o a que el traspaso del tipo de cambio a los precios al consumidor posiblemente sea mayor en estas economías, como lo sugiere la mayor pendiente (en términos absolutos) de la línea de regresión para este grupo de economías (línea amarilla) en la Gráfica 3.

## iii) Actividad Económica

Por lo que se refiere a las presiones sobre la inflación por el lado de la demanda, es claro que el fuerte deterioro en la actividad económica a nivel mundial contribuye a menores presiones por el lado del gasto y, con ello, a una reducción en la inflación. Como se muestra en la Gráfica 4, para todos los países, el debilitamiento de la actividad económica se ve reflejado en reducciones importantes esperadas para los indicadores de brecha de producto desde sus niveles positivos registrados en 2008 (i.e. cambio hacia condiciones de mayor holgura en la utilización de los factores de la producción).

El ejercicio muestra que los países con la mayor disminución esperada en su brecha de producto, también son aquellos que han registrado una mayor disminución en su inflación subyacente. Esta relación es más estrecha en el caso de las economías avanzadas (mayor pendiente de la línea de regresión azul en Gráfica 4) que en el de las emergentes.

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

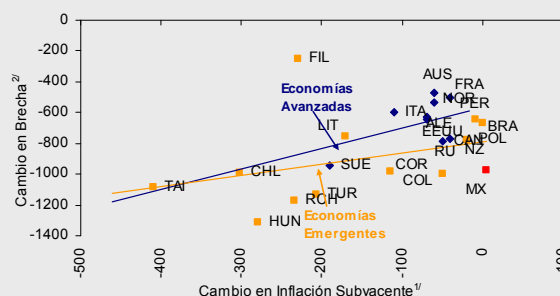


1/ En el eje horizontal se presenta la depreciación cambiaria. Una variación positiva representa una depreciación del tipo de cambio nominal efectivo multilateral. Para EEUU y la Zona Euro, la apreciación del tipo de cambio nominal es del 15 de septiembre de 2008 a la fecha.

2/ En el eje vertical se presenta la reducción en la inflación subyacente desde su nivel más alto en 2008 a su nivel más reciente.

Fuente: Elaborado con datos de Bloomberg y JP Morgan.

**Gráfica 4**  
**Cambio en Brecha de Producto y**  
**Cambio en Inflación Subyacente**  
Puntos Base



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

2/ En el eje vertical se muestra el cambio en la brecha de producto de cada país desde su nivel más elevado reciente (en la mayoría de los casos en 2008) hasta su nivel estimado para el cuarto trimestre de 2009. La brecha de producto se obtiene utilizando el filtro HP con corrección de colas. Para Lituania y Turquía el cambio en la brecha se calcula de su nivel más elevado hasta el nivel observado en 2008 T4.

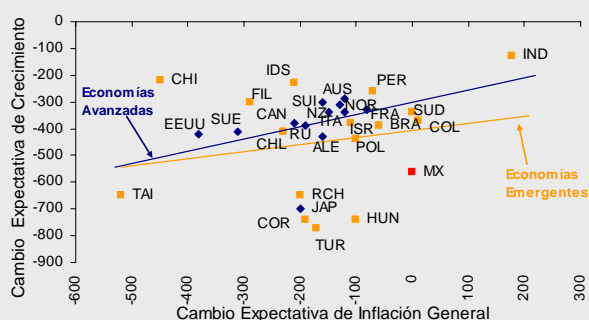
Fuente: Elaborado con datos de Bloomberg y pronósticos provenientes de Consensus Forecasts y JP Morgan.

Esto, junto con el hecho de que la brecha de producto en las economías avanzadas lleva disminuyendo, en promedio, cuatro trimestres, mientras que en las emergentes tres trimestres (dos trimestres, en promedio, en el caso de las economías de América Latina), es congruente con que la inflación comenzó a disminuir antes en las economías avanzadas.

Lo anterior parecería ser especialmente relevante para las economías de América Latina, donde al parecer todavía no se han materializado de manera clara los efectos del menor ritmo de actividad económica sobre la inflación. En la Gráfica 5 se muestra la relación entre la revisión en las expectativas de crecimiento económico para 2009 (de la encuesta de agosto de 2008 a la encuesta de marzo de 2009) y la revisión en las expectativas para la inflación general en 2009 en el mismo periodo. Como era de esperarse, la relación es positiva: en la medida en que la revisión en las expectativas de crecimiento es mayor, el ajuste a la baja en las expectativas de inflación también ha sido de mayor magnitud.



**Gráfica 5**  
**Cambio en Expectativas de Crecimiento para 2009 y**  
**Cambio en Expectativas de Inflación General para 2009**  
Puntos Base

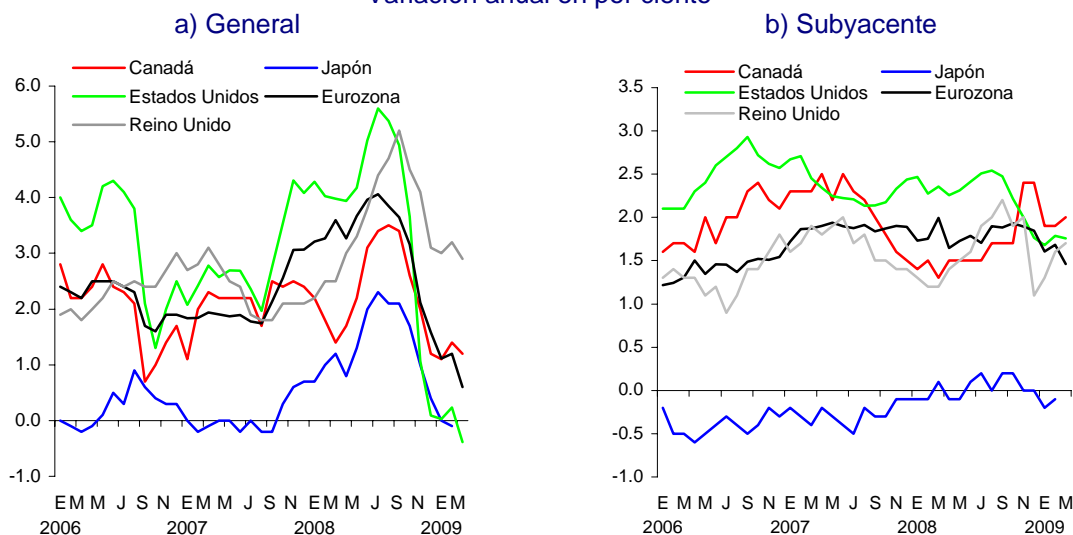


Fuente: Consensus Forecasts, encuestas de agosto de 2008 y marzo de 2009.

En conclusión, se podría decir que, en general, las diferencias en la dinámica reciente de la inflación tanto entre las economías

avanzadas y las emergentes, como entre las economías de este último grupo han estado influidas por los elementos mencionados en este recuadro. Primero, la disminución en la inflación general ha estado influenciada, al menos en algunos países, por la baja en los precios de los energéticos. Segundo, la resistencia que ha mostrado la inflación subyacente a mostrar un claro punto de inflexión en las economías emergentes podría estar asociada con la depreciación del tipo de cambio nominal. Tercero, la caída en la actividad económica, y su consecuente efecto sobre la inflación a través de la demanda agregada, ha comenzado a tener efecto sobre la inflación. Lo anterior ha sido más claro en las economías avanzadas debido, en parte, a que en éstas la actividad económica comenzó a debilitarse antes que en las economías emergentes. Finalmente, teniendo en consideración la información presentada en este recuadro, es de esperarse que durante los siguientes trimestres, la inflación en las economías emergentes continúe disminuyendo. Ello será más evidente en la medida en que el deterioro de los indicadores de actividad económica se traduzca en un entorno de menor gasto que eventualmente afecte el proceso de determinación de precios.

**Gráfica 17**  
**Inflación en Países Avanzados Seleccionados**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales de países seleccionados.

Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales de países seleccionados.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor en términos anuales fue de -0.4 por ciento en marzo –luego de situarse en las cercanías de cero en los tres meses anteriores–, reflejando aún los efectos de la baja en los precios de la energía de la segunda mitad de 2008. Por su parte, la inflación subyacente continuó estable –ligeramente por debajo de 2 por ciento a tasa anual en marzo–. En virtud de la debilidad de la actividad económica, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC, por sus siglas en inglés) considera que la inflación se mantendrá baja y que persiste el riesgo de que se ubique por debajo de los niveles que son consistentes con la estabilidad de precios y tasas adecuadas de crecimiento económico (Recuadro 2). De esta forma, el FOMC mantuvo la tasa de fondos federales en una rango de 0 a 25 puntos base en las dos reuniones de política que tuvieron lugar durante el trimestre, complementando esta medida con una fuerte expansión de la liquidez a través de la ampliación de su balance.

## Recuadro 2

### Los Riesgos Deflacionarios e Inflacionarios en Estados Unidos

Las medidas expansivas aplicadas por la Reserva Federal, junto con las de estímulo fiscal implementadas por el gobierno estadounidense, se han enfocado en atenuar la recesión económica en Estados Unidos y la crisis financiera. Sin embargo, han surgido diversos temores no solamente sobre la efectividad de la política monetaria para hacer que la economía retorne a la senda de crecimiento, sino para evitar que el nivel de precios tienda a caer o a subir de un modo disruptivo.<sup>1</sup>

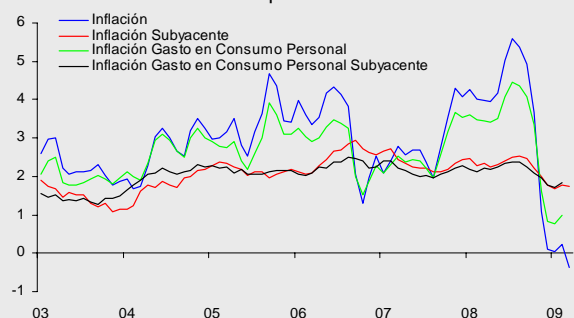
Por un lado, se encuentra presente la preocupación de que la profundidad de la recesión actual pudiera llevar a la economía a un período prolongado de caída de los precios y del producto. Por otra parte, existe la inquietud de que un nivel de la tasa de política de prácticamente cero y la acelerada expansión de la base monetaria, pudieran traducirse posteriormente en el detonante de un proceso de inflación elevada.

#### Riesgo Deflacionario

La deflación se define como una caída persistente y general de los precios, incorporada además en las expectativas de los agentes económicos. La deflación es nociva debido a que daña la posición financiera de empresas y consumidores, y estimula la postposición de las decisiones de gasto, agravando la recesión. Adicionalmente, durante periodos deflacionarios la política monetaria suele perder gran parte de su efectividad, en virtud de que la tasa de política tiende a estar cercana a cero.

Este fenómeno se manifestó durante la Gran Depresión de la década de los treinta y, más recientemente, en Japón entre 1999 y 2005. Durante esta última etapa, la tasa de referencia fue llevada a cero y se aplicó una política de "relajamiento cuantitativo" a través de la expansión de la hoja de balance del Banco de Japón, en algunos aspectos similar al que ha implementado en la recesión actual la Reserva Federal.<sup>2</sup> Los temores de deflación también estuvieron presentes en Estados Unidos a finales de 2003, cuando la tasa de inflación subyacente se ubicó cerca de 1.0 por ciento (Gráfica 1).

**Gráfica 1**  
**El Comportamiento de la Inflación**  
En por ciento



Fuente: BLS y BEA.

<sup>1</sup> Kohn, Donald L., "Policies to Bring Us Out of the Financial Crisis and Recession." Speech before the "Forum on Great Decisions in the Economic Crisis", College of Wooster, Ohio. April 3, 2009.

<sup>2</sup> El "relajamiento cuantitativo" japonés tenía como objetivo el incremento de las reservas de los bancos, mientras que el enfoque de "relajamiento crediticio" de la Fed enfatiza la mezcla de préstamos y valores en su poder y los efectos de ésta composición sobre las condiciones crediticias de los hogares y los negocios. Ambos enfoques se basan en la expansión de la hoja de balance del banco central. Bernanke, B. "The Crisis and the Policy Response", Speech At the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, January 13, 2009.

En la actualidad, la preocupación por una posible deflación proviene de la rápida reducción que ha registrado la inflación general al consumidor y el acrecentamiento de la debilidad económica. La inflación general tuvo durante los últimos tres meses de 2008 sus mayores contracciones mensuales en la historia y en términos anuales se tornó negativa en marzo de este año. Si bien la caída de la inflación en este periodo obedece en buena medida a la reducción de los precios de los productos primarios, las definiciones de inflación que excluyen los componentes más volátiles también han tendido a la baja, como resultado del debilitamiento de la actividad económica y menores precios de los bienes importados. Al mismo tiempo, el PIB experimentó una fuerte caída y la tasa de desempleo tuvo un repunte pronunciado.

Por otra parte, diversos analistas consideran que las medidas de estímulo monetario y fiscal instrumentadas hasta ahora, a pesar de su extraordinaria magnitud, no serán suficientes para disipar los riesgos de deflación. Si bien éstos son considerados serios incluso por las autoridades monetarias,<sup>3</sup> la Fed ha señalado que está en posición de reducirlos con los instrumentos a su disposición<sup>4</sup>, enfatizando que está dispuesta a expandir su hoja de balance para que exista un nivel de gasto nominal e inflación congruentes con el crecimiento económico en el largo plazo. Las compras de bonos de largo plazo por la Fed con el fin de estimular el gasto, constituyen otra medida contra la deflación. Además, para contribuir al anclaje de las expectativas, la Reserva Federal comenzó a publicar proyecciones sobre inflación y desempleo a plazos más amplios.

#### Riesgo Inflacionario

Por otra parte, algunos analistas temen que las acciones para proveer de liquidez a los bancos y bajar las tasas de interés de largo plazo, pudieran convertirse en una fuente de presiones inflacionarias una vez que se inicie la recuperación económica. Varios autores han mostrado que en periodos suficientemente largos, el crecimiento de la oferta monetaria es correspondido por un crecimiento similar del nivel de precios.<sup>5</sup> Sin embargo, la relación entre la tasa de crecimiento del dinero y la inflación no es necesariamente estrecha en plazos cortos. En las condiciones actuales, la rápida expansión de la oferta monetaria coexiste con un nivel de precios estable y aún declinante, debido a las circunstancias especiales del mercado monetario y a la caída de la actividad del sector real. Durante la etapa reciente, la expansión de la base monetaria (circulante en poder del público más las reservas de los bancos comerciales en el banco central) se explica casi exclusivamente por el incremento en las reservas de los bancos, mientras que los agregados amplios como M2, que en Estados Unidos tienen una relación más estrecha con el comportamiento de los precios, han crecido a tasas relativamente reducidas (Gráfica 2). Por ello, algunos analistas consideran que la expansión monetaria no es un motivo inmediato de presión inflacionaria.<sup>6</sup>

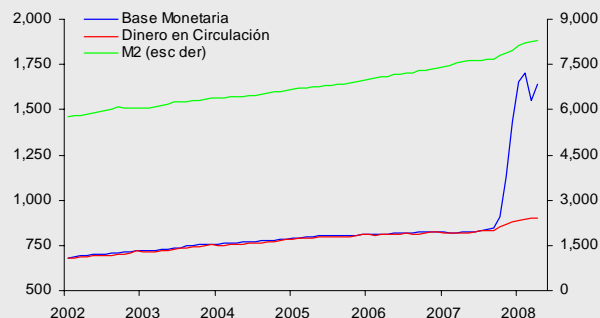
<sup>3</sup> En su comunicado de marzo de 2009, la Fed establece que ve "algunos riesgos de que la inflación pudiera persistir por un tiempo debajo de tasas que mejor promueven el crecimiento económico y la estabilidad de precios en el largo plazo."

<sup>4</sup> Bernanke, B., "The Federal Reserve's Balance Sheet," Speech At the Federal Reserve Bank of Richmond 2009 Credit Markets Symposium, Charlotte, North Carolina, April 3, 2009.

<sup>5</sup> Ver por ejemplo, Lucas, R. E., "Monetary Neutrality," Nobel Lecture. The Journal of Political Economy, Vol. 104, No. 4, August 1996 y; McCandless, G.T. y Warren E. Weber, "Some Monetary Facts," Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 19, No. 3, Summer 1995.

<sup>6</sup> Véase RGE Monitor, "Exit Strategies from Credit Easing: Will the Fed Avoid High Inflation?", April 3, 2008., and Matus, D.T. and David A. Rosenberg, "The Fed's problem", Economic Commentary, Bank of America/Merrill Lynch Research, April 1, 2009.

**Gráfica 2**  
**La Expansión de la Base Monetaria**  
En miles de millones de dólares



Fuente: Federal Reserve Bank.

Los programas de estímulo monetario aplicados por la Fed desde agosto de 2007 han tomado diversas modalidades. Además de reducir la tasa de política a su intervalo actual de 0 a 25 puntos base, la Fed introdujo una serie de medidas de política no convencionales. Estas medidas se clasifican en cuatro tipos:<sup>7</sup> 1) de apoyo crediticio y de liquidez a instituciones depositarias y otras instituciones financieras, incluyéndose en esta categoría a los acuerdos de intercambio de monedas con bancos centrales de otros países para poder atender las demandas de dólares en sus economías; 2) de crédito directo a prestamistas e inversionistas en mercados crediticios de importancia, a través de las cuales se dio acceso a los préstamos de la Fed a inversionistas e instituciones no depositarias que usualmente están excluidas de tal posibilidad; 3) de compras de gran escala de activos de alta calidad como bonos del Tesoro o activos de las agencias con respaldo gubernamental, con el objetivo de bajar el costo y aumentar la disponibilidad de crédito a hogares y negocios; y 4) de asistencia financiera directa a instituciones específicas (como por ejemplo, los casos de Bear Stearns y AIG) para evitar problemas sistémicos. Como resultado de éstas y otras medidas, la hoja de balance de la Reserva Federal se expandió de alrededor de 870 mil millones de dólares (mmd) antes del comienzo de la crisis, a aproximadamente 2.2 billones de dólares a finales de abril.

La Reserva Federal considera que puede evitar que sus medidas expansivas puedan convertirse en una fuente de presiones inflacionarias.<sup>8</sup> En primer lugar, varios de los programas de préstamo de la Fed son a corto plazo, además de que sus tasas activas son normalmente más elevadas que las que prevalecen en el mercado, por lo que la demanda de recursos a través de estos mecanismos tenderá a contraerse de modo automático si las condiciones mejoran. Segundo, la Fed está en posición de vender en el mercado abierto sus activos de largo plazo para reducir las reservas de los bancos. El riesgo en este caso radica en que lo anterior implicaría una postura monetaria más restrictiva que podría afectar la recuperación. Tercero, algunas de las reservas de los bancos podrían ser absorbidas a través del Programa Suplementario de Financiamiento del Tesoro.<sup>9</sup> Cuarto, la Fed puede pagar intereses sobre las reservas de los bancos desde octubre del

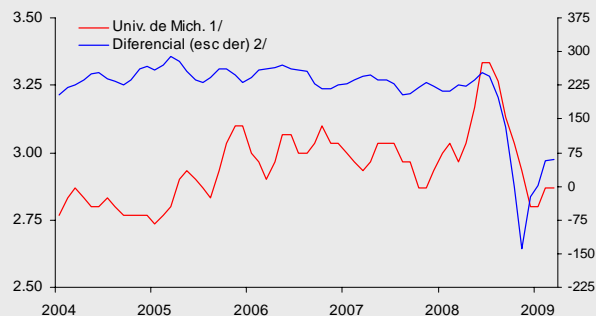
año pasado, y con ello puede poner un piso a la tasa de fondos federales.<sup>10</sup>

No obstante, algunos analistas sostienen que el objetivo de dismantelar los programas de relajamiento crediticio sin causar disrupciones puede ser difícil de lograr.<sup>11</sup> En primer lugar, se han enfatizado las dificultades para identificar el momento adecuado para comenzar a reducir el tamaño de la hoja de balance. Una rápida reducción de los programas de crédito pudiera causar un exceso de oferta de deuda de agencias o de bonos del Tesoro, que probablemente provocaría un alza en sus rendimientos, afectando con ello una incipiente reactivación económica. Otro problema al que se ha hecho referencia es que la hoja de balance podría seguir expandiéndose a través de la compra de activos de menor liquidez. También se ha señalado que la composición de la hoja de balance puede ser un problema porque algunos de los nuevos programas están ligados a la tasa LIBOR, sobre la cual la Fed tiene menos influencia. Adicionalmente, el pago de intereses sobre las reservas de los bancos no garantiza que la tasa de fondos federales efectiva siga la trayectoria objetivo, tal como ocurrió antes de que se adoptara el intervalo de 0 a 25 puntos base. Por estas razones, se ha indicado que la Fed pudiera no realizar las acciones adecuadas de modo oportuno y encontrar así problemas en el futuro para cumplir el objetivo de proveer una tasa de inflación estable y predecible.

### Conclusiones

La respuesta sin precedentes de la Reserva Federal para enfrentar la caída en la liquidez y la actividad económica ha causado algunos temores. En particular, los analistas se cuestionan si la Fed está en posición de evitar un período deflacionario o si será capaz de retirar a tiempo la liquidez masiva que ha inyectado al sistema financiero desde septiembre de 2008 para prevenir un brote inflacionario. Aunque no se puede descartar de antemano ninguna de las dos posibilidades, la Fed considera que tiene a la mano los instrumentos necesarios para evitarlas, lo cual parece estar respaldado por las expectativas de inflación de largo plazo de consumidores e inversionistas (Gráfica 3).

**Gráfica 3**  
**EUA: Expectativas de Inflación y Compensación**  
**por Inflación y Riesgo Inflacionario a 5 años**



1/ Promedio móvil de 3 meses sobre la expectativa de inflación de cinco años  
2/ Diferencia entre el rendimiento nominal y real en los bonos del Tesoro a cinco años

Fuente: Federal Reserve Bank y Universidad de Michigan.

<sup>7</sup> Carpenter, Seth., "The Financial Crisis and the Federal Reserve's Response." Presentación IV Reunión de Asesores de Política Monetaria de Banca Central, 2 y 3 de abril de 2009, Ciudad de México.

<sup>8</sup> Kohn, Donald L., Op. Cit., April 3, 2009.

<sup>9</sup> En septiembre 17 de 2008, el Departamento del Tesoro anunció el inicio de este programa a solicitud de la Fed. El programa consiste de series de subastas de bonos del Tesoro, además del programa actual de financiamiento, cuyos ingresos se mantendrán en una cuenta de la Reserva Federal de Nueva York. Los fondos en esta cuenta servirán para retirar reservas del sistema bancario y, por lo tanto, compensar el impacto sobre las reservas de las recientes iniciativas de financiamiento y liquidez del Fed.

<sup>10</sup> El 6 de octubre de 2008, la Fed anunció que pagará intereses a las reservas de los bancos depositados en el banco central. El pago de intereses sobre estas reservas permitirá un mejor control de la tasa de fondos federales y establecer un piso en las mismas, en la medida de que los bancos no prestarán sus balances el mismo día a una tasa menor de la que pueden recibir del banco central.

<sup>11</sup> Ver por ejemplo, Matus and Rosenberg op. cit., April 1, 2009.

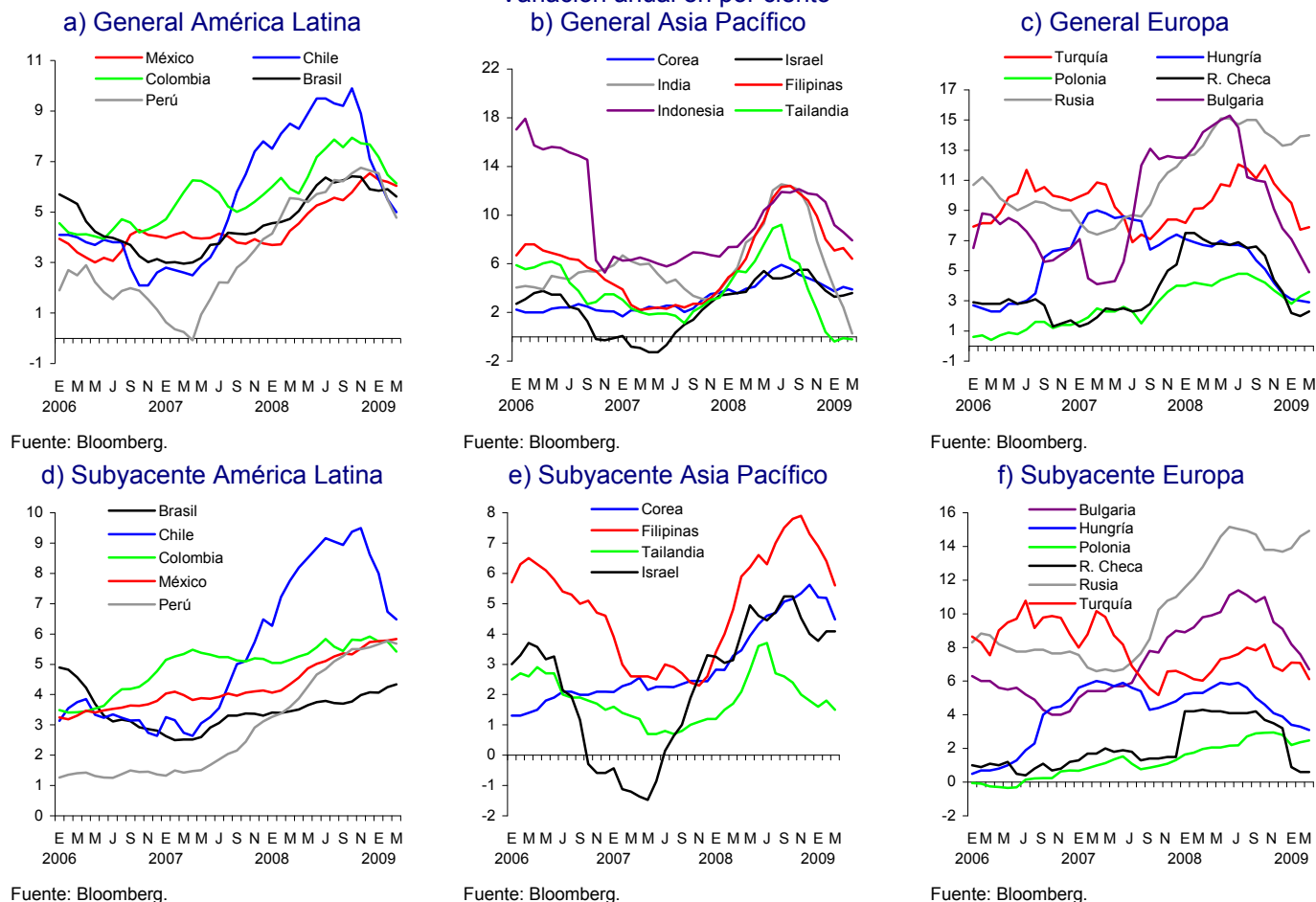
En la zona del euro, la tasa de crecimiento anual del índice general de precios al consumidor disminuyó de 1.6 por ciento al cierre de 2008, a 0.6 por ciento en marzo, cifra muy inferior al objetivo del Banco Central Europeo (ligemente por debajo de 2 por ciento). La inflación subyacente también continuó mostrando una tendencia descendente en el primer trimestre del año, aunque a una tasa mucho más moderada. En virtud de las menores presiones inflacionarias, el Banco Central Europeo redujo su tasa de interés de política durante los primeros meses de 2009, a un nivel de 1.25 por ciento en abril, acumulándose una disminución de 300 puntos base de principios de octubre del año pasado a la fecha.

La inflación general al consumidor en Japón, medida en términos anuales, regresó en febrero a terreno negativo por primera vez desde septiembre de 2007, lo que había ocurrido con la medición subyacente en enero de este año. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo su tasa de política en 0.10 por ciento durante los primeros meses de 2009. En el Reino Unido la inflación general al consumidor se ha ubicado desde diciembre de 2008 alrededor de 3 por ciento. En tanto que, la inflación subyacente revirtió la tendencia descendente observada en el último trimestre de 2008. No obstante lo anterior, dada la extrema debilidad de la economía, el Banco de Inglaterra redujo su tasa de política para llevarla al final del trimestre a 0.5 por ciento, el nivel más bajo en la historia de la institución.

Los efectos de la desaceleración de la actividad económica y de las menores cotizaciones de los productos primarios, han incidido en menor medida en la inflación general al consumidor de las economías emergentes que en la de las avanzadas. Como en el caso de estas últimas, la inflación repuntó en las economías emergentes desde mediados de 2007. Sin embargo, el punto de inflexión se presentó en muchos de estos países, particularmente en América Latina y en Europa, sólo hasta finales de 2008 (Gráfica 18). Adicionalmente, la inflación general en las economías emergentes ha caído, en promedio, más lentamente que en las avanzadas. Esto se explica en parte por el hecho de que así como el traspaso de los precios de los alimentos y la energía a la inflación se llevó a cabo más rápidamente en los países avanzados, el efecto de los menores precios de estos productos también se ha reflejado con más rapidez en la trayectoria de la inflación general de este grupo.

La inflación subyacente también ha mostrado una mayor resistencia a disminuir en las economías emergentes. Por otra parte, en el caso de estos países se observa una mayor disparidad en el comportamiento de este indicador de una región a otra. Así, mientras que en diversas economías de Europa y Asia la inflación subyacente ha registrado una disminución importante, en los países de América Latina, salvo Chile, el descenso ha sido modesto.

**Gráfica 18**  
**Inflación en Economías Emergentes Seleccionadas**  
Variación anual en por ciento



### 3.1.4. Mercados Financieros

Después del periodo de extrema turbulencia en el último trimestre de 2008, las condiciones en los mercados financieros internacionales mostraron cierta mejora a principios de 2009. Las medidas extraordinarias implementadas desde el año anterior por las autoridades tanto de países avanzados como emergentes en materia de política monetaria y de estabilización financiera, lograron reducir los riesgos de un colapso del sistema financiero global. Además, durante el primer trimestre de 2009 las autoridades estadounidenses y de otros países anunciaron una serie de medidas que contribuyeron a atenuar la incertidumbre.

Con el fin de fortalecer el sistema financiero, restablecer flujos de crédito en condiciones normales a familias y empresas, y romper el círculo vicioso que se ha generado entre los problemas en el sector financiero y el sector real de la economía, el 10 de febrero de 2009 el Departamento del Tesoro de Estados Unidos junto con el Banco de la Reserva Federal, la Corporación Federal de Seguro de Depósitos y otras agencias reguladoras, anunciaron la puesta en marcha de un Plan de Estabilidad Financiera. Dicho Plan pretende lograr los objetivos antes señalados enfrentando los principales problemas que han

impedido restablecer la confianza en el sistema financiero, entre ellos las dudas sobre la suficiencia de los niveles de capitalización de los bancos, los vehículos a utilizar para aumentar el capital de aquellas instituciones que lo requieran y el diseño de mecanismos para lidiar con los activos en problemas. El Plan incluye seis grandes categorías de iniciativas:

- La creación del fideicomiso de estabilización financiera, que llevará a cabo pruebas de estrés en los principales bancos comerciales y buscará capitalizar a los que lo necesiten.
- La creación de un fondo de inversión público-privado (PIIP, por sus siglas en inglés) orientado a la compra de activos en problemas en poder de los bancos.
- La puesta en marcha, en colaboración con la Reserva Federal, de una iniciativa para restablecer el financiamiento al consumo y empresarial.
- La implementación de un programa para incrementar la transparencia y la rendición de cuentas en las instituciones financieras.
- Programas para hacer frente al problema de los embargos y reducir el costo de los préstamos hipotecarios.
- Una iniciativa para el financiamiento a pequeños negocios y comunidades.

La reacción de los mercados a este plan fue en un principio negativa, debido a lo que se percibió como falta de detalles y a la incertidumbre sobre la suficiencia de los montos anunciados, particularmente en lo que se refiere al PIIP. Con el fin de dar certidumbre a los mercados, el Departamento del Tesoro dio a conocer el 23 de marzo información adicional sobre la implementación del PIIP. Así, se anunció que:

- Se utilizarán entre 75 y 100 mil millones de dólares (mmd) de los fondos del Programa Temporal de Alivio de Activos Problemáticos (TARP, por sus siglas en inglés), además de capital de inversionistas privados, para comprar activos en problemas con poca liquidez.
- Se combinarán aportaciones de capital del gobierno y del sector privado por montos iguales para la creación de fondos de inversión. La Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) otorgará garantías a la deuda emitida por dichos fondos para financiar la compra de los activos.
- Los inversionistas privados serán los encargados de establecer los precios de los activos problemáticos a través de un sistema de subastas, bajo la supervisión de la FDIC.

En el marco del Plan de Estabilidad Financiera, el Banco de la Reserva Federal llevó a cabo diversas medidas para estimular la actividad económica y



mantener el buen funcionamiento del sistema financiero, adicionales a las descritas en la sección anterior.<sup>7</sup>

- El 3 de marzo de 2009 se iniciaron las operaciones de la Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respaldados por Activos (TALF, por sus siglas en inglés), anunciada el 25 de noviembre de 2008. Con esta facilidad se busca restablecer el funcionamiento del proceso de bursatilización de créditos al consumo, automotrices, estudiantiles y empresariales que, a su vez, permita nuevos flujos de préstamos a estos sectores.
- La Reserva Federal anunció el 18 de marzo que llevará a cabo compras de instrumentos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) de agencias hipotecarias con respaldo del gobierno (GSE's, por sus siglas en inglés) hasta por 750 mmd adicionales, elevando la compra total de estos instrumentos a 1.25 billones de dólares durante 2009. Además, se incrementará la compra de deuda emitida por estas agencias y se realizarán compras hasta por 300 mmd de bonos del Tesoro de largo plazo durante los seis meses posteriores a este anuncio.
- El 6 de abril se dio a conocer un acuerdo de intercambio de divisas entre el Banco de la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco Nacional de Suiza y el Banco de Japón, que permitirá a la Reserva Federal otorgar liquidez en moneda extranjera a instituciones financieras de Estados Unidos.

A principios de 2009, otros países avanzados reforzaron las medidas dirigidas al fortalecimiento de sus sistemas financieros.<sup>8</sup> A lo anterior se agregaron los esfuerzos de cooperación internacional realizados en el contexto del G20 para fortalecer los mercados financieros internacionales y, en general, para restablecer la confianza y el crecimiento de la economía mundial.

Las medidas implementadas a lo largo de 2008 y durante los primeros meses de 2009 han tenido efectos positivos que se han traducido en una menor incertidumbre. Así por ejemplo, en Estados Unidos las tasas de interés hipotecarias han disminuido debido, entre otros factores, al anuncio del incremento en las compras de MBS y de deuda emitida por GSE's mencionado anteriormente, y el funcionamiento de los mercados de papel comercial ha mejorado significativamente desde la introducción en 2008 de las facilidades de financiamiento de papel comercial.<sup>9</sup> Además, los esfuerzos de la Reserva Federal por reactivar el flujo de crédito al sector privado han contribuido a la reciente estabilización de los mercados de instrumentos respaldados por activos.

<sup>7</sup> Como se señaló anteriormente, la Reserva Federal mantuvo el objetivo para su tasa de interés de política en un rango de entre 0 y 0.25 por ciento durante el trimestre.

<sup>8</sup> Por ejemplo, Japón y el Reino Unido extendieron sus facilidades de acceso a liquidez para los intermediarios financieros y crearon nuevas facilidades para el otorgamiento de financiamiento al sector corporativo. Adicionalmente, los bancos centrales de estos países anunciaron la compra de bonos gubernamentales con el objetivo de aumentar la oferta de dinero y contribuir a mejorar las condiciones de liquidez y la estabilidad del sistema financiero.

<sup>9</sup> La tasa de interés de créditos hipotecarios a 30 años se ha reducido más de 100 puntos base desde el anuncio de este programa en noviembre de 2008.

No obstante estas tendencias positivas, la situación en los mercados financieros durante los primeros meses de 2009 aún estuvo lejos de una situación de normalidad. Por otra parte, la confianza en los mercados financieros pudiera verse afectada de manera importante por la publicación a principios de mayo de las pruebas de estrés que se están aplicando a los bancos comerciales en el contexto del Plan de Estabilidad Financiera y, particularmente, por las acciones que se tomen para fortalecer el capital de aquellas instituciones que lo requieran.

Las condiciones de liquidez en el mercado de crédito interbancario han mejorado respecto a la situación prevaleciente en la segunda mitad de 2008. Por ejemplo, el diferencial entre la tasa de interés interbancaria 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) ha experimentado menor volatilidad que la observada desde que inició la crisis. Además, este diferencial se ubicó durante los primeros meses de 2009 en niveles similares a los registrados justo antes de la quiebra de Lehman (Gráfica 19a). Sin embargo, el diferencial todavía se encuentra en niveles elevados en términos de su comportamiento histórico.

Por su parte, las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se incrementaron durante el trimestre. En el caso de los bonos a largo plazo, lo anterior se debió en buena medida a la expectativa de un aumento de la oferta de bonos gubernamentales requerido para financiar los programas de apoyo a la economía y al sistema financiero. Durante enero estas tasas subieron rápidamente (Gráfica 19b). Para el resto del trimestre mostraron estabilidad, si bien disminuyeron temporalmente luego del anuncio el 18 de marzo de que la Reserva Federal iniciaría la compra de bonos del Tesoro. Por su parte, las tasas a plazos más cortos aumentaron durante el trimestre, reflejando el menor nerviosismo de los inversionistas. La tasa a tres meses, que se había ubicado en niveles cercanos a cero durante la parte final de 2008 debido a su condición de activo seguro y altamente líquido, comenzó el trimestre en valores de alrededor de 0.1 por ciento, para posteriormente incrementarse hasta niveles cercanos al límite superior del intervalo de 0 a 0.25 por ciento establecido por la Fed para la tasa de política. De fines del trimestre al 28 de abril las tasas a todos los plazos continuaron aumentando, con excepción de aquellas a 3 meses y un año.

A principios del trimestre, los mercados de valores de los países avanzados estuvieron, como en los meses previos, sujetos a una fuerte presión a la baja. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido el año previo, la combinación de una serie de eventos permitió revertir parcialmente las pérdidas. Entre éstos se encuentran los mejores resultados financieros en el trimestre en algunos bancos, la percepción de que las pruebas de estrés que está llevando a cabo el gobierno estadounidense darán resultados relativamente favorables, la expectativa de que varios bancos o bien no requerirán utilizar recursos públicos para capitalizarse o de haberlos requerido los pagarán por anticipado, el entusiasmo que generaron los planes de apoyo al sector financiero de Estados Unidos (particularmente el anuncio de los detalles del PPIP el 23 de marzo) y las nuevas medidas de la Reserva Federal para reactivar el flujo de crédito al sector privado. Estos factores se conjugaron para contribuir al alza de los índices de todo el mundo durante el mes de marzo. En Estados Unidos, los índices Dow Jones y S&P-500 alcanzaron su mínimo en más de una década el 9 de marzo, antes de mostrar un fuerte repunte en el resto del trimestre. A pesar de dicho repunte, dichos índices perdieron en el trimestre 13.3 y 11.7 por ciento, respectivamente. Por su parte,



los índices de Alemania, Francia, Reino Unido y Japón disminuyeron 15.1, 12.8, 11.5 y 8.5 por ciento, respectivamente (Gráfica 20). En abril continuó el repunte en los mercados.<sup>10</sup>

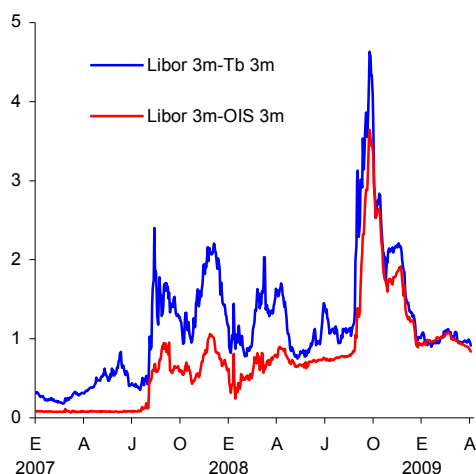
### Gráfica 19

#### EUA: Tasas de Interés

Puntos porcentuales y por ciento anual

a) Diferencial de la Tasa Libor en Dólares a 3 Meses con Respecto a OIS a 3 Meses<sup>1/</sup> y al Bono del Tesoro de EUA a 3 Meses<sup>2/</sup>

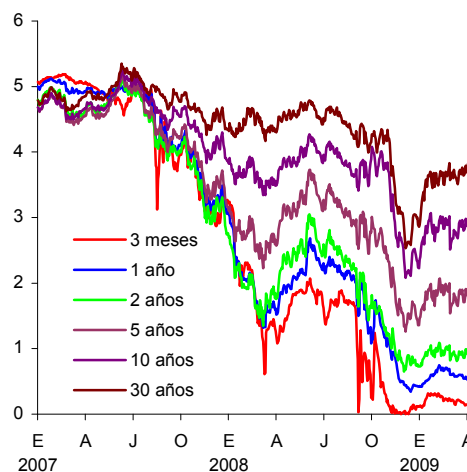
b) Rendimiento de los Bonos del Tesoro



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 28 de abril de 2009.



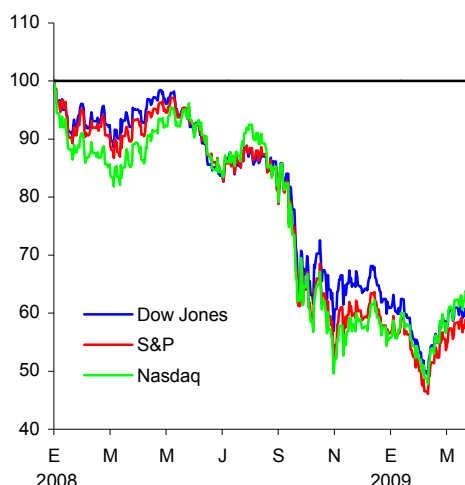
Fuente: Federal Reserve.

El dólar mostró durante los dos primeros meses del trimestre una tendencia al alza frente a la gran mayoría de las monedas. Esto obedeció a la persistente incertidumbre sobre la actividad económica y los mercados financieros internacionales (Gráfica 21), y a que los inversionistas han percibido a la divisa estadounidense como un activo de menor riesgo en el entorno actual de incertidumbre. El anuncio de detalles sobre los planes de ayuda gubernamental al sector financiero de Estados Unidos y una serie de indicadores económicos menos pesimistas, al fortalecer la confianza incentivaron la demanda de otras monedas, invirtiendo la tendencia a la apreciación del dólar a principios de marzo. En términos efectivos, a pesar de la debilidad de marzo, los índices para la canasta amplia y de principales monedas se fortalecieron 3.7 y 4.8 por ciento, respectivamente, durante el trimestre.<sup>11</sup> De fines de marzo al 24 de abril, los índices para la canasta amplia y de principales monedas se depreciaron 1.8 y 2.0 por ciento, respectivamente.

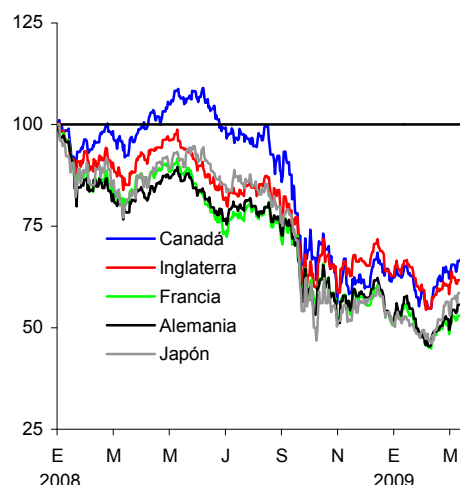
<sup>10</sup> Al día 28 de ese mes, los índices Dow Jones y S&P-500 registraron ganancias de 5.4 y 7.2 por ciento, respectivamente, en tanto que los índices de Alemania, Francia, Reino Unido, y Japón aumentaron 12.8, 8.7, 4.3 y 4.7 por ciento, respectivamente.

<sup>11</sup> 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.

**Gráfica 20**
**Bolsas de Valores en Países Avanzados**

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


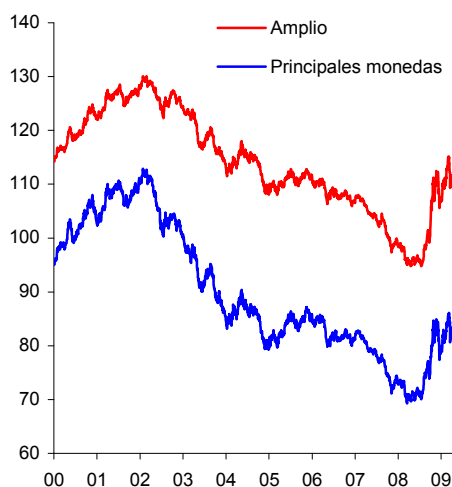
Fuente: Bloomberg.

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


Fuente: Bloomberg.

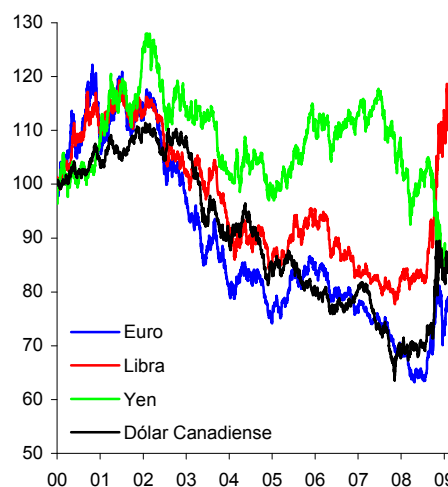
**Gráfica 21**
**Tipo de Cambio Efectivo del Dólar, Amplio y Principales Monedas**

Índices

a) Tipo de Cambio Efectivo del Dólar  
Índice <sup>1/</sup>


Fuente: Federal Reserve.

<sup>1/</sup> 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 <sup>1/</sup>  
enero 2000=100


Fuente: Bloomberg.

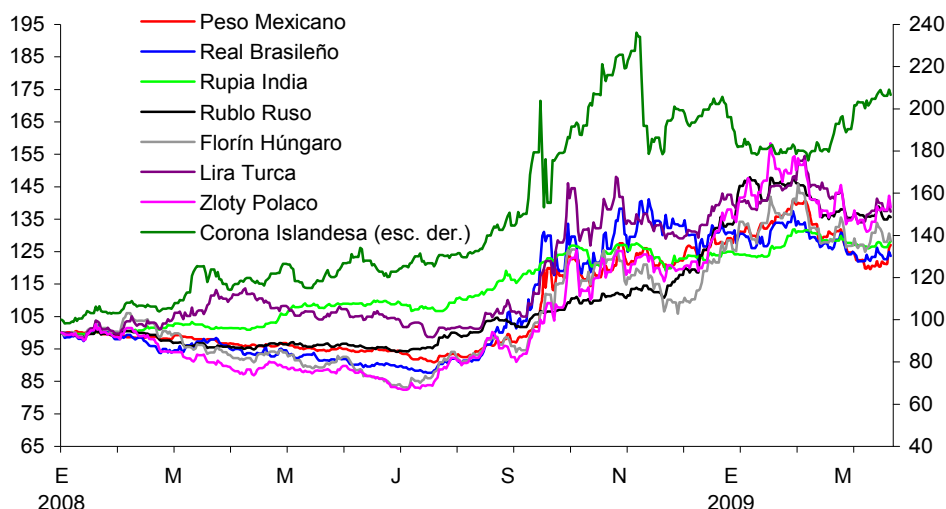
<sup>1/</sup> Un incremento del índice equivale a una apreciación del dólar.

Las monedas de las economías emergentes vinculadas al dólar –tales como el renminbi Chino y las de países del Medio Oriente– también mostraron fortaleza en el primer trimestre. La mayoría del resto de las monedas de este grupo de países se debilitaron en ese periodo (Gráfica 22), afectadas por una mayor astringencia en el ingreso de divisas, resultado a su vez de la búsqueda de activos considerados más seguros por parte de los inversionistas y

del proceso de desapalancamiento global, así como de la contracción de sus exportaciones y de sus ingresos por remesas de trabajadores en el exterior, entre otros factores. Cabe señalar que esta tendencia se revirtió parcialmente en marzo, al registrarse cierta mejora en la percepción de riesgo global. No obstante lo anterior, al término del trimestre un amplio número de monedas mostró depreciación. Entre las monedas más afectadas se encuentran aquellas de los países de Europa emergente.<sup>12</sup> En abril dichas pérdidas se revirtieron parcialmente. En lo anterior influyó el anuncio de diversos acuerdos del G20 orientados a fortalecer el sistema financiero internacional, entre ellos el apoyo a la creación de una Línea de Crédito Flexible en el Fondo Monetario Internacional (FMI).

La aversión al riesgo y el ambiente de extrema volatilidad observados en el último trimestre de 2008 tuvieron un fuerte impacto en los costos de cobertura por incumplimiento de pago de las economías emergentes. Estos continuaron aumentando durante parte del primer trimestre de 2009, pero en marzo, al igual que otros indicadores, registraron una marcada mejoría (Gráfica 23). En el periodo enero-marzo, el margen de riesgo por incumplimiento de pago (CDS) de países emergentes se redujo 98 puntos. Esta tendencia continuó en los primeros 28 días de abril, al caer dicho margen en 114 puntos base.<sup>13</sup> En este contexto, la actividad emisora de las economías emergentes mostró cierto incremento en el primer trimestre del año, y la información oportuna sugiere que las salidas netas de capital se redujeron sustancialmente en ese lapso (Gráfica 24).

**Gráfica 22**  
**Tipos de Cambio de Monedas de Países Emergentes frente al dólar<sup>1/</sup>**  
Índice 31/12/2007 = 100



Fuente: Federal Reserve.

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

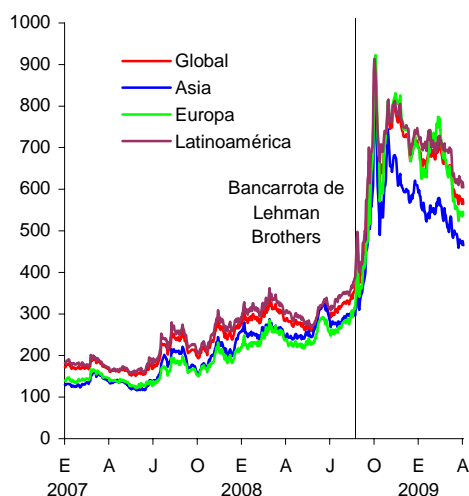
<sup>12</sup> Por ejemplo, el florín húngaro, el zloty polaco y el rublo ruso cayeron 22.3, 17.8 y 15.5 por ciento frente al dólar, respectivamente.

<sup>13</sup> Por su parte, los diferenciales de riesgo soberano mostraron un comportamiento volátil a principios de 2009, registrando disminuciones en enero, antes de aumentar en febrero con el deterioro de las perspectivas de la economía mundial, para luego disminuir nuevamente a partir de marzo conforme la percepción de riesgo global fue disminuyendo. El índice para América Latina se redujo 51 puntos base en este periodo. Por su parte, los índices de Europa y Asia disminuyeron 86 y 61 puntos base, respectivamente. Los índices de las tres regiones continuaron cayendo al iniciar el segundo trimestre. Entre el 31 de marzo y el 28 de abril, los diferenciales de riesgo soberano de América Latina, Europa y Asia descendieron 90, 115 y 70 puntos base, respectivamente.

### Gráfica 23 Márgenes de Riesgo Soberano y por Incumplimiento de Pago de Países Emergentes

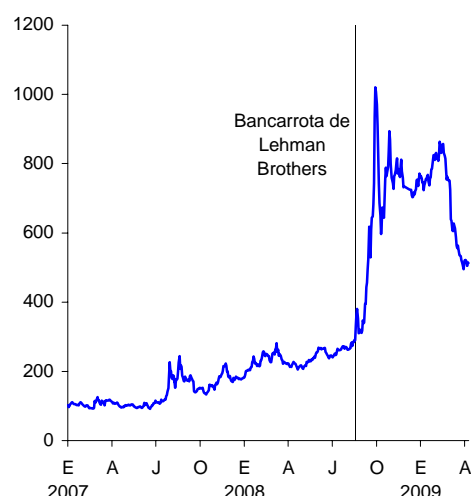
Puntos base

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



Fuente: Bloomberg.

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

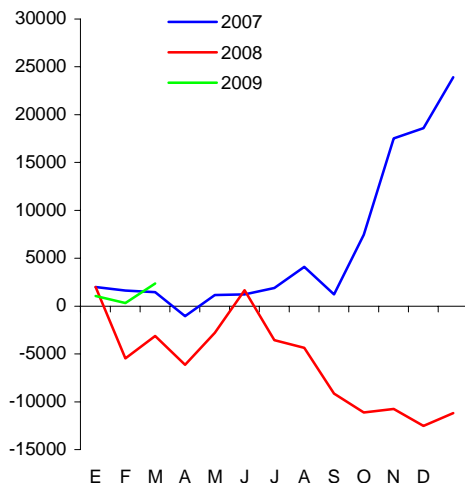


Fuente: Bloomberg.

### Gráfica 24 Flujos de Fondos Dedicados a Países Emergentes

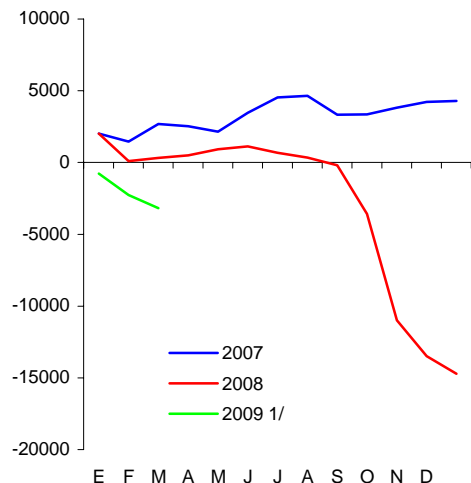
Millones de dólares

a) Acciones



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

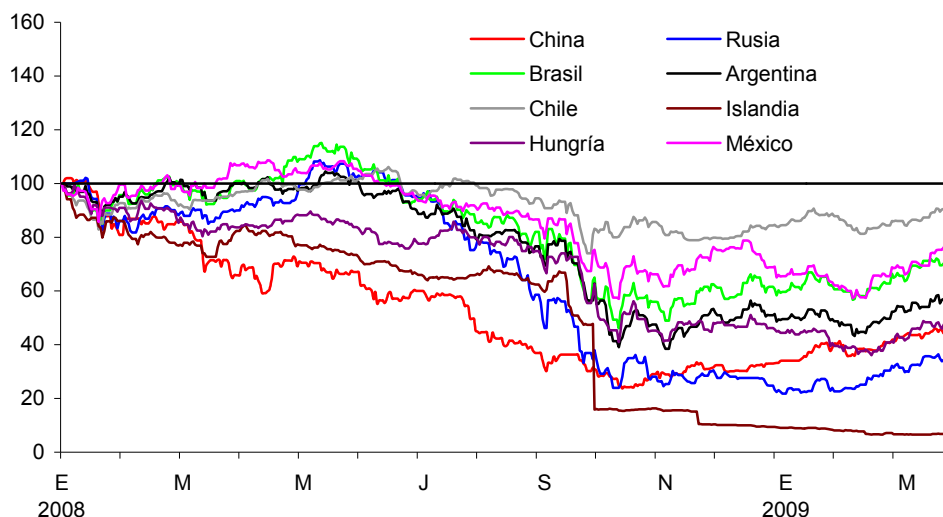
b) Bonos


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.  
1/ Marzo se encuentra con datos semanales al 1 de abril.

Los mercados accionarios de las economías emergentes, habiendo caído mas fuertemente que los de los países avanzados durante 2008, tendieron, con algunas excepciones, a reaccionar de manera positiva a los factores antes mencionados en marzo. Así, para todo el trimestre, las bolsas de valores de Argentina, Brasil, y Chile mostraron ganancias de 4.3, 9.0 y 4.7, por ciento, respectivamente. (Gráfica 25). En Asia, las alzas fueron de 45.2 por ciento en China –donde también influyó el anuncio del plan de estímulo fiscal–, y de 7.3 por ciento en Corea del Sur. En contraste, en los países emergentes de

Europa continuaron registrándose fuertes pérdidas durante el trimestre. En general, las bolsas de las economías emergentes continuaron aumentando durante el mes de abril.

**Gráfica 25**  
**Mercados Bursátiles de Países Emergentes**  
Índice 31/12/2007 = 100



Fuente: Bloomberg.

### 3.1.5. Perspectivas

La economía mundial enfrenta un panorama difícil en 2009. El FMI anticipa una contracción de la producción global de 1.3 por ciento (Cuadro 5), lo que representaría la recesión más profunda de la etapa de la posguerra. Además, la desaceleración es generalizada. Se espera que el PIB de las economías avanzadas disminuya casi 4 por ciento en el año, y que la tasa de crecimiento económico en las emergentes caiga de 6.1 por ciento en 2008 a solamente 1.6 por ciento este año. Por otra parte, los indicadores oportunos apuntan a una menor debilidad de la actividad económica global en el segundo semestre de 2009, proyectándose una recuperación del crecimiento en 2010, aunque a una tasa moderada.

La estabilización de los mercados financieros representa una condición necesaria para la recuperación. En virtud de lo anterior, los recientes indicios de estabilización de dichos mercados son alentadores. En general, se espera que las condiciones financieras en las economías avanzadas mejoren a lo largo de 2009, y que dicha mejora continúe de manera gradual en 2010 conforme los esfuerzos realizados vayan rindiendo resultados. Sin embargo, no puede descartarse la posibilidad de que el logro de este objetivo tome más tiempo del previsto, entre otros motivos debido a las dificultades que implica la restauración de la confianza en el sistema financiero, en el entorno de una fuerte caída de la actividad económica.

El incremento de la aversión al riesgo que ha resultado de la turbulencia en los mercados financieros internacionales tendrá consecuencias importantes para el flujo de financiamiento externo a las economías emergentes. Se espera

que los flujos de capital a estas economías se mantengan en niveles modestos en el presente año, anticipándose una mejora en 2010.

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

	2008	2009	2010
<b>Crecimiento Economía Mundial <sup>1/</sup></b>	3.2	-1.3	1.9
<b>Economías Avanzadas</b>	0.9	-3.8	0.0
Estados Unidos	1.1	-2.8	0.0
Japón	-0.6	-6.2	0.5
Zona Euro	0.9	-4.2	-0.4
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	6.1	1.6	4.0
<b>Asia</b>	7.7	4.8	6.1
China	9.0	6.5	7.5
India	7.3	4.5	5.6
<b>Latinoamérica</b>	4.2	-1.5	1.6
Brasil	5.1	-1.3	2.2
México	1.3	-3.7	1.0
<b>Europa del Este</b>	2.9	-3.7	0.8
Rusia	5.6	-6.0	0.5
<b>Inflación</b>			
<b>Economías Avanzadas</b>	3.4	-0.2	0.3
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	9.3	5.7	4.7
Asia	7.0	2.5	2.4
Latinoamérica	7.9	6.6	6.2
Europa del Este	8.0	4.7	4.2

Fuente: IMF.

1/ Ponderaciones basadas en paridad del poder de compra.

Cabe destacar que aun después de que se superen los problemas actuales, es probable que la economía mundial tenga que hacer frente a una difícil etapa de transición. Por una parte, como ya se mencionó, el proceso de desapalancamiento financiero puede afectar el crecimiento potencial de varias economías importantes. Por otra parte, existe el riesgo de que las medidas fiscales y monetarias que se están implementando para apoyar la actividad económica resulten en presiones inflacionarias una vez que la recuperación dé inicio.

### 3.2. Evolución de la Economía Mexicana

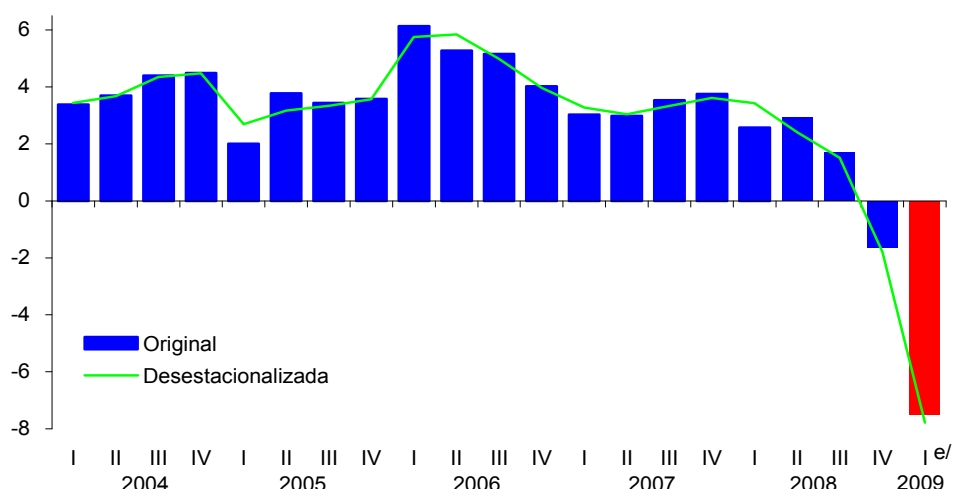
#### 3.2.1. Actividad Económica

La evolución de la economía mexicana durante el primer trimestre de 2009 se enmarcó en un contexto global que estuvo caracterizado por una caída de la demanda externa, lo cual ha conducido a una disminución de las exportaciones y a un deterioro de los términos de intercambio, y por una mayor restricción de financiamiento, en buena medida como reflejo de las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales. En congruencia con este entorno, la evolución de las exportaciones de bienes y servicios sugiere que el deterioro de la demanda externa se acentuó en lo que va de 2009, lo cual condujo a una disminución en la actividad de los sectores productores de bienes comerciables. A su vez, la propagación del choque externo al mercado doméstico

se intensificó y generalizó rápidamente, lo cual se reflejó en un fuerte ajuste de los niveles de gasto y en una reducción importante de la producción de bienes y servicios no comerciables. Así, la caída de la actividad productiva, que inició a finales del año anterior, se vio magnificada en el trimestre que se reporta.

En particular, se estima que en el primer trimestre de 2009 el PIB habrá registrado una contracción anual de entre 7 y 8 por ciento (Gráfica 26). Es importante recalcar que muchas otras economías, tanto industriales como emergentes, han mostrado caídas en sus niveles de actividad productiva de órdenes de magnitud similares. La estimación para el PIB del primer trimestre mencionada anteriormente está basada en la información disponible al momento de publicar este informe y, en este contexto, podría existir el riesgo de que se observe una caída aun más pronunciada. En particular, entre otros elementos, la información en la que se basa esta cifra incluye la evolución del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) y de la actividad industrial al primer bimestre de 2009 y las cifras de comercio exterior al primer trimestre, así como otros indicadores oportunos relativos a diversas actividades productivas.<sup>14</sup>

**Gráfica 26**  
**Producto Interno Bruto<sup>1/</sup>**  
Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI y desestacionalización al primer trimestre de 2009 efectuada por el Banco de México.

e/ Estimado.

1/ Medición basada en las Cuentas Nacionales con base 2003.

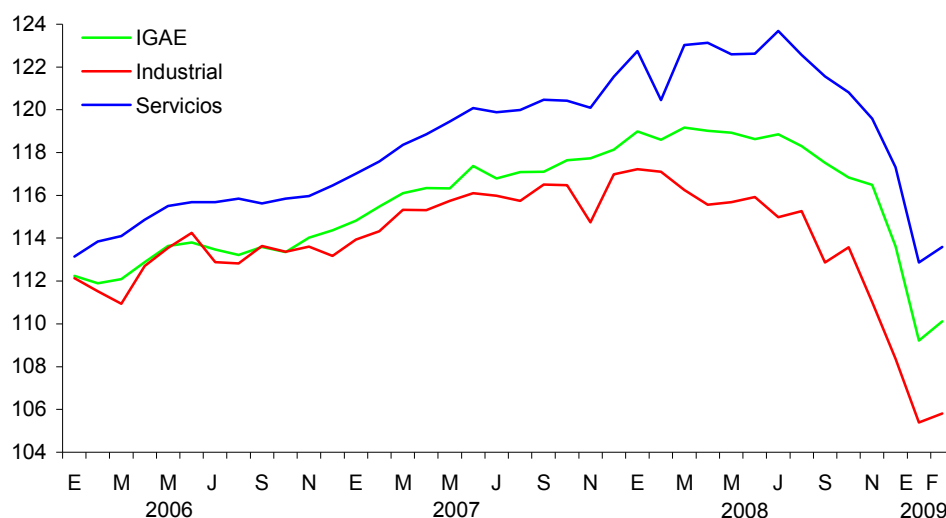
### 3.2.1.1. Producción Sectorial

La información relativa al IGAE sugiere que, durante el primer bimestre de 2009, se deterioraron tanto los niveles de actividad de los sectores productores de bienes comerciables (lo cual, junto con la tendencia decreciente que ha mostrado la construcción, incidió de manera negativa en el sector industrial), como los de los sectores de bienes no comerciables, lo cual se reflejó en una fuerte contracción de los servicios. En particular, en los dos primeros

<sup>14</sup> Dentro de estos indicadores se incluyen las cifras a marzo 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.

meses de 2009 el IGAE registró una disminución de 10 por ciento anual. Con este resultado, se mantuvo la tendencia negativa que la actividad productiva ha mostrado desde agosto de 2008 (Gráfica 27). La disminución que mostró la actividad económica en este periodo se deriva de reducciones en los tres sectores que integran al IGAE. En particular, en el primer bimestre del año el sector primario (agropecuario) registró una disminución anual de 2 por ciento, el sector industrial se contrajo 12 por ciento anual y los servicios lo hicieron en 9.3 por ciento.

**Gráfica 27**  
**Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE)**  
Índice 2003=100; datos desestacionalizados

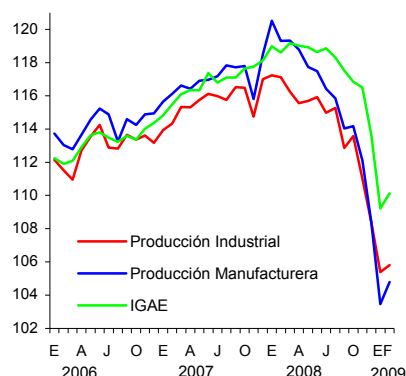




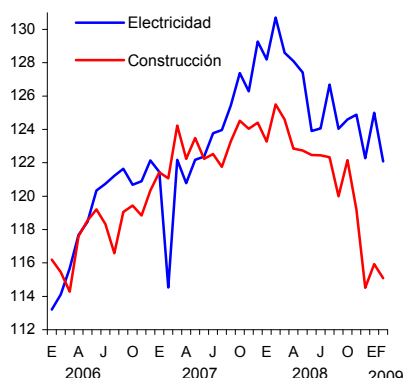
subsector de fabricación de equipo de transporte (que incluye, principalmente, a la industria automotriz terminal y a la de autopartes), si bien el resto de las manufacturas también mostraron deterioros en sus niveles de producción.

**Gráfica 28**  
**Indicadores de Producción**  
Índice 2003=100; datos desestacionalizados

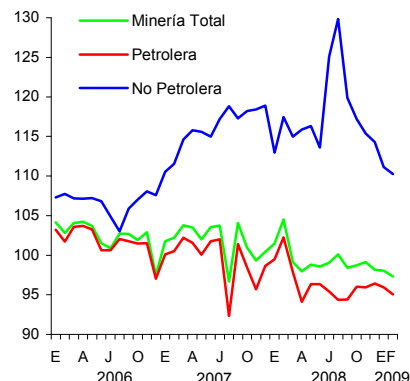
a) IGAE, Producción Industrial y Manufacturera



b) Electricidad y Construcción



c) Minería



Fuente: INEGI.

En efecto, durante el primer trimestre de 2009, la industria automotriz mexicana se mantuvo operando en los niveles deprimidos de actividad en los que se ha ubicado desde finales de 2008. En el caso de la industria terminal, esta situación queda de manifiesto en las variaciones anuales negativas, medidas en términos de unidades, de las ventas internas al menudeo, la producción y las exportaciones de vehículos, de 25.9, 40.8 y 40.1 por ciento, respectivamente (Gráfica 29). Así, en dicho trimestre la caída de la producción de unidades fue originada por descensos tanto de las unidades fabricadas para el mercado interno, como de las correspondientes a la exportación. Por su parte, el resto de la industria manufacturera también registró una caída importante, de 9.4 por ciento anual, en el bimestre enero-febrero de 2009. En efecto, en los últimos meses prácticamente todos los subsectores que conforman las manufacturas reportaron disminuciones en sus niveles de producción. Esto también parecería estar asociado fundamentalmente con el deterioro que ha venido registrando la demanda externa que enfrenta la economía (Gráfica 30).

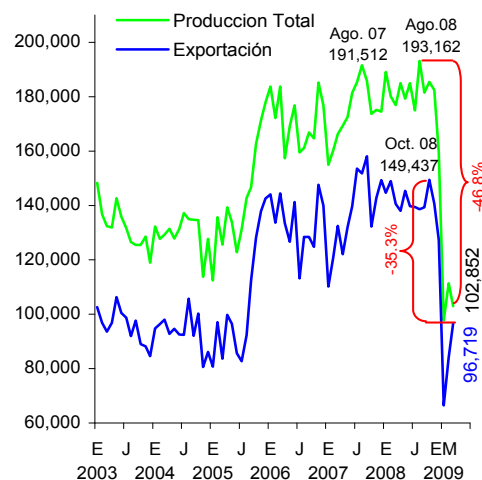
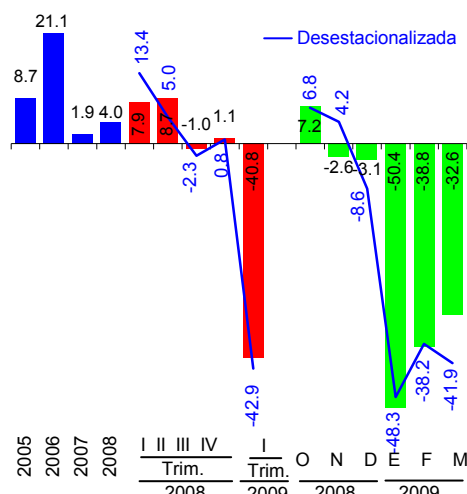
Finalmente, dentro de las cifras de actividad productiva en el primer trimestre de 2009, destaca la fuerte contracción que registraron los servicios. En efecto, después de mostrar variaciones positivas de 3.6, 3.3 y 2.7 por ciento anual en los tres primeros trimestres de 2008, en el último trimestre de ese año los servicios cayeron 0.9 por ciento, mientras que en el primer bimestre de 2009 se contrajeron en 9.3 por ciento anual. Entre otros factores, la caída que registraron los servicios está asociada con: i) la tendencia negativa que actualmente muestra la masa salarial lo que, en combinación con una disminución en el financiamiento a los consumidores, podría estar limitando el consumo y, en consecuencia, afectando los niveles de actividad del comercio, de los servicios de alojamiento temporal, restaurantes, transporte aéreo y servicios médicos y de educación privados; ii) la caída que ha mostrado la inversión en los últimos meses, lo cual pudiese estar conduciendo a una menor demanda por servicios de apoyo a los negocios y por servicios financieros; y, iii) el hecho de

que algunos servicios se ven especialmente afectados por las caídas en la producción manufacturera y en los volúmenes de comercio exterior, como lo son el comercio y el transporte de carga (Gráfica 31).

**Gráfica 29**
**Indicadores de la Industria Automotriz**

a) Producción de la Industria Automotriz  
Variación anual en por ciento  
del número de unidades

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



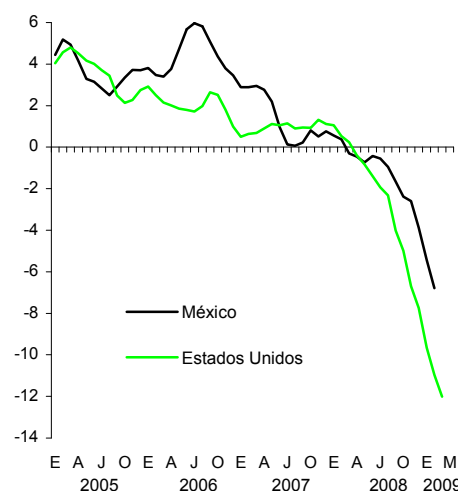
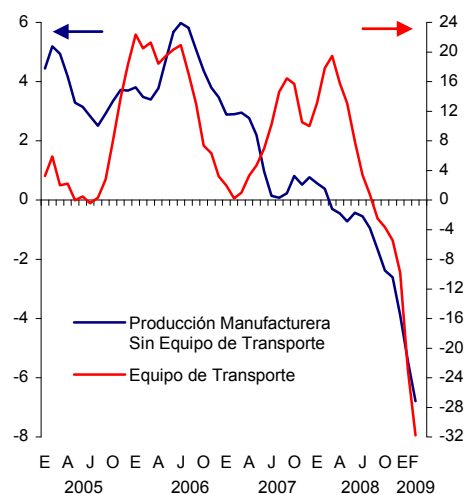
Fuente: Elaboración del Banco de México con datos de la AMIA y de la ANPACT.

**Gráfica 30**
**Indicadores de Producción Manufacturera**

Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados<sup>1/</sup>

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

b) Producción Manufacturera en México  
y Estados Unidos<sup>2/</sup>



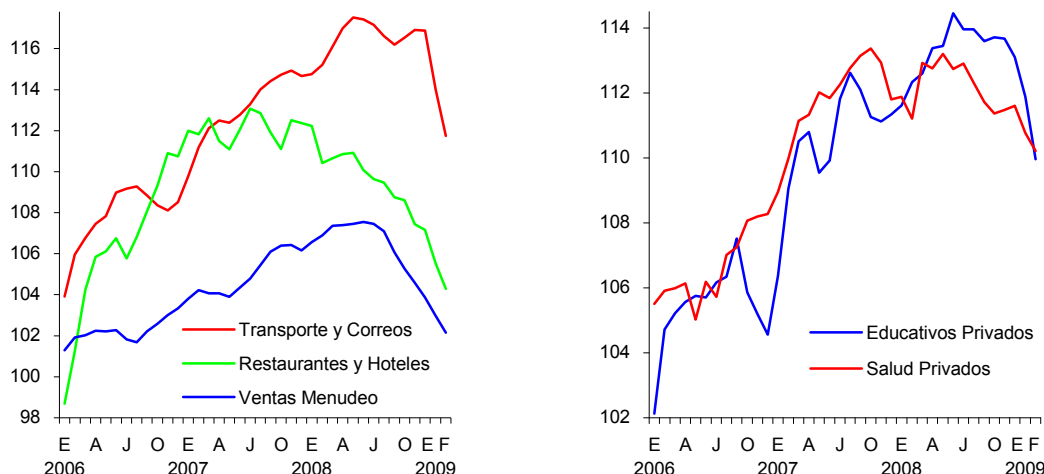
Fuente: INEGI.

1/ Promedio móvil de tres meses.

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

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

**Gráfica 31**  
**Indicadores del Sector Servicios**  
Índice 2005=100; datos desestacionalizados<sup>1/</sup>



Fuente: INEGI.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México y es promedio móvil de tres meses.

### 3.2.1.2. Demanda Agregada

Durante el primer trimestre de 2009, el ajuste de la demanda agregada ante el entorno que ha caracterizado a la economía mundial continuó profundizándose. Dicho ajuste se manifestó tanto en la reducción adicional que registró la demanda externa, como en la contracción que se observó en los componentes domésticos del gasto agregado. En particular, las exportaciones de mercancías continuaron mostrando un deterioro durante el trimestre. Por su parte, la caída del consumo iniciada en el último trimestre de 2008 se acentuó en los primeros tres meses de 2009. Finalmente, después de haber mostrado tasas de crecimiento elevadas entre 2004 y la primera mitad de 2008, se estima que la formación bruta de capital fijo en la economía habrá registrado en el primer trimestre de 2009 una caída anual de magnitudes no observadas desde principios del año 2002.

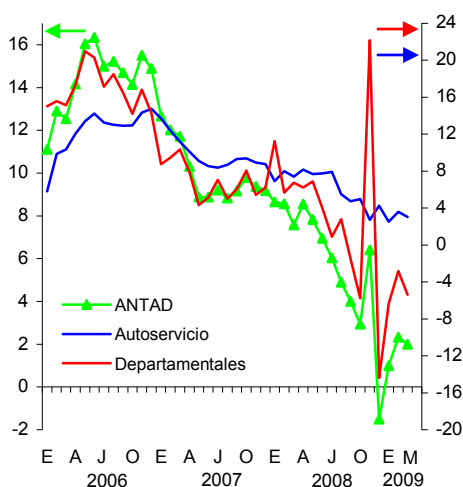
En cuanto a la evolución reciente del consumo, la mayoría de los indicadores oportunos sugieren que este agregado registró un ajuste importante en el primer trimestre del año. En particular, en el primer trimestre de 2009 las ventas de la ANTAD, medidas en términos reales y con datos desestacionalizados, registraron un aumento anual de sólo 1.8 por ciento (Gráfica 32a). Esta cifra representa la tasa de crecimiento más baja que se ha observado en 26 trimestres, y se compara desfavorablemente con los incrementos de dichas ventas de 5 y 2.6 por ciento en el tercero y cuarto trimestres de 2008.<sup>15</sup> Cabe destacar que la disminución en los gastos de los consumidores se presenta en una amplia gama de productos (Gráfica 32b), si bien fue más aguda en los renglones de bienes durables.

<sup>15</sup> En 2008, las ventas de la ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales) representaron aproximadamente el 30 por ciento de las ventas totales al menudeo en el país. La cifra correspondiente se eleva a 43 por ciento si se excluye de las ventas al menudeo las de vehículos, refacciones para vehículos y combustibles.

Otros indicadores de consumo privado también mostraron debilidad en el primer 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 primer trimestre una caída anual, en dólares corrientes, de 37.6 por ciento (de 31.6 por ciento al excluir las importaciones de gasolina y de 20.5 por ciento al excluir tanto las importaciones de gasolina, como las de vehículos; Gráfica 33a). Por su parte, con la reducción de 25.9 por ciento anual que registraron en enero-marzo de 2009, las ventas internas de vehículos al menudeo acentuaron el deterioro que ya venían mostrando desde 2008 (Gráfica 33b).

**Gráfica 32**
**Indicadores de Demanda Interna: Consumo**

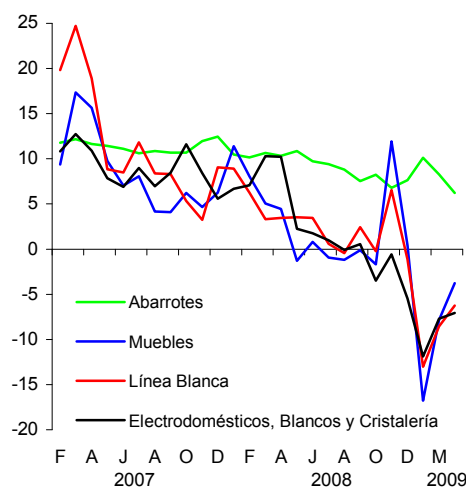
a) Ventas de las Tiendas de la ANTAD: Autoservicio y Departamentales en Términos Reales  
Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados<sup>1/</sup>



Fuente: ANTAD.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México y es 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<sup>2/</sup>



Fuente: ANTAD.

2/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México y es promedio móvil de dos meses.

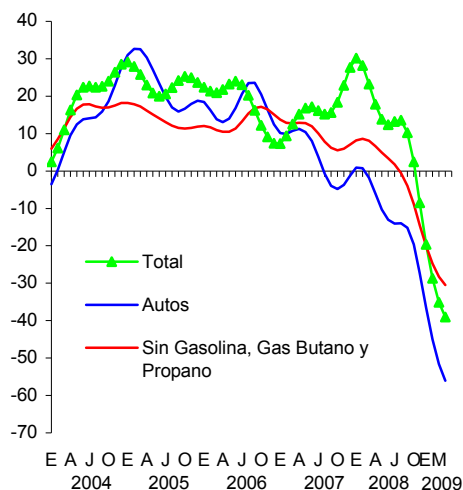
La trayectoria reciente de la inversión fija bruta en México ha sido congruente con el entorno de menores niveles de demanda, de un deterioro en los niveles de confianza y de mayores restricciones de financiamiento. Así, después de haber mostrado un crecimiento importante entre 2004 y mediados de 2008, en los últimos meses la inversión se ha venido debilitado. En este contexto, los datos más recientes sugieren que esta tendencia se acentuó en el primer trimestre de 2009 (Gráfica 34). En particular, la formación bruta de capital en el país registró un decremento anual de 8.5 por ciento en enero de 2009, luego de que en el segundo, tercero y cuarto trimestres de 2008 su crecimiento había sido de 8.4, 8.1 y 0.6 por ciento, respectivamente. Dentro de los factores que pudieron haber contribuido a la reducción que presentó el gasto en inversión durante el primer trimestre de 2009, es conveniente enfatizar los siguientes:

- i) El debilitamiento que han registrado tanto la demanda externa, como el consumo, pudo haber inducido una disminución en la demanda por bienes de capital.

- ii) Durante el primer trimestre del año persistieron condiciones astringentes en los mercados financieros internacionales y en el mercado crediticio nacional, a lo que se adicionó un clima de negocios desfavorable y una caída de los niveles de confianza de los inversionistas.
- iii) En los últimos meses, las empresas han reportado reducciones en sus márgenes de utilidad, lo cual podría haber afectado tanto sus perspectivas en cuanto a la rentabilidad de los proyectos de inversión, como la disponibilidad de recursos para llevarlos a cabo.

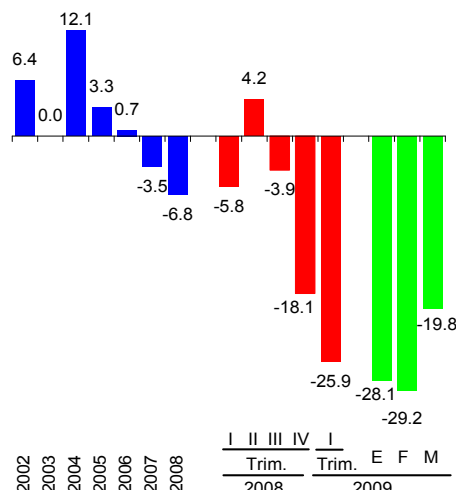
**Gráfica 33**  
**Indicadores de Demanda Interna: Consumo**  
Variación anual en por ciento

a) Importaciones de Bienes de Consumo  
Datos de tendencia



Fuente: Banco de México.

b) Ventas Internas al Menudeo de Vehículos Nuevos

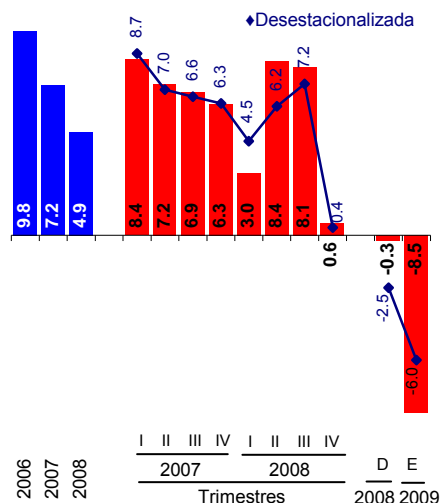


Fuente: AMIA.

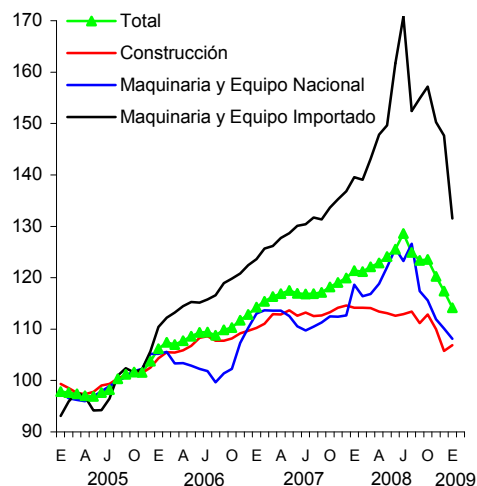
La contracción de la demanda agregada que se observó en los primeros tres meses del año condujo a que no existieran presiones sobre la capacidad de producción de la economía. En este contexto, cabe mencionar que los indicadores sobre la utilización de la capacidad instalada en la industria manufacturera muestran que ésta se debilitó en el primer trimestre (Gráfica 35a). Asimismo, diversos indicadores señalan que la industria manufacturera no ha enfrentado problemas de escasez de mano de obra calificada (Gráfica 35b). Finalmente, como se verá más adelante, las cifras de comercio exterior del primer trimestre de 2009 sugieren que la disminución que ha registrado el déficit de la balanza comercial refleja fundamentalmente una caída de las importaciones, lo cual a su vez podría implicar que se han observado menores presiones sobre las cuentas externas provenientes por el lado de la demanda interna.

**Gráfica 34**
**Indicadores de Demanda Interna: Inversión<sup>1/</sup>**

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

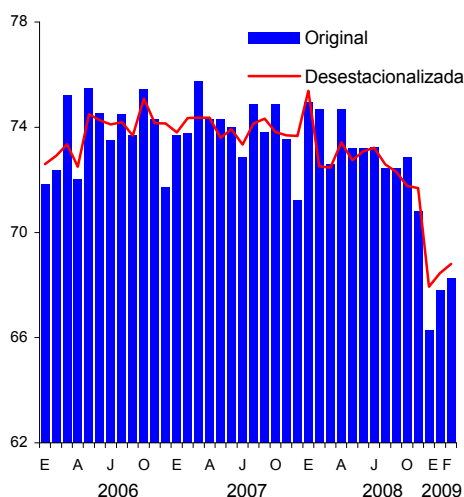


Fuente: INEGI.

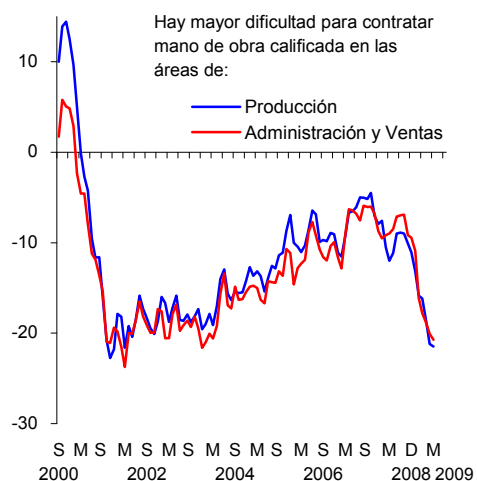
1/ Las series desestacionalizadas fueron elaboradas por Banco de México.

**Gráfica 35**
**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.

### 3.2.1.3. Empleo y Productividad

La disminución de los niveles de actividad productiva durante el primer trimestre de 2009 condujo a un deterioro de las condiciones prevalecientes en el

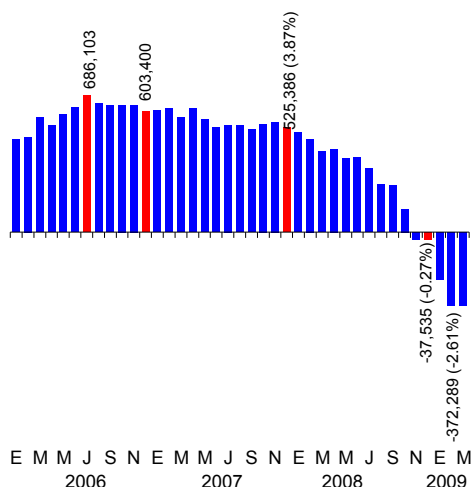
mercado laboral. Esto, al inducir una reducción importante de la demanda de trabajo y propiciar un aumento significativo en las tasas de desempleo.

Profundizando en lo anterior, al cierre del primer trimestre de 2009 el número de trabajadores asegurados en el IMSS presentó una contracción anual significativa, con lo cual se exacerbó la trayectoria negativa del empleo formal en el país. Ello se pone de manifiesto en el comportamiento de las caídas anuales del número de trabajadores asegurados en el IMSS al cierre del cuarto trimestre de 2008 y del primer trimestre del año en curso, que resultaron de 37,535 y de 372,289 personas (-0.3 y -2.6 por ciento), respectivamente (Gráfica 36a). Al cierre de marzo de 2009, la reducción anual en el número de trabajadores se derivó de la combinación de una disminución de 379,633 trabajadores permanentes (-3 por ciento) y un aumento de 7,344 eventuales urbanos (0.5 por ciento; Gráfica 36b).

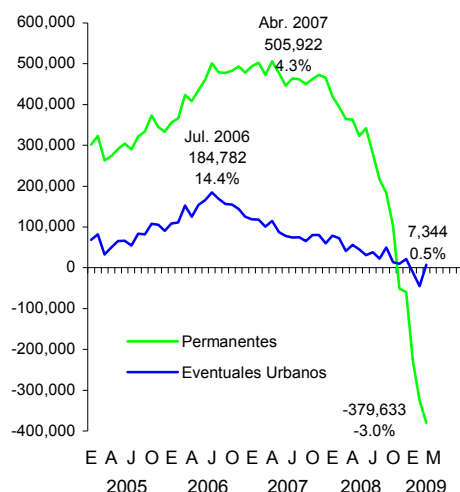
**Gráfica 36**

**Trabajadores Asegurados en el IMSS**

a) Número de Trabajadores  
Variación anual de datos originales



b) Trabajadores Permanentes y  
Eventuales Urbanos  
Variación anual absoluta



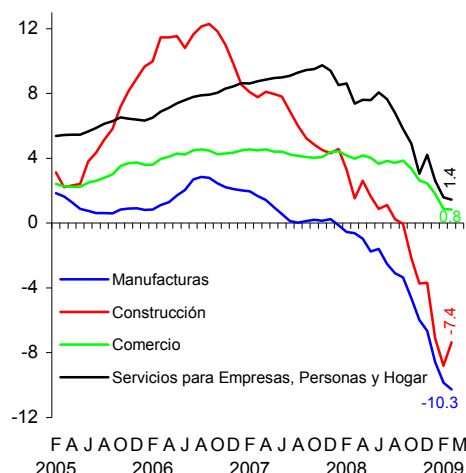
Fuente: IMSS.

Es de destacarse que, si bien la caída del empleo formal en la economía continuó observándose principalmente en el sector manufacturero, las actividades fundamentalmente dirigidas al mercado doméstico también empezaron a manifestar una mayor debilidad en sus niveles de empleo formal (Gráfica 37a). En particular, en el primer trimestre del año, la caída anual en el número de asegurados en la industria manufacturera resultó de 401 mil trabajadores (-10.3 por ciento), mientras que, en la construcción y los servicios, las variaciones anuales en el número de asegurados fueron de -88 mil (-7.4 por ciento) y de 108 mil trabajadores (1.3 por ciento), respectivamente. Por su parte, las estimaciones del Banco de México sobre 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, sugieren que en el trimestre de referencia la población ocupada total también registró una variación anual negativa. Asimismo, es relevante destacar que los indicadores de masa salarial en términos reales mostraron una contracción a tasa anual en los meses recientes, tanto en lo referente a la economía mexicana en su conjunto, como en lo correspondiente al sector formal de la economía. Tal evolución reflejó la menor

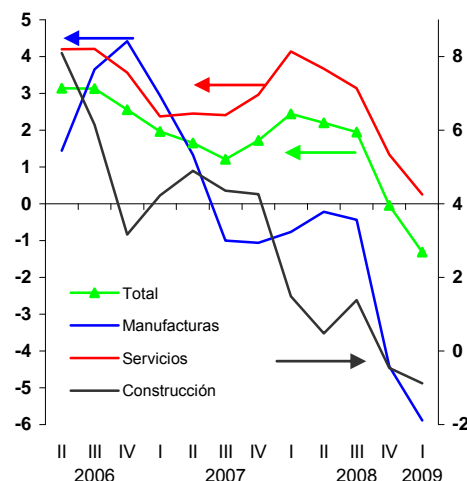
generación de empleos, así como caídas anuales de los indicadores de remuneraciones medias en términos reales (Gráfica 38).<sup>16</sup>

**Gráfica 37**  
**Indicadores de Empleo**

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS por Sectores<sup>1/</sup>  
Variación anual en por ciento



b) Población Ocupada  
Variación anual en por ciento y promedio móvil de dos trimestres<sup>2/</sup>



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

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

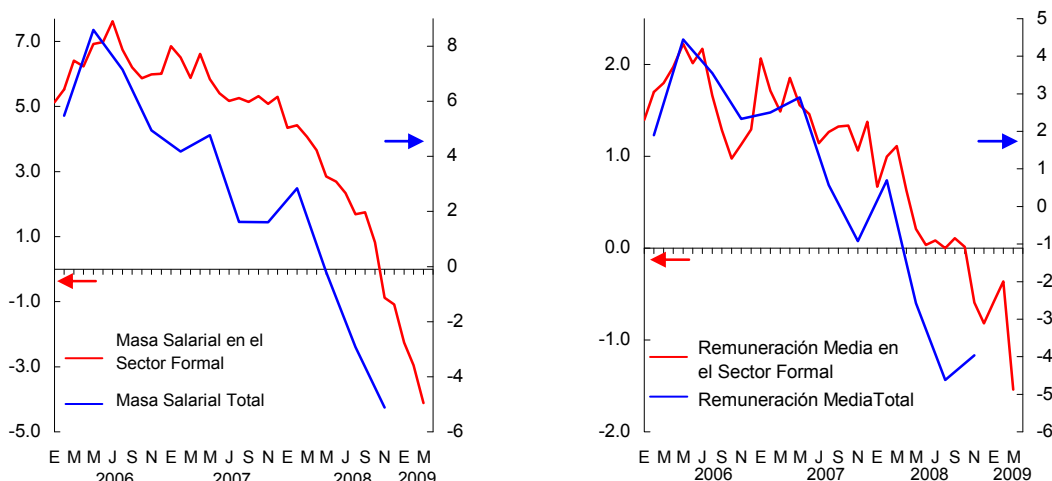
2/ La serie de Población Ocupada proviene de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) e incluye a los tres sectores: primario, secundario y terciario. Las cifras de Población Ocupada del primer trimestre de 2009 son estimaciones del Banco de México.

Como consecuencia de la evolución que han mostrado los niveles de empleo, las tasas de desocupación se incrementaron significativamente en el primer trimestre de 2009 (Gráfica 39a). En efecto, después de haber registrado niveles respectivos de 3.95 y 4.47 por ciento en el tercero y cuarto trimestres de 2008, la Tasa de Desocupación Nacional medida con datos desestacionalizados se elevó a 4.72 por ciento en el primer trimestre de 2009. Por su parte, la Tasa de Desocupación Urbana alcanzó un nivel ajustado por estacionalidad de 5.85 por ciento en el primer trimestre de 2009. No se observaba una tasa de desocupación urbana tan elevada desde principios de 1997. Es relevante mencionar que el aumento que ha venido registrando el desempleo en los meses recientes se asocia fundamentalmente con las condiciones económicas prevalecientes y no con una mayor incidencia de individuos que renunciaron o dejaron el trabajo que tenían para buscar otro con mejores condiciones (Gráfica 39b).

<sup>16</sup> En marzo de 2009, el indicador de masa salarial para el sector formal de la economía registró una caída anual de 4.1 por ciento, que se originó por disminuciones respectivas de 2.6 por ciento del número de trabajadores asegurados en el IMSS y de 1.5 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 mostró, en el cuarto trimestre de 2008, una disminución anual de 5.1 por ciento. Esta cifra se derivó de reducciones de 1.2 por ciento del personal ocupado remunerado y de 4 por ciento en la remuneración media en términos reales.

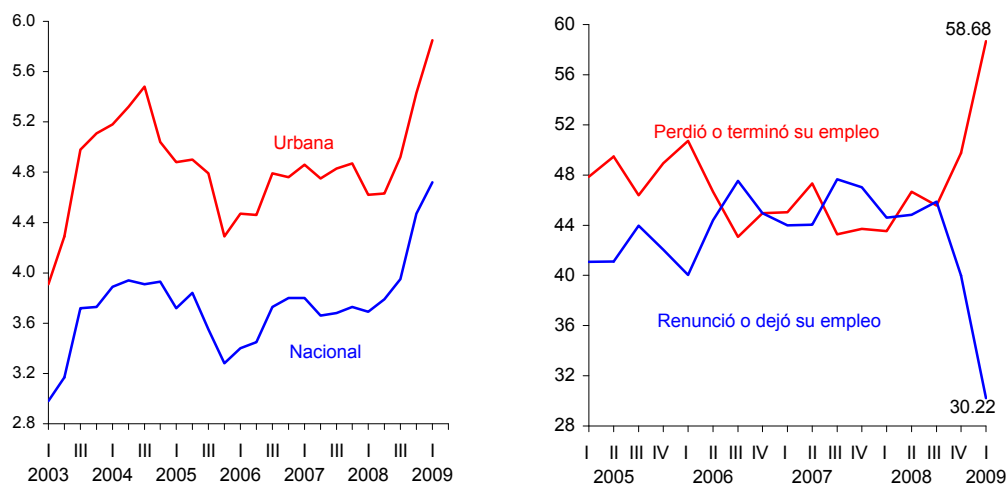


**Gráfica 38**  
**Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales**  
Variación anual en por ciento



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).

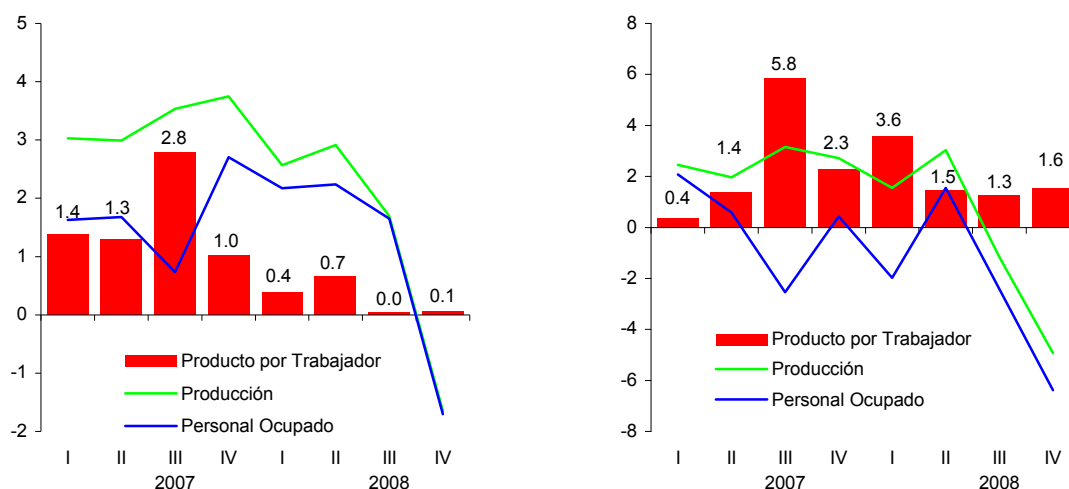
**Gráfica 39**  
**Indicadores de Desocupación Nacional**  
a) Tasa de Desocupación Por ciento y datos desestacionalizados  
b) Causas de Desocupación Porcentaje con respecto a la población desocupada con experiencia



Fuente: INEGI.

El producto por trabajador para el total de la economía, calculado con información de la ENOE y del Sistema de Cuentas Nacionales de México, mostró un crecimiento anual promedio de 0.1 por ciento durante el cuarto trimestre de 2008 (el trimestre previo dicha cifra fue de 0 por ciento). Estas cifras se comparan con los aumentos anuales de 1.0, 0.4 y 0.7 por ciento observados en los tres trimestres previos, respectivamente. En el caso de la industria manufacturera, este indicador mostró un incremento anual promedio de 1.6 por ciento en el último trimestre de 2008 (Gráfica 40).

**Gráfica 40**  
**Producto por Trabajador: Total de la Economía e Industria Manufacturera<sup>17</sup>**  
 Variación anual en por ciento  
 a) Total de la Economía      b) Industria Manufacturera



<sup>17</sup> 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.

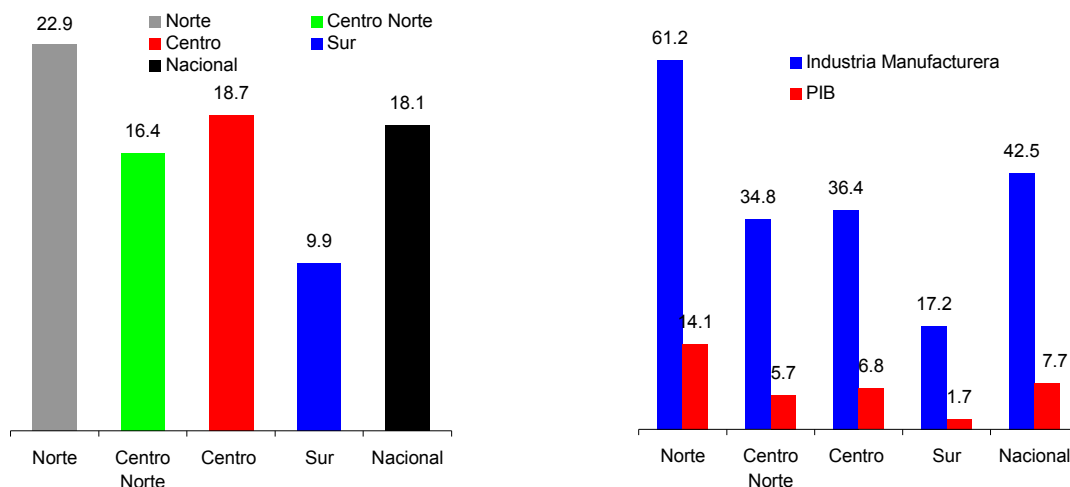
### 3.2.1.4. Economía Regional

La intensidad del choque externo que sufrió la economía nacional, así como su transmisión al mercado interno, se vieron reflejados en la evolución reciente que ha tenido la actividad económica regional. En particular, el choque externo inicialmente se manifestó en los niveles de actividad y empleo de los estados del norte.<sup>17</sup> Ello en virtud de que esta región se caracteriza por contar con un elevado grado de sincronización con el ciclo económico estadounidense, dada la mayor participación relativa de la industria manufacturera de exportación en el PIB (Gráfica 41). Aún cuando el mayor efecto del entorno mundial continúa registrándose en el norte, la perturbación se ha propagado con velocidad a los sectores productivos de bienes no comerciables. Esto ha tenido como consecuencia que el resto de las regiones del país también hayan resentido un deterioro en sus niveles de actividad y empleo.

Profundizando en lo anterior, el choque externo ha tenido un efecto sobre el empleo que se manifestó inicialmente en los estados del norte (Gráfica 42a). Durante el primer trimestre de 2009, la variación anual promedio del número total de trabajadores asegurados en el IMSS fue -6.6 por ciento en la región norte, cifra significativamente menor a la del trimestre previo que fue -2.3 por ciento. No obstante, hacia la segunda mitad de 2008 la disminución de la tasa de crecimiento del empleo se hizo también evidente en el resto del país, siendo este efecto más moderado en el sur.

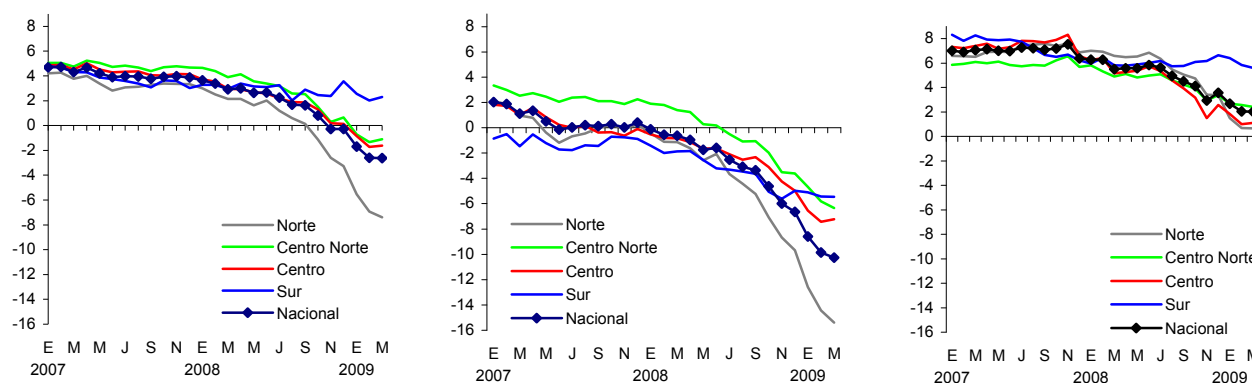
<sup>17</sup> La regionalización del país que se utiliza en esta sección es la siguiente: el norte incluye Baja California, Chihuahua, Coahuila, Nuevo León, Sonora y Tamaulipas; el centro norte considera a Baja California Sur, Aguascalientes, Colima, Durango, Jalisco, Michoacán, Nayarit, San Luis Potosí, 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 41**  
**Participación Porcentual de la Industria Manufacturera y Divisiones VI a VIII en el PIB**  
a) Industria Manufacturera b) Derivados de Minerales no Metálicos, Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo



Fuente: Estimación de Banco de México con base en datos del INEGI correspondientes al PIB estatal de 2006.

**Gráfica 42**  
**Trabajadores Permanentes y Eventuales Asegurados en el IMSS por Región**  
a) Total b) Industria Manufacturera c) Servicios



Fuente: IMSS.

El deterioro que se ha observado en el mercado laboral ha sido mayor en la industria manufacturera, destacando en particular la caída en los estados del norte cuya variación anual promedio fue -14.1 por ciento durante el primer trimestre de 2009 (Gráfica 42b). No obstante, el empleo en el sector servicios también ha sido afectado, ya que con excepción de los estados del sur, la tasa de crecimiento anual del empleo formal ha exhibido una trayectoria descendente, siendo la región norte la que alcanzó la tasa más baja en el primer trimestre de 2009, ubicándose en promedio en 0.9 por ciento (Gráfica 42c).

Asimismo, la menor actividad económica se ha reflejado en diversos indicadores asociados al consumo, entre los que destacan la caída en todas las regiones del país de la masa salarial real así como la pérdida generalizada de la confianza de los consumidores. Si bien estas trayectorias se presentaron en un

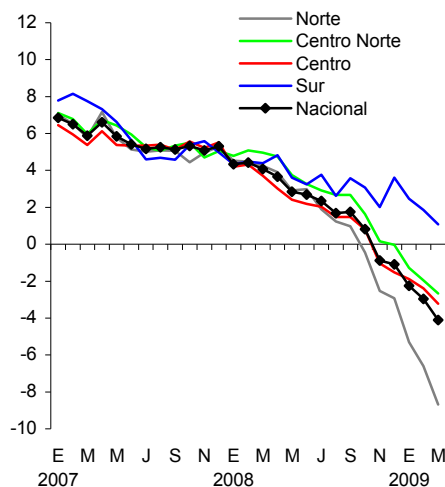
inicio en los estados del norte, dichas tendencias se han propagado al resto del país (Gráfica 43).

**Gráfica 43**  
**Indicadores Asociados al Consumo**

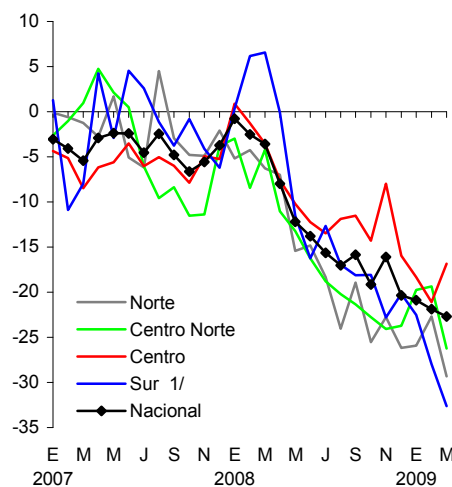
Variación anual en por ciento

a) Masa Salarial Real en el Sector Formal

b) Índice Regional de Confianza del Consumidor



Fuente: Estimación regional con base en datos del IMSS.



Fuente: Estimación regional con base en la Encuesta de Confianza del Consumidor publicada por INEGI.

1/ La región sur excluye Guerrero debido a los valores extremos que se observan en las respuestas en este estado.

### 3.2.1.5. Sector Externo

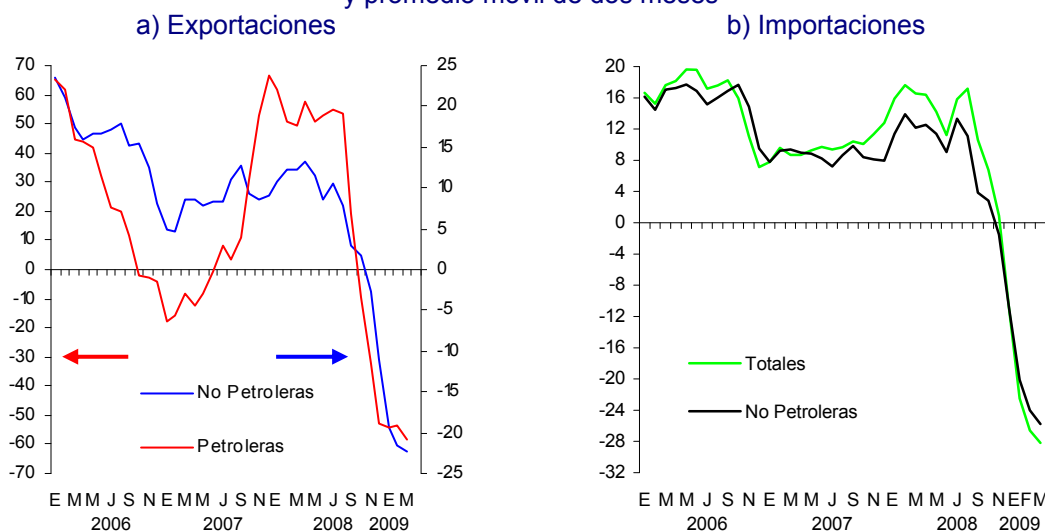
Durante el primer trimestre de 2009, las cuentas externas del país se vieron afectadas por: i) un deterioro de las exportaciones, tanto petroleras como no petroleras; ii) la profundización y generalización de la transmisión del choque externo al mercado doméstico, lo cual se tradujo en una disminución importante de las importaciones de mercancías; y iii) la persistencia de condiciones astringentes en los mercados financieros internacionales.

En particular, los principales aspectos que caracterizaron la evolución del sector externo en el trimestre que se reporta fueron los siguientes:

- El déficit de la balanza comercial no petrolera mostró una disminución importante, al alcanzar en el primer trimestre de 2009 un valor de 3,397 millones de dólares. Este monto se compara con los déficit de 7,962 millones en el trimestre previo y de 6,980 millones en el primer trimestre de 2008. Esta evolución refleja fundamentalmente una caída de las importaciones toda vez que, en el periodo que se reporta, no se observó un cambio en la tendencia de las exportaciones no petroleras. Así, lo que aparentemente ha conducido a menores presiones sobre el déficit comercial es el efecto de una menor demanda interna.
- En el periodo enero-marzo de 2009, las exportaciones totales registraron una caída de 28.6 por ciento a tasa anual (14 por ciento en el cuarto trimestre de 2008). Dicho descenso fue resultado de

### Gráfica 44

Variación anual en por ciento de datos desestacionalizados  
y promedio móvil de dos meses



Fuente: Banco de México.

- c) La disminución del valor de las exportaciones petroleras en el primer trimestre de 2009 reflejó reducciones tanto del precio promedio de la mezcla mexicana del crudo de exportación, como del volumen exportado.<sup>19</sup> En efecto, en el trimestre que se reporta dicho precio se ubicó en 38.80 dólares por barril (83.94 dólares en el primer trimestre de 2008), en tanto que el volumen exportado registró una caída anual de 15.6 por ciento. Por su parte, en el primer trimestre de 2009, las importaciones de productos petroleros mostraron un descenso anual de 48.6 por ciento. Como consecuencia de lo anterior, en el lapso enero-marzo del año en curso, la balanza de productos petroleros presentó un superávit de 1,507 millones de dólares, mismo que se compara con el saldo superavitario de 5,332 millones registrado en el primer trimestre de 2008.

<sup>18</sup> Las exportaciones petroleras registraron un aumento de 17.8 por ciento en 2008 y una disminución de 42.2 por ciento en el último trimestre de ese año. En las mismas comparaciones, las exportaciones no petroleras presentaron respectivamente un incremento de 5.2 por ciento y un descenso de 8 por ciento.

<sup>19</sup> 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. No obstante, se espera que en 2010 continúe la debilidad del precio internacional del petróleo.

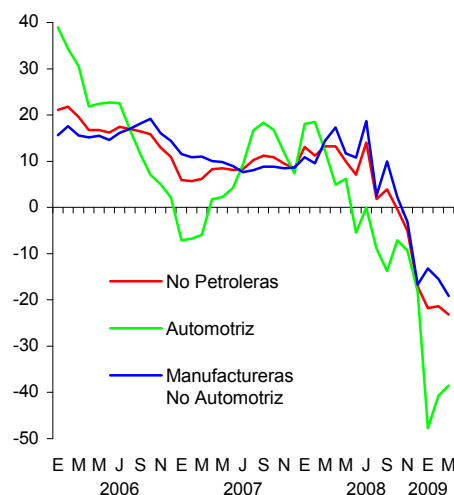
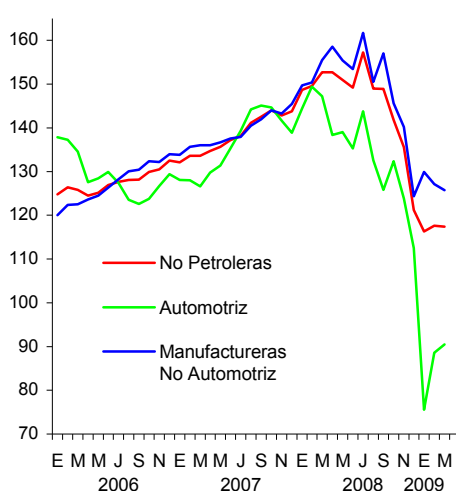
- d) La disminución del valor de las exportaciones no petroleras en el primer trimestre de 2009 (de 21.8 por ciento), fue resultado de una profundización de la caída tanto de las llevadas a cabo por la industria automotriz, como de las efectuadas por los demás sectores (Gráfica 45). En efecto, las exportaciones de productos automotrices se contrajeron 41 por ciento a tasa anual (-10.3 en el trimestre previo), en tanto que las correspondientes al resto de productos no petroleros se redujeron en 15.7 por ciento (-7.3 por ciento en el cuarto trimestre de 2008; Cuadro 6). A su vez, la caída de las exportaciones no petroleras se originó de la combinación de contracciones de 21.7 por ciento en las exportaciones dirigidas a Estados Unidos y de 22.3 por ciento en las canalizadas al resto del mundo (Cuadro 6).

**Gráfica 45**  
**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.

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

	Participación			Crecimiento Anual					
	Anual		I Trim	2008					2009
	2007	2008	2009	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>5.17</b>	<b>10.39</b>	<b>11.41</b>	<b>8.16</b>	<b>-8.04</b>	<b>-21.83</b>
<b>Estados Unidos</b>	<b>82.55</b>	<b>79.86</b>	<b>81.07</b>	<b>1.75</b>	<b>7.31</b>	<b>6.39</b>	<b>4.32</b>	<b>-10.05</b>	<b>-21.72</b>
Automotriz	20.41	18.57	15.14	-4.32	8.11	-2.08	-10.68	-11.01	-40.11
Resto	62.14	61.29	65.93	3.74	7.05	9.29	9.36	-9.75	-15.78
<b>Resto del Mundo</b>	<b>17.45</b>	<b>20.14</b>	<b>18.93</b>	<b>21.34</b>	<b>25.74</b>	<b>36.65</b>	<b>25.77</b>	<b>0.82</b>	<b>-22.29</b>
Automotriz	4.11	4.57	3.24	16.78	38.25	38.22	9.28	-7.28	-44.92
Resto	13.34	15.57	15.69	22.74	22.21	36.20	31.35	3.43	-15.07
<b>Automotriz Total</b>	<b>24.52</b>	<b>23.14</b>	<b>18.38</b>	<b>-0.78</b>	<b>12.75</b>	<b>3.85</b>	<b>-7.08</b>	<b>-10.31</b>	<b>-41.02</b>
<b>Otras Total</b>	<b>75.48</b>	<b>76.86</b>	<b>81.62</b>	<b>7.10</b>	<b>9.65</b>	<b>13.93</b>	<b>13.28</b>	<b>-7.32</b>	<b>-15.65</b>

Fuente: Banco de México

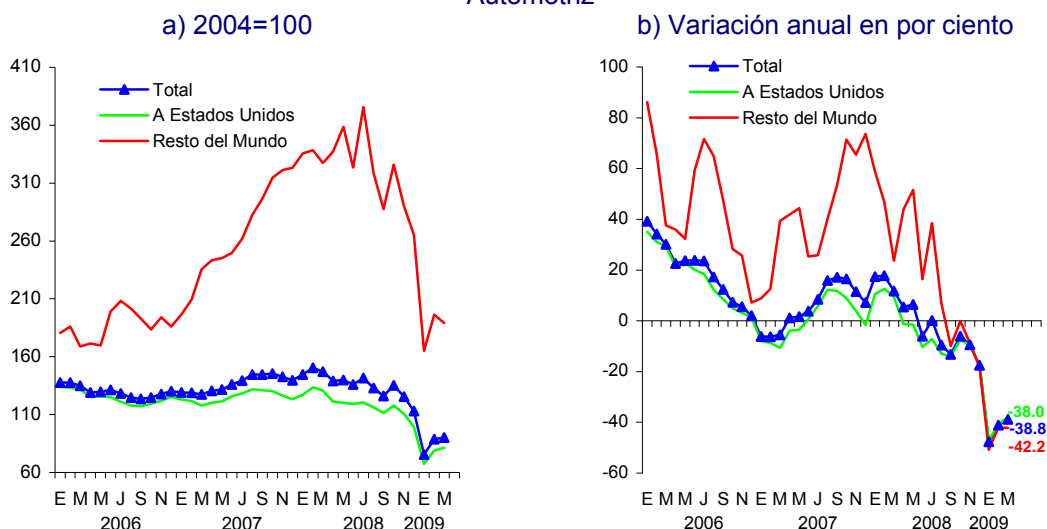
- e) El ajuste de los niveles del gasto interno observado en el primer trimestre del año, en adición a la contracción de las exportaciones, condujo a que se registrara en el primer trimestre de 2009 una importante reducción anual, de 27.6 por ciento, en el valor de las importaciones de mercancías (-6.4 por ciento en el último trimestre de 2008). En el período que se reporta, las importaciones de productos petroleros disminuyeron 48.6 por ciento, en tanto que las restantes se contrajeron en 25 por ciento.<sup>20</sup> Por tipo de bien, se observaron contracciones de 37.6, 28.1 y 10.6 por ciento en las importaciones de bienes de consumo, intermedios y de capital, respectivamente.

Gráfica 46

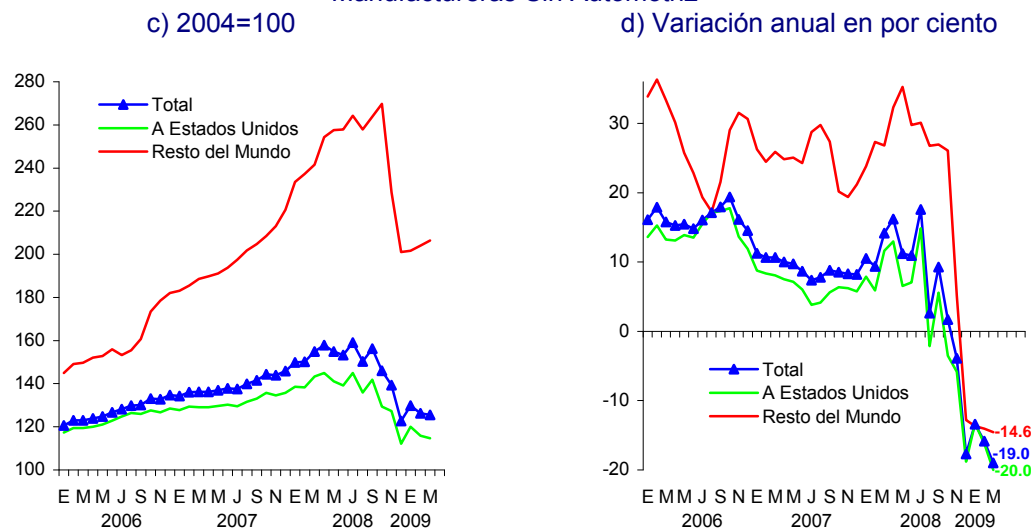
## Exportaciones Manufactureras a Distintos Mercados

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

## Automotriz



## Manufactureras Sin Automotriz

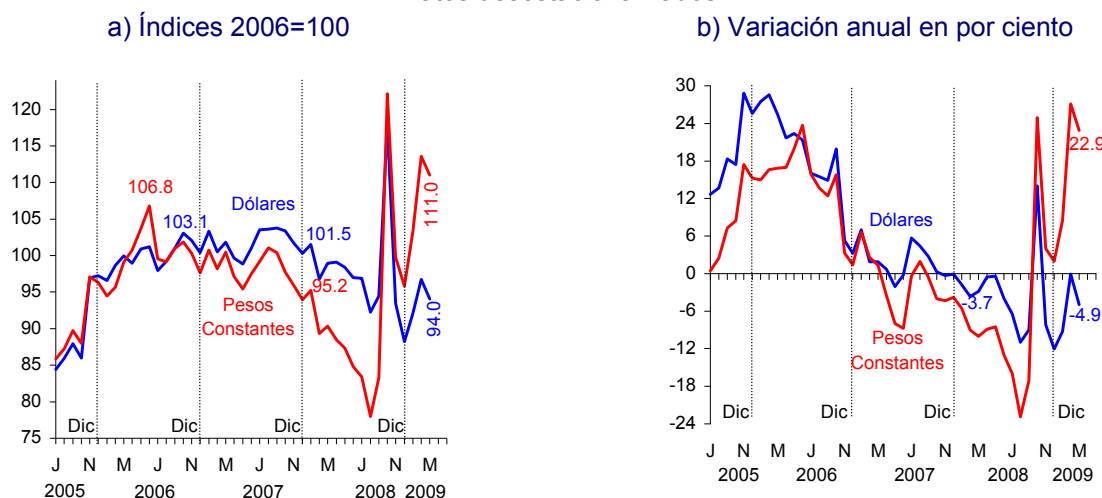


Fuente: Banco de México.

<sup>20</sup> La contracción de las importaciones no petroleras se originó de bajas de 30.7 por ciento de las importaciones de bienes de consumo no petroleros, de 26.6 por ciento de las de bienes intermedios no petroleros y de 10.6 por ciento de las adquisiciones en el exterior de bienes de capital.

Durante el primer trimestre de 2009, el ingreso de recursos al país por remesas familiares continuó perdiendo fuerza. Así, en ese periodo el ingreso por remesas resultó de 5,476 millones de dólares, lo que implicó una disminución de 4.9 por ciento anual, luego de haber descendido 2 y 3.6 por ciento anual en el cuarto trimestre de 2008 y en todo ese año, respectivamente. Es importante señalar, no obstante, que en pesos constantes, los ingresos por remesas se elevaron a tasa anual en el trimestre, como reflejo de la depreciación nominal del peso (Gráfica 47).

**Gráfica 47**  
**Remesas Familiares**  
Datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México y Buró de Estadísticas del Trabajo del Departamento de Trabajo de Estados Unidos.

La información mencionada en los párrafos anteriores, aunada a los datos disponibles relacionados con otros renglones de las cuentas externas, sugiere que, en el primer trimestre de 2009, la cuenta corriente de la balanza de pagos habrá alcanzado un déficit de 2.4 miles de millones de dólares. Esto se compara con saldos deficitarios de 2.6 y 6.3 miles de millones en el primero y cuarto trimestres de 2008, respectivamente.

La evolución de la cuenta de capital en el primer trimestre de 2009 reflejó la astringencia que prevaleció en los mercados financieros internacionales, así como el entorno de recesión e incertidumbre que caracterizó a la economía mundial.<sup>21</sup> Con base en la información preliminar disponible para los primeros meses del año, se estima que en el primer trimestre de 2009 la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) habrá registrado una salida neta de recursos de alrededor de 4.2 miles de millones de dólares. Entre otros factores, dentro de este resultado influyen los egresos netos de recursos por 360 millones de dólares que se registraron por concepto de inversión extranjera en el mercado de dinero en el trimestre, así como un desendeudamiento con el exterior de la banca comercial por 1,146 millones en el primer bimestre del año. Por su parte, en enero-febrero se obtuvo un ingreso neto de 182 millones de dólares por endeudamiento del

<sup>21</sup> Los ingresos de la cobertura petrolera que adquirió el Gobierno Federal se registrarán en la cuenta de capital en noviembre 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 marzo, en el primer trimestre de 2009 los ingresos por la referida cobertura resultarían de 2,746 millones de dólares.



sector público. En la estimación anterior también se considera que, reflejando la situación por la que atraviesa la economía mundial, posiblemente se observe un debilitamiento de los flujos de inversión extranjera directa, mismos que ya habían mostrado un menor dinamismo a finales de 2008.

En resumen, se calcula que durante el primer trimestre del presente año el déficit de la cuenta corriente se habrá situado en 2.4 miles de millones de dólares, que la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) habrá registrado un egreso neto de 4.2 miles de millones de dólares, en tanto que en dicho periodo la reserva internacional neta del Banco de México disminuyó en 6,585 millones de dólares. Con lo anterior, el saldo de dicha reserva al cierre de marzo se ubicó en 78,856 millones de dólares.

**Cuadro 7**  
**Balanza de Pagos**  
Millones de dólares

Millones de dólares

	2007	2008					2009
	Anual	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim
Cuenta Corriente	-8,178	-15,957	-2,576	-2,264	-4,833	-6,284	-2,369 <sup>e</sup>
Balanza Comercial	-10,074	-17,261	-1,648	-865	-6,427	-8,320	-1,890
Exportaciones	271,875	291,342	70,084	79,403	78,467	63,389	50,067
Importaciones	281,949	308,603	71,732	80,268	84,894	71,709	51,957
Servicios No Factoriales	-6,305	-7,005	-792	-1,938	-2,403	-1,872	-311
Servicios Factoriales	-18,215	-17,152	-5,988	-6,402	-2,507	-2,255	-5,684
Transferencias	26,415	25,461	5,852	6,941	6,504	6,163	5,516
Remesas Familiares	26,069	25,137	5,756	6,824	6,398	6,160	5,476
Cuenta de Capital	20,788	21,438	8,380	2,462	1,345	9,251	-4,216 <sup>e</sup>
Errores y Omisiones	-2,323	1,957	236	1,431	1,137	-847	0
Variación de la Reserva Internacional Neta	10,311	7,450	6,051	1,629	-2,359	2,129	-6,585
Ajustes por Valoración	-25	-12	-11	0	7	-9	0

Fuente: Banco de México.

e/ Cifras estimadas.

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

### 3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento

#### 3.2.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

En el primer trimestre de 2009, la base monetaria continuó presentando una trayectoria ascendente en su ritmo de crecimiento. En dicho periodo, la base monetaria se incrementó a una tasa nominal anual promedio de 18.8 por ciento, mientras que en el cuarto trimestre de 2008 mostró una variación anual promedio de 15.9 por ciento.<sup>22,23</sup> En el primer trimestre del año, debido a factores estacionales, la base monetaria presentó un flujo negativo de 43,723 millones de pesos. En este periodo, los activos internacionales disminuyeron en 9,564

<sup>22</sup> Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

<sup>23</sup> Es posible que a este mayor dinamismo anual hayan contribuido: i) un cambio en la composición de cartera del sector privado entre efectivo y depósitos bancarios como consecuencia de la entrada en vigencia del Impuesto a los Depósitos en Efectivo (IDE) en julio de 2008; ii) el incremento en las remesas del exterior, valuadas en pesos, a partir de octubre del 2009; y, iii) el mayor uso de efectivo que suele ocurrir en años de elecciones federales.

millones de dólares respecto a diciembre de 2008, con lo que su saldo al 31 de marzo fue de 85,668 millones de dólares. Estos factores implicaron un incremento en el crédito interno neto del Banco de México de 95,052 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 31 Mar. 2009	Al 31 Mar. 2009	Acumulados al 31 Mar. 2009
(A) Base Monetaria (Pesos)	577,543	533,819	19.2	-43,723
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>	1,317,292	1,212,350	24.9	-138,775
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	95,232	85,668	-6.0	-9,564
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-739,750	-678,531	29.7	95,052
(D) Reserva Bruta (Dólares)	95,302	85,636	-6.0	-9,665
Pemex				2,716
Gobierno Federal				-4,714
Venta de dólares a la banca <sup>3/</sup>				-5,715
Otros <sup>4/</sup>				-1,952
(E) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	9,861	6,780	-4.4	-3,080
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] <sup>5/</sup>	85,441	78,856	-6.2	-6,585

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 con precio mínimo realizadas a partir del 9 de octubre de 2008; ii) las ventas directas de dólares, y iii) las subastas diarias sin precio mínimo realizadas a partir del 9 de marzo de 2009 (Véanse los comunicados de prensa de la Comisión de Cambios del 8 de octubre de 2008; del 4, 5, 6, 20, 23 y 27 de febrero de 2009, y del 5 de marzo de 2009).

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

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

Por su parte, el saldo de la reserva internacional al 31 de marzo de 2009 ascendió a 78,856 millones de dólares, 6,585 millones de dólares inferior al saldo en diciembre de 2008. Al 24 de abril, el saldo de la reserva internacional fue de 77,491 millones de dólares.

### 3.2.2.2. Medidas Instrumentadas para Preservar el Buen Funcionamiento de los Mercados en México

En el primer trimestre de 2009, la situación en los mercados financieros internacionales mostró cierta mejoría respecto a la elevada turbulencia que presentó durante el último trimestre del año anterior. No obstante, como se mencionó en la Sección 3.1.4., en los primeros dos meses del año se observó un marcado deterioro en los mercados financieros de las economías de países emergentes. En particular, los tipos de cambio de muchas de éstas registraron depreciaciones importantes y un sustancial aumento en su volatilidad. Asimismo, los diferenciales sobre su deuda soberana y privada se elevaron significativamente y se restringieron sus condiciones de acceso al financiamiento externo.

En este contexto, diversos factores pudieron haber contribuido a incrementar la percepción de riesgo que presentaba la economía mexicana. En

primer lugar, el desplome del precio del petróleo y las perspectivas de que en el mediano plazo no presentará aumentos importantes, implican una reducción de los ingresos en las cuentas externas. En segundo lugar, la importante integración del sector industrial mexicano orientado a la exportación a las cadenas productivas cuyo destino final es Estados Unidos y la reducción de las remesas familiares, incrementaron la percepción del riesgo de menores ingresos ante la desaceleración que se observaba en ese país. Finalmente, es posible que el deterioro en la percepción de niveles de seguridad pública haya afectado de forma negativa algunas fuentes de ingresos externos, como es el caso del turismo.

El deterioro en las perspectivas de los ingresos externos y las condiciones de astringencia en los mercados de capitales, generaron incertidumbre con respecto al monto de recursos que estaría disponible para financiar el déficit en cuenta corriente esperado para el año, y al posible impacto que ello podría tener sobre el nivel de reservas internacionales mantenido en el Instituto Central. Estas condiciones, como se muestra en la Sección 3.2.1.5, condujeron a una fuerte depreciación cambiaria y a un aumento en los indicadores del riesgo soberano de México.

Adicionalmente, la reducción de los ingresos petroleros ya mencionada, y las perspectivas de menores ingresos públicos no petroleros, como resultado de una propagación más intensa y generalizada del choque externo al mercado doméstico, generaron incertidumbre sobre los márgenes de maniobra de las finanzas públicas para 2009 y en particular para 2010.

Con el propósito de disipar la incertidumbre antes referida, el Banco de México y el Gobierno Federal adoptaron una serie de medidas orientadas a despejar la incertidumbre respecto a los flujos externos para el financiamiento de la economía mexicana y para proveer de liquidez al mercado cambiario.<sup>24</sup> El 5 de marzo de 2009, la Comisión de Cambios dio a conocer un análisis del comportamiento esperado para el año de la balanza de pagos, donde se concluye que en 2009 México no enfrentará problemas para el financiamiento del déficit estimado de la cuenta corriente. La razón de ello es que se anticipa que el incremento moderado esperado de la cuenta corriente durante el presente año, con respecto al de 2008, sea ampliamente financiado por los recursos derivados de la cobertura petrolera, así como por un mayor financiamiento de largo plazo del sector público con diversas instituciones financieras internacionales. Este análisis permite prever que el sector público presentará un flujo de financiamiento con el exterior en superávit, que podría compensar un flujo deficitario del sector privado. Dado el interés de las autoridades financieras de promover condiciones ordenadas en el mercado cambiario, y con la finalidad de sincronizar los ingresos de divisas con su uso, la referida Comisión consideró oportuno establecer un mecanismo para garantizar que una parte significativa de la acumulación proyectada de reservas internacionales durante 2009 se venda en el mercado cambiario, entre otros elementos modificando las condiciones en que se realizan las subastas diarias de dólares, permitiendo que se subasten 100 millones de

<sup>24</sup> En el periodo del 1 de enero al 6 de marzo de 2009, por acuerdo de la Comisión de Cambios, el Banco de México proveyó de liquidez al mercado de cambios utilizando dos mecanismos. En primer lugar, a través del mecanismo de subastas diarias con precio mínimo de 400 millones de dólares, el Instituto Central realizó ventas por 2,480 millones de dólares. En segundo término, en febrero de 2009 el Banco de México realizó ventas directas de dólares al mercado cambiario por 1,835 millones de dólares.

dólares diarios sin precio mínimo a partir del 9 de marzo y hasta el 8 de junio.<sup>25</sup> Al 24 de abril a través de este mecanismo de subastas diarias se han vendido al mercado 3,200 millones de dólares.

Por otro lado, como parte fundamental del conjunto de acciones encaminadas a propiciar condiciones ordenadas en el mercado cambiario, se tomaron dos medidas adicionales. El 17 de abril el Fondo Monetario Internacional aprobó una “Línea de Crédito Flexible” (FCL por sus siglas en inglés) para México, por un monto de 31,528 millones de Derechos Especiales de Giro (alrededor de 47 mil millones de dólares) a un plazo de un año, con posibilidades de renovación (Recuadro 3).<sup>26</sup> El acceso a esta línea de crédito tiene un carácter precautorio y refuerza la certidumbre y confianza en la economía mexicana, asegurando que no existirán dificultades para el financiamiento de las cuentas externas, aun en caso de un mayor deterioro de los mercados financieros internacionales. Cabe señalar que esta línea de crédito no implica condicionalidad alguna en relación con la política económica a seguir y sólo está disponible para países con fundamentos y políticas económicas sólidos.

Adicionalmente, el 21 de abril de 2009, el Banco de México realizó una subasta de créditos en dólares entre la banca comercial y la banca de desarrollo del país, utilizando para tal efecto los recursos provenientes de la primera disposición del mecanismo temporal para el intercambio divisas (conocido como “línea swap”) establecido con la Reserva Federal de Estados Unidos.<sup>27</sup> En esta subasta, por un monto de 4,000 millones de dólares, se asignaron 3,221 millones de dólares (Recuadro 3).

Finalmente, en lo referente a las finanzas públicas, de acuerdo con estimaciones de la SHCP para 2009, el menor precio del petróleo y la reducción de la recaudación no petrolera no comprometerán el cumplimiento del programa de gasto por la existencia de otras fuentes de ingresos. En particular se cuenta con ingresos provenientes de: i) coberturas petroleras (asegurando un precio del petróleo de 70 dólares por barril); ii) la transferencia del remanente de operación del Banco de México correspondientes al ejercicio de 2008; y, iii) el uso de los recursos del Fondo de Estabilización de los Ingresos Petroleros (FEIP). La SHCP también estima que en el 2010, los fondos de estabilización de ingresos, el remanente de operación del Banco de México y otras medidas fiscales permitirán mantener los niveles de gasto programable y de déficit similares a los aprobados para 2009.<sup>28</sup>

Las acciones antes señaladas han contribuido a propiciar un cambio de sentimiento respecto al panorama de la economía mexicana. Ello dio lugar a un clima de mucho mayor estabilidad en el mercado cambiario y, en general, en los mercados financieros domésticos.

<sup>25</sup> Los mecanismos de intervención establecidos fueron: i) se iniciaron subastas diarias sin precio mínimo por 100 millones de dólares; ii) se redujeron las subastas diarias con precio mínimo de 400 a 300 millones de dólares, y iii) se mantiene la posibilidad de realizar ventas extraordinarias de divisas en caso de que el mercado así lo requiera. Esta política permanecerá vigente hasta el día 8 de junio de 2009 y de manera oportuna se darán a conocer las modificaciones a sus términos para los meses subsiguientes. Véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 5 de marzo de 2009.

<sup>26</sup> Véanse Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de abril y del 17 de abril de 2009.

<sup>27</sup> Esta línea, fue dada a conocer el 29 de octubre de 2008, con una vigencia hasta el 30 de octubre de 2009 (véanse los Comunicados de Prensa del Banco de México del 29 de octubre de 2008 y del 3 de febrero de 2009).

<sup>28</sup> Véase el “Documento relativo al cumplimiento de las disposiciones contenidas en el artículo 42, fracción i, de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria (2009)”, de la SHCP.

### Recuadro 3 Acciones del Banco de México para Apoyar la Liquidez en Dólares y Proteger a la Economía de Cambios en las Condiciones Externas

En los primeros meses de 2009, el Banco de México y la Comisión de Cambios instrumentaron dos acciones importantes orientadas a apoyar la liquidez en dólares en el mercado cambiario y a proteger a la economía ante la posibilidad de futuras condiciones desfavorables en los mercados internacionales de capital. La primera fue el inicio de subastas de crédito en dólares el 21 de abril, con recursos provenientes del mecanismo temporal para el intercambio de divisas (conocido como línea "swap") establecido con el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos. La segunda fue la aprobación por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI), el 17 de ese mismo mes, de una Línea de Crédito Flexible por un monto de 31,528 millones de Derechos Especiales de Giro (alrededor de 47 mil millones de dólares). Con estas medidas se busca reforzar la confianza en la economía mexicana y dar certidumbre respecto a la disponibilidad de financiamiento de las cuentas externas, aun bajo condiciones de mayor deterioro en los mercados financieros internacionales.

#### Contratación y Activación de la Línea "Swap"

El 29 de octubre de 2008, el Banco de México acordó con el Banco de la Reserva Federal establecer un mecanismo temporal para el intercambio de divisas (línea "swap") por 30 mil millones de dólares. En la misma fecha, además de la línea con México, se anunció la apertura de líneas "swap" por los mismos montos entre la Reserva Federal y el Banco Central de Brasil, el Banco de Corea y la Autoridad Monetaria de Singapur. De esta forma, en la actualidad la Reserva Federal cuenta con líneas "swap" con catorce instituciones (Cuadro 1), con vigencia hasta el 30 de octubre de 2009. El propósito de estas acciones es contribuir al mejoramiento de las condiciones de liquidez global en los mercados financieros internacionales, y mitigar la propagación de las dificultades para obtener financiamiento en dólares de Estados Unidos en economías que han sido bien administradas y que cuentan con fundamentos económicos sólidos.

El 3 de abril de 2009, el Banco de México anunció que activaría la línea "swap" con la Reserva Federal con el objeto de efectuar subastas de crédito en dólares entre instituciones de crédito del país.<sup>1</sup> El propósito de estos créditos es proveer financiamiento a empresas que requieren hacer frente a sus vencimientos de pasivos denominados en dólares, y que han enfrentado problemas para obtener recursos en los mercados internacionales en un entorno de elevada aversión al riesgo. De esta forma, se pretende asegurar el funcionamiento ordenado del mercado cambiario.

Para activar la línea "swap" se efectúan dos transacciones. En la primera, el Banco de México dispone de su línea, vendiéndole una cantidad determinada de pesos a la Reserva Federal a cambio de dólares al tipo de cambio vigente en el mercado. Al mismo tiempo se establece un acuerdo para realizar una segunda transacción, bajo la cual el Banco de México se compromete a recomprar los pesos objeto de la primera operación con la Reserva Federal, en una fecha posterior (que puede ser de un día a tres meses) al mismo tipo de cambio con el que se efectuó la primera operación. Debido a que las condiciones para esta segunda transacción se establecen por anticipado, las fluctuaciones del tipo de cambio a lo largo de la operación no alteran los pagos acordados. En consecuencia, estas operaciones no conllevan riesgo de mercado o por tipo de cambio. A la conclusión de la segunda operación, el Banco de

México paga a la Reserva Federal intereses basados en una tasa de mercado.

**Cuadro 1**  
**Líneas "Swap" de la Reserva Federal con Bancos Centrales de Otros Países**  
Miles de millones de dólares

Banco central	Monto de Línea Swap
Banco de la Reserva de Australia	30
Banco Central Europeo*	sin límite
Banco Central de Brasil	30
Banco de Canadá	30
Banco de Corea	30
Banco Nacional de Dinamarca	15
Banco de Inglaterra*	sin límite
Banco de Japón	120
Banco de México	30
Banco de Noruega	15
Banco de la Reserva de Nueva Zelandia	15
Autoridad Monetaria de Singapur	30
Banco de Suecia	30
Banco Nacional de Suiza*	sin límite

\* El 13 de octubre de 2008 la Reserva Federal anunció la ampliación de las líneas de estos países para que pudieran proveer liquidez suficiente para cubrir la demanda.

Fuente: Reserva Federal.

La primera subasta de crédito en dólares se efectuó el 21 de abril por un monto de 4,000 millones de dólares a un plazo de 264 días, de los cuales se asignaron 3,221 millones de dólares, a una tasa de interés ponderada de 0.7384 por ciento. El Banco de México estableció una tasa mínima de 0.7063 por ciento, que se determinó con base en la tasa conocida como "Overnight Index Swap" más un diferencial de 50 puntos base. El plazo máximo de las operaciones con la Reserva Federal relacionadas con la línea "swap" es de 88 días, por lo que el Banco de México solicitará disposiciones adicionales de esta línea para financiar los créditos a plazos mayores y, en caso de ser necesario, utilizará otras fuentes de financiamiento.

#### La Línea de Crédito Flexible con el FMI

El 17 de abril de 2009 el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó una Línea de Crédito Flexible para México por un monto de 31,528 millones de Derechos Especiales de Giro —DEG— (alrededor de 47 mil millones de dólares), por un plazo de un año.<sup>2</sup> Dicho monto equivale al 1,000 por ciento de la cuota de México en el FMI (3,152.8 millones de DEG).<sup>3</sup> Las autoridades solicitaron esta línea de crédito, con el objeto de proteger a la economía mexicana ante la posibilidad de futuras condiciones desfavorables en los mercados internacionales de capital y en vista de la incertidumbre generada por la actual crisis financiera mundial, que ha afectado a las economías emergentes tanto por

<sup>1</sup> Ver comunicado de prensa del Banco de México del 3 de abril de 2009.

<sup>2</sup> Al 28 de abril, un DEG equivalía a 1.488100 dólares de Estados Unidos.

<sup>3</sup> Con posterioridad al acuerdo de México, Colombia y Polonia solicitaron líneas de crédito similares por 10.4 y 20.5 miles de millones de dólares, respectivamente (900 y 1000 por ciento de sus cuotas, respectivamente).



el colapso del comercio internacional como por la fuerte contracción de los flujos de capital.<sup>4</sup>

La Línea de Crédito Flexible del FMI está disponible únicamente para países con fundamentos económicos y un marco de políticas sólidos, y que cuenten con un historial congruente en la instrumentación de una política orientada al crecimiento y a la estabilidad económica. Los criterios que se consideran en el proceso de calificación incluyen: i) una posición externa sostenible, ii) una cuenta de capital dominada por flujos privados, iii) un historial de acceso adecuado a los mercados internacionales de capital, iv) un nivel adecuado de reservas internacionales, v) finanzas públicas sanas, vi) baja inflación, vii) la ausencia de problemas de solvencia en el sistema bancario, y viii) una supervisión efectiva del sistema financiero.

Dado lo rígido de los criterios de calificación, la aprobación de esta línea constituye una muestra de confianza de la comunidad internacional respecto de la economía mexicana y del marco actual de política económica en el país.

Los recursos disponibles bajo la Línea de Crédito Flexible refuerzan la confianza en la economía mexicana y dan certidumbre de que no se enfrentarán dificultades en el financiamiento de las cuentas externas, aun en el caso de que se observara un deterioro mayor en los mercados financieros internacionales. Es de esperarse que lo anterior se traduzca a su vez en una mayor disponibilidad de financiamiento proveniente de otras fuentes, y en una mayor oferta de crédito tanto nacional como internacional.

Una característica importante de la Línea de Crédito Flexible es que se puede usar de manera contingente. De esta forma, las autoridades financieras han indicado que no tienen la intención de utilizar los recursos disponibles bajo dicha Línea. También es

importante resaltar que una vez aprobada la Línea de Crédito Flexible, el acceso a los recursos no está sujeto a condicionalidad alguna, por lo que el financiamiento disponible se usaría a discreción de las autoridades mexicanas, ya sea en su totalidad en una sola exhibición o bien en varios desembolsos, en caso de que llegara a necesitarse.

Cabe señalar que el costo para México de tener abierta esta línea de crédito es muy bajo en comparación con otras alternativas para incrementar los recursos disponibles en las reservas internacionales. Al aprobarse la Línea de Crédito Flexible, se paga una comisión de compromiso que compensa al FMI por el costo de oportunidad de asegurar que los recursos estarán disponibles para el país. La comisión es de 15 puntos base (pb) sobre la parte de la Línea hasta 200 por ciento de la cuota, 30 pb para los recursos de la Línea por encima de 200 y hasta 1,000 por ciento de la cuota; y 60 pb para los recursos por arriba de 1,000 por ciento de la cuota. Con base en estos criterios, México pagará una comisión de compromiso de 27 puntos base. El pago de dicha comisión se devuelve si se utilizan los recursos disponibles. En este último caso, la estructura de tasas de interés y plazos es la misma que aplica a los programas tradicionales del FMI. En el caso de México, el costo anual de usar la facilidad en su totalidad por un plazo menor a 36 meses sería de aproximadamente 2.84 por ciento (basado en la tasa de interés del DEG vigente al 28 de abril de 2009).

En suma, a diferencia de otras ocasiones en que México ha utilizado los recursos financieros del FMI, este nuevo instrumento financiero es de carácter preventivo, no implica condicionalidad alguna en relación con la política económica a seguir, y es un reconocimiento al país de que cuenta con un marco sólido de políticas fiscal y monetaria y con un sistema financiero sano.

<sup>4</sup> Ver Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de abril de 2009.

### 3.2.2.3. Ahorro Financiero

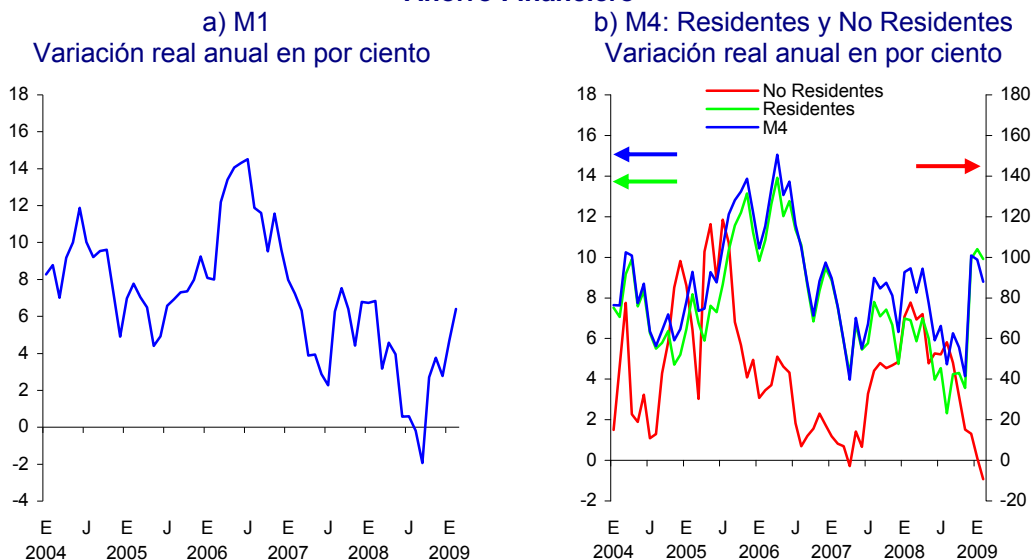
En el primer bimestre de 2009, a pesar de la acentuada desaceleración que observó la actividad económica, el ahorro financiero presentó tasas de crecimiento real elevadas en términos anuales, a lo cual contribuyeron diversos factores. En primer lugar, se observó una recomposición de la cartera del sector privado a favor de activos con un rendimiento nominal más seguro. En segundo lugar, en diciembre de 2008 entró en vigor el nuevo régimen de pensiones del ISSSTE, lo cual implicó el reconocimiento de un pasivo laboral del Gobierno Federal, cuya contrapartida constituye un activo financiero de los trabajadores que decidieron cambiarse al nuevo régimen de cuentas individuales.<sup>29</sup> Por último, el gasto del sector privado, tanto de consumo como de inversión observó una mayor desaceleración que la presentada por el PIB lo cual, en general, implica un crecimiento del ahorro financiero de los residentes.

De esta manera, el agregado monetario M1, que incluye los billetes y monedas en poder del público y la captación líquida presentó una recuperación en su ritmo de crecimiento (5.5 por ciento real anual en el primer bimestre del año) (Gráfica 48a). Por su parte el agregado monetario más amplio M4, que

<sup>29</sup> La implementación de la Ley del ISSSTE afectó a los agregados monetarios amplios a través de dos instrumentos principales. En primer lugar, el Gobierno Federal constituyó depósitos en la cuenta que mantiene en el Banco de México a favor de los trabajadores que optaron por el nuevo régimen de pensiones del ISSSTE, recursos que son administrados por las Afores, principalmente la Afore PENSIONISSSTE. En segundo lugar, se emitió un Bono de Pensión ISSSTE, el cual representa un pasivo del Gobierno Federal y un activo a favor de los trabajadores del ISSSTE.

incluye la tenencia de activos financieros líquidos y a plazo por parte de los residentes y no residentes creció en el mismo periodo 9.3 por ciento real anual promedio. Este último crecimiento estuvo sustentado en el crecimiento del ahorro financiero de los residentes, ya que a partir de septiembre de 2008 se observó una reversión en los flujos del ahorro de los no residentes en instrumentos financieros internos, resultado de la mayor aversión al riesgo que afectó su demanda por estos activos.<sup>30</sup> De esta forma, hacia febrero de 2009, el M4 en poder de no residentes presentaba tasas reales anuales negativas (Gráfica 48b).

**Gráfica 48**  
**Ahorro Financiero**



### 3.2.2.4. Financiamiento

La crisis financiera internacional continuó afectando a la economía mexicana a través de canales reales y financieros. Por el lado de la oferta de financiamiento, las condiciones en los mercados financieros externos e internos continuaron mostrando reducida liquidez y condiciones de financiamiento más restrictivas. Adicionalmente, la oferta de crédito, en particular del crédito al consumo, se ha visto afectada por un aumento en la percepción del riesgo de esta cartera, como resultado de los incrementos en sus niveles de morosidad. Por otra parte, la acentuada desaceleración del gasto del sector privado, tanto de consumo como de inversión, y el deterioro de las perspectivas de mediano plazo han disminuido la demanda de financiamiento por parte del sector privado.<sup>31</sup>

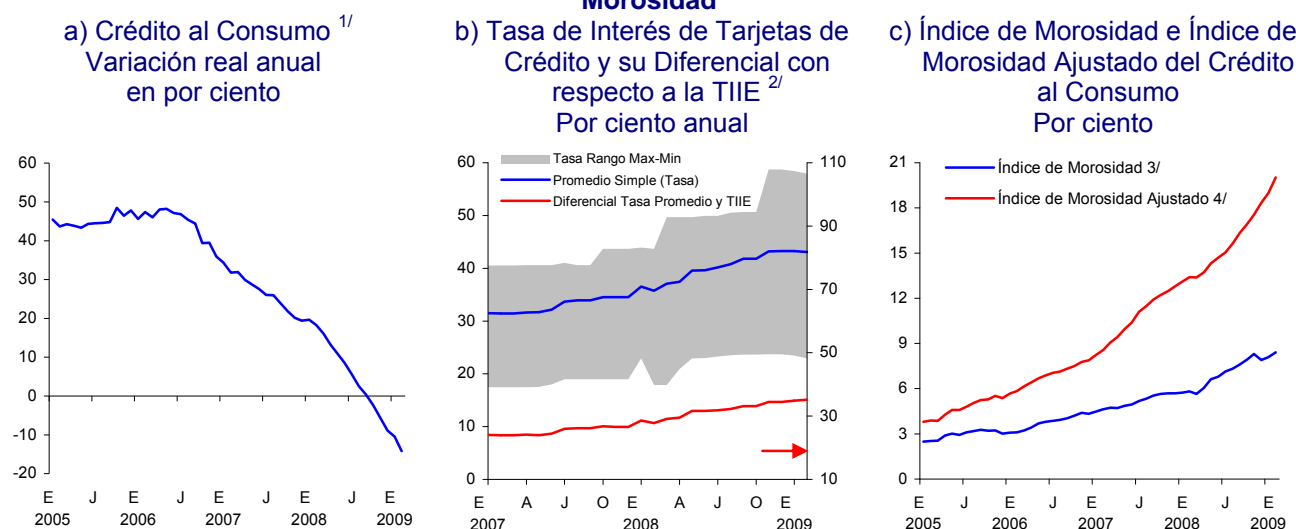
En este contexto, el financiamiento recibido por el sector privado no financiero continuó presentando una desaceleración en su crecimiento y se ha observado una mayor retroalimentación entre el sector real y el financiero. El crédito directo vigente de la banca comercial al sector privado no financiero creció

<sup>30</sup> Al excluir el impacto de la implementación de la Ley del ISSSTE, en enero-febrero de 2009 el agregado monetario M4 tuvo un incremento real anual promedio de 5.7 por ciento, mientras que el crecimiento promedio del cuarto trimestre de 2008 fue de 5.4 por ciento real anual.

<sup>31</sup> En el primer trimestre de 2009, el índice de confianza del consumidor presentó niveles mínimos históricos. En este periodo, el promedio de dicho índice fue 80.1, mientras que en el mismo trimestre de 2008 fue 102.4.

a una tasa real anual promedio de 5.4 por ciento (8.6 por ciento en el último trimestre de 2008).

El crédito al consumo es el que ha mostrado una mayor astringencia. Desde el último trimestre de 2008, el crédito directo vigente de la banca comercial al consumo ha presentado tasas de crecimiento real anual negativas (reducción promedio de 12.3 por ciento real anual en enero-febrero de 2009) (Gráfica 49a). Por otra parte, el costo del financiamiento a través de tarjetas de crédito se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses; no obstante, el diferencial de este indicador con respecto a la TIIE 28 días ha continuado incrementándose (Gráfica 49b).<sup>32</sup> Por su parte, la calidad de la cartera de crédito de la banca comercial al consumo ha continuado deteriorándose. En febrero de 2009, el Índice de Morosidad (IMOR) ascendió a 8.4 por ciento y el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA) fue de 20 por ciento (Gráfica 49c).<sup>33</sup>

**Gráfica 49**
**Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo, Tasa de Interés de Tarjetas de Crédito e Índices de Morosidad**


<sup>32</sup> 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).

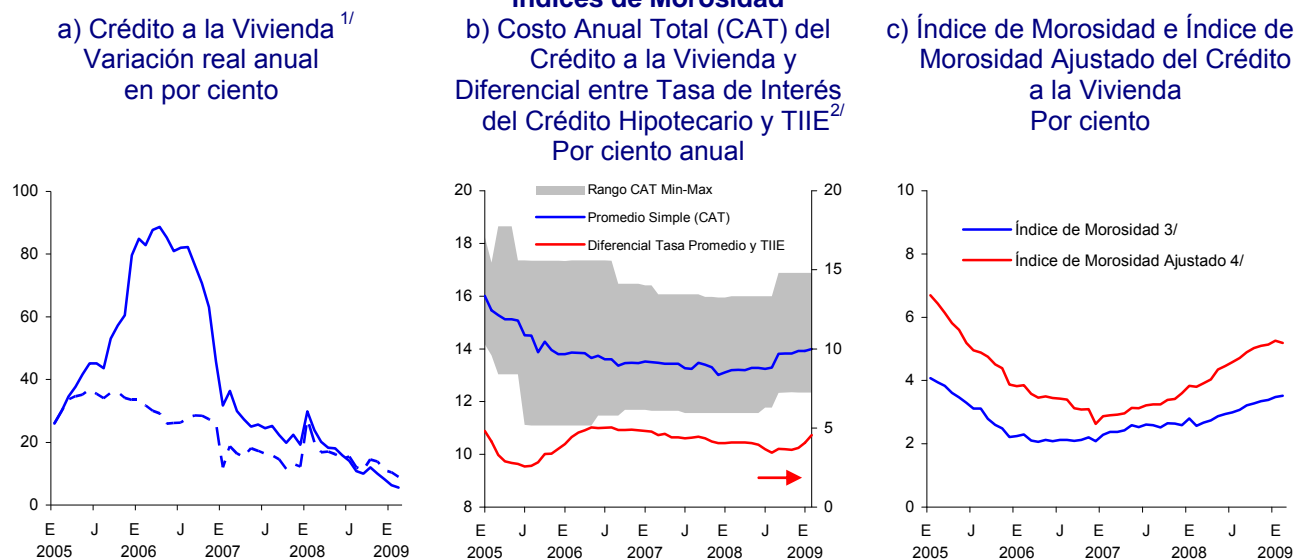
<sup>33</sup> El Índice de Morosidad (IMOR), se define como la proporción que representa la cartera vencida de la cartera total. No obstante, debido a que este índice se ve afectado por las decisiones de la banca sobre la venta o los castigos de esta cartera, un indicador más preciso del grado de deterioro del cumplimiento de las obligaciones de los deudores es el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA). El IMORA se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos, entre la suma de la cartera de crédito directa total más los castigos o pérdidas antes mencionados (Véase el Reporte sobre el Sistema Financiero 2007, página 51 y Recuadro 21 y el Informe sobre la Inflación de Julio-Septiembre de 2008).



El crédito directo vigente de la banca comercial para la adquisición de vivienda mostró una trayectoria descendente en su ritmo de crecimiento, con un crecimiento real anual de 5.9 por ciento en el primer bimestre de 2009 (Gráfica 50a). El costo de este financiamiento se mantuvo relativamente estable; mientras que el diferencial de la tasa de interés asociada al CAT de un producto estándar con respecto a la TIIE 28 días presentó una tendencia al alza (Gráfica 50b).<sup>34</sup> En relación con la calidad de la cartera de crédito a la vivienda, ésta mostró un mayor deterioro. En febrero de 2009, el IMOR de la cartera hipotecaria de la banca comercial se situó en 3.5 por ciento y el IMORA en 5.2 por ciento (Gráfica 50c).

El financiamiento a las empresas no financieras del sector privado, continuó presentando en meses recientes una reducción en las fuentes internas y externas de financiamiento. En particular, la emisión de deuda de estas empresas, tanto en los mercados internacionales como en el mercado interno, presentó una disminución importante en su crecimiento anual.

**Gráfica 50**  
**Crédito Vigente de la Banca Comercial a la Vivienda, Costo Anual Total del Crédito a la Vivienda e Índices de Morosidad**



1/ La línea punteada excluye la compra de cartera de la banca comercial a las Sofoles hipotecarias.

2/ Promedio simple del indicador que resume el costo anual total del crédito (CAT) para un producto hipotecario estándar. El rango de dispersión del CAT de créditos hipotecarios se define a partir de los indicadores máximo y mínimo reportados por los bancos comerciales para el CAT del producto hipotecario estándar en el mes en cuestión. La información del CAT se obtiene del Simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México. Para el diferencial se considera el promedio simple de las tasas asociadas al CAT del producto estándar y la tasa TIIE 28 días.

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.

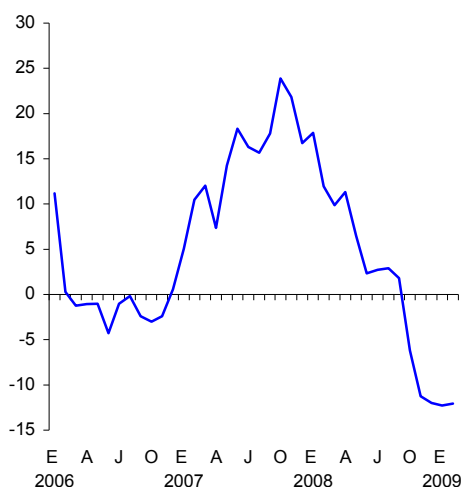
Las condiciones financieras en los mercados internacionales han implicado que las empresas de países emergentes enfrenten importantes problemas de acceso y que el costo de este financiamiento se haya incrementado

<sup>34</sup> 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% 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.

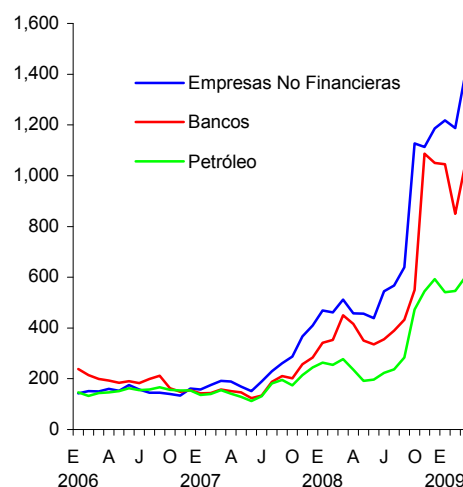
significativamente. En particular, el financiamiento externo en dólares a través de la emisión de deuda privada en los mercados internacionales ha mostrado una reducción real anual de alrededor de 12 por ciento en los últimos tres meses (Gráfica 51a). Con respecto al costo del financiamiento en este mercado, en el primer trimestre de este año se observó una ampliación de 128 puntos base en el diferencial de tasas de valores en el exterior de empresas no financieras y la tasa libre de riesgo respecto al trimestre anterior (Gráfica 51b).

**Gráfica 51**  
**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 Residentes: por Sector <sup>1/</sup>  
Puntos base



<sup>1/</sup> 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.

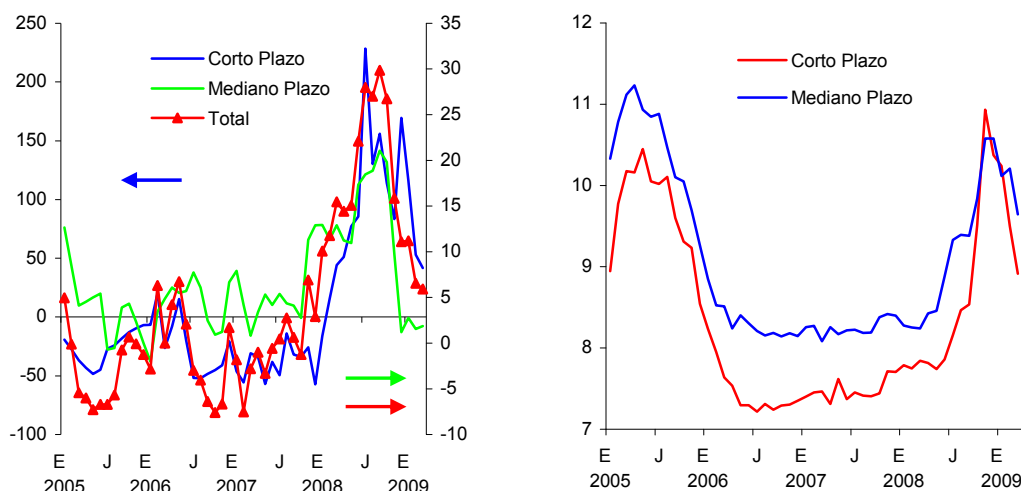
El financiamiento interno a las empresas no financieras presentó una tendencia hacia menores tasas de crecimiento, principalmente el recibido a través de la emisión de deuda. En diciembre de 2008, el financiamiento interno a las empresas representó el 56.2 por ciento del total, 10.1 por ciento a través de la emisión de deuda y 46.1 por ciento por crédito de la banca y otros intermediarios.

El mercado de deuda interna para las empresas privadas no financieras continuó presentando condiciones astringentes, lo que implicó una reducción en la colocación de instrumentos de deuda. En el primer trimestre de 2009, el saldo en circulación de instrumentos de deuda de las empresas privadas no financieras mostró crecimiento real anual promedio de 7.9 por ciento. Dadas las condiciones prevalecientes en los mercados financieros, las nuevas colocaciones de mediano plazo continuaron siendo muy reducidas, en términos reales anuales el saldo en circulación de estos instrumentos creció a tasas alrededor del 2 por ciento. Por su parte, la emisión de deuda de corto plazo, que a lo largo de 2008 mostró tasas de crecimiento muy elevadas, mostró una importante desaceleración en su crecimiento (Gráfica 52a). Con respecto al costo de este financiamiento, las tasas de interés, particularmente de corto plazo, han mostrado una tendencia a la baja (Gráfica 52b).

Gráfica 52

**Mercado Interno de Deuda de Empresas Privadas no Financieras**

a) Títulos de Empresa No Financieras  
Variación real anual en por ciento

b) Tasas de Interés Promedio Ponderado de  
los Títulos de Deuda Privada  
Por ciento


En un contexto en que otras fuentes de financiamiento a las empresas se han limitado severamente, desde el último trimestre de 2008, el crédito bancario interno a las empresas (otorgado por banca comercial y banca de desarrollo) ha mostrado una desaceleración menos pronunciada (Gráfica 53a). Cabe señalar que frente a la situación de mayor astringencia crediticia, la banca de desarrollo ha incrementado el crédito directo que otorga a las empresas, compensando, en parte, la desaceleración que ha observado el crédito de la banca comercial. En el periodo enero-febrero de 2009, el crédito directo vigente en moneda nacional de la banca de desarrollo a las empresas privadas no financieras presentó una tasa de crecimiento real anual promedio de 29.2 por ciento, mientras que el crédito en moneda extranjera, expresado en dólares, creció 40.5 por ciento en términos anuales (Gráfica 53b).

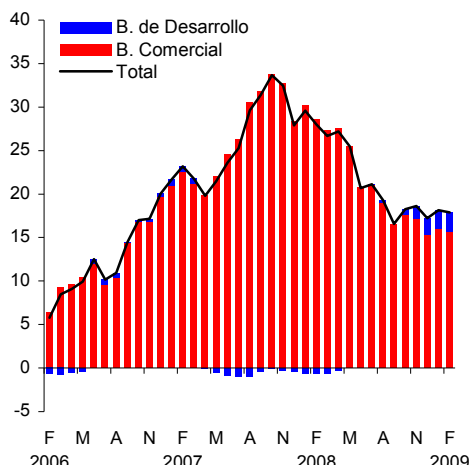
Por su parte, el crédito vigente de la banca comercial a las empresas privadas no financieras ha mostrado una tendencia decreciente en sus tasas de crecimiento real anual, en el primer bimestre de 2009 creció a una tasa promedio de 16.6 por ciento, 14.6 por ciento para el crédito en moneda nacional y 25.6 por ciento para el denominado en moneda extranjera. No obstante, parte del crecimiento de este último contiene el efecto de la variación cambiaria, al considerar su variación porcentual anual, expresada en dólares, presentó una reducción de 9.1 por ciento (Gráfica 54a).<sup>35</sup> Por su parte, los indicadores de tasa de interés de esta cartera se han mantenido estables, si bien se ha ampliado el diferencial de estas tasas con respecto a la TIIE 28 días (Gráfica 54b). En lo referente a la calidad de esta cartera de crédito, los índices de morosidad se han mantenido estables en niveles reducidos. En febrero de 2009 el IMOR se situó en 1.5 por ciento y el IMORA en 1.9 por ciento (Gráfica 54c).

<sup>35</sup> En el tercer trimestre de 2008, antes de la depreciación cambiaria, en promedio el 18.8 de la cartera de crédito de la banca comercial a las empresas privadas no financieras estaba denominado en moneda extranjera.

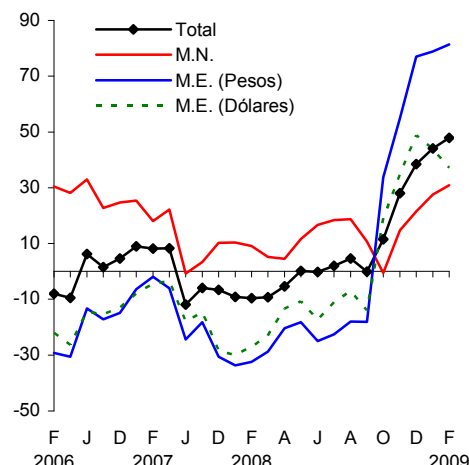
Gráfica 53

**Crédito Vigente otorgado por la Banca Comercial y la Banca de Desarrollo a las Empresas Privadas No Financieras**

a) Crédito Vigente de la Banca a las Empresas Privadas No Financieras  
Contribución al crecimiento real anual



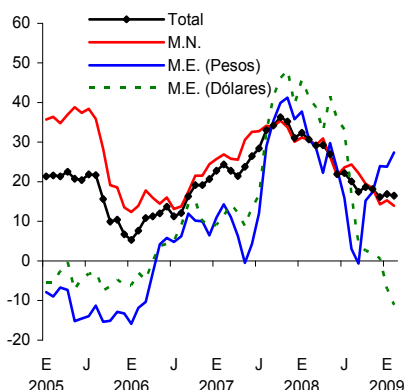
b) Crédito Vigente de la Banca de Desarrollo a las Empresas Privadas No Financieras  
por Moneda  
Variación real anual en por ciento



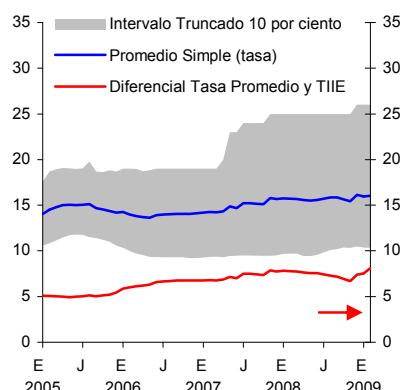
Gráfica 54

**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**

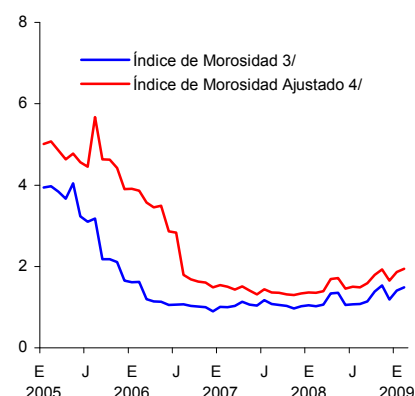
a) Crédito a las Empresas <sup>1/</sup>  
Variación real anual  
en por ciento



b) Tasas de Interés del Crédito a las Empresas y su Diferencial Respecto a TIIE <sup>2/</sup>  
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.

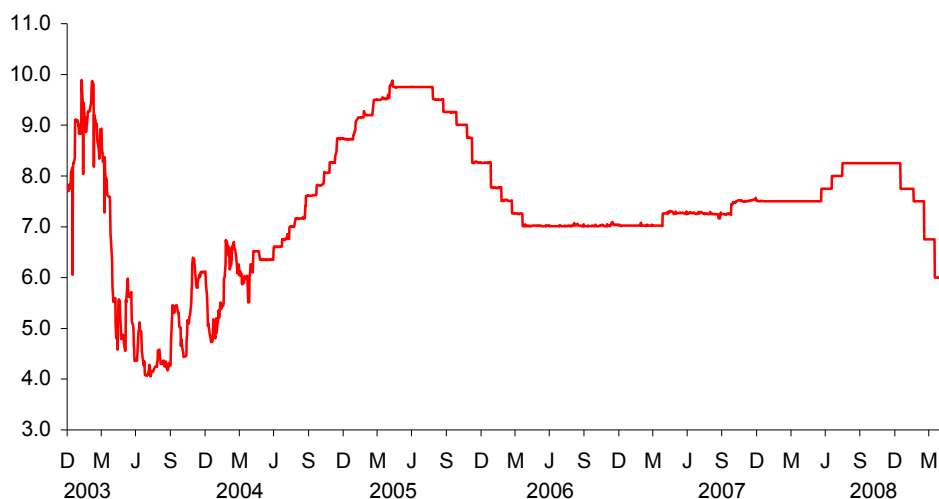
4/ El índice de morosidad ajustado se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Fuente: Banco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

## 4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2009

Como se ha señalado en este Informe, la crisis por la que atraviesa la economía mundial es inédita tanto en lo rápido de su propagación, como en el hecho de que prácticamente todas las regiones del mundo se han visto seriamente afectadas. Por supuesto, siendo que la economía de México está altamente integrada tanto comercial como financieramente con la economía global, nuestro país no ha podido escapar de los alcances de la crisis. En general, los efectos de ésta se han transmitido a nuestra economía por dos vías principales. Por un lado, a través de una marcada caída en la demanda por nuestras exportaciones. Por otro, a través de condiciones mucho más astringentes de acceso a financiamiento en los mercados foráneos de capitales.

En este contexto, el balance de riesgos que enfrenta la política monetaria se ha deteriorado substancialmente más en lo que se refiere a la actividad económica que con respecto a la inflación. En particular, el fuerte ajuste en la actividad económica ha conducido a acciones preventivas de política monetaria que coadyuvan a mitigar los efectos desfavorables del choque externo. Así, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió reducir sucesivamente el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 50, 25, 75 y 75 puntos base en los meses de enero, febrero, marzo y abril, respectivamente (Gráfica 55).

**Gráfica 55**  
**Tasa de Interés Interbancaria a 1 día<sup>1/</sup>**  
Por ciento anual



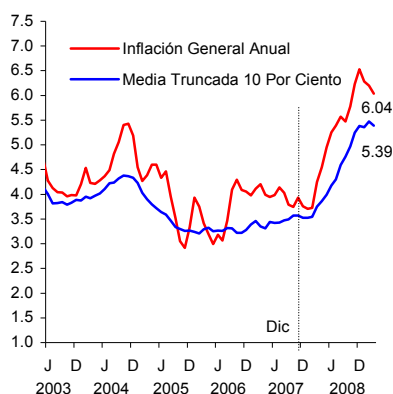
1/ A partir del 21 de enero de 2008 se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

La inflación general anual alcanzó su nivel reciente más elevado en diciembre de 2008, al alcanzar 6.53 por ciento (Gráfica 56a) y, posteriormente, mostró una disminución durante el primer trimestre de 2009, para ubicarse en 6.04 por ciento en marzo. Esta disminución obedeció, en gran medida, a la política gubernamental de congelar los precios de algunos energéticos o de reducir los de otros.

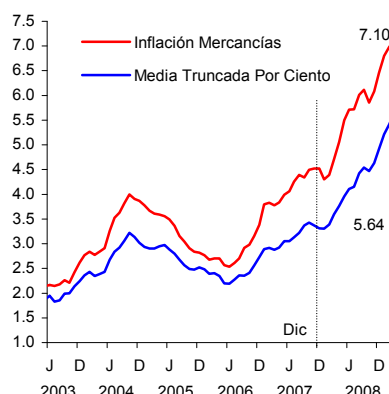
No obstante, en el caso de la inflación subyacente, la de las mercancías ha mostrado una tendencia al alza, congruente con la depreciación que ha registrado el tipo de cambio, alcanzando 7.10 por ciento en marzo de 2009 (Gráfica 56b). De una rápida inspección de su media troncada se puede apreciar que el incremento de la inflación subyacente de las mercancías ha sido generalizado. Por su parte, en el caso de la de los servicios, la tendencia a incrementarse que ésta había venido mostrando ha comenzado a revertirse, al disminuir de 5.07 por ciento en diciembre de 2008, a 4.67 por ciento en marzo de 2009 (Gráfica 56c). También al revisar la evolución de la media troncada de la inflación de los servicios se desprende que la reversión de su inflación no únicamente se debe a variaciones extremas en los precios de algunos servicios, sino que ha sido un proceso que abarca un número relativamente importante de genéricos.

**Gráfica 56**  
**Inflación Anual e Indicadores de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Troncadas al 10 por ciento<sup>1/</sup>**

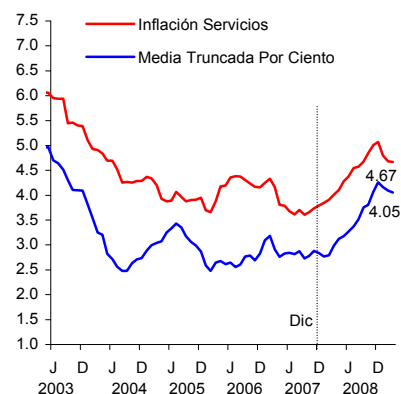
a) Inflación General  
Por ciento



b) Inflación Subyacente de  
Mercancías  
Por ciento



c) Inflación Subyacente de  
Servicios  
Por ciento



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

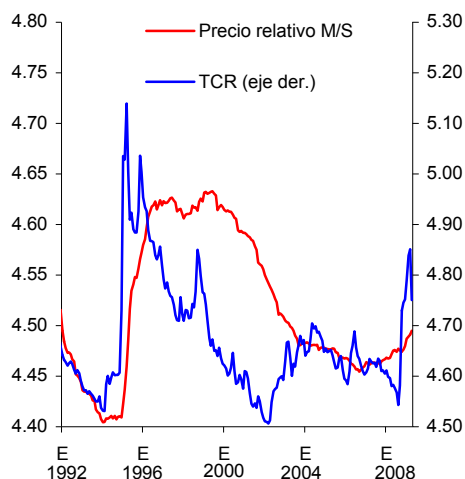
Debe destacarse que los precios de las mercancías, relativos a los precios de los servicios, tienden a ajustarse en la misma dirección de los cambios que se observan en el tipo de cambio real (Gráfica 57a).<sup>36</sup> En particular, una depreciación duradera del tipo de cambio real eventualmente conduce a un aumento en el precio relativo de las mercancías. En este contexto, dada la depreciación real reciente de la paridad, es de esperarse que en los siguientes meses los precios de las mercancías se incrementen en términos relativos a los de los servicios. Claramente, esto implica que se esperaría observar temporalmente un mayor nivel de inflación de las mercancías, en comparación con la inflación que registren los servicios (Gráfica 57b).

<sup>36</sup> Una definición sencilla del tipo de cambio real es que es el precio relativo de los bienes que se producen en el exterior (en efecto, que se comercian internacionalmente), con respecto al precio de los bienes que se producen domésticamente (esto es, que no se comercian internacionalmente).

Gráfica 57

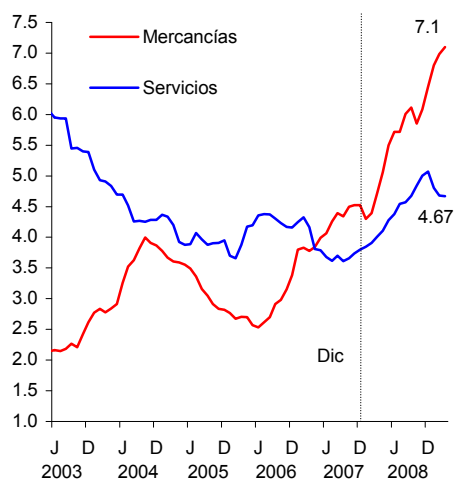
**Precio Relativo de las Mercancías respecto de los Servicios,  
Tipo de Cambio Real Bilateral con EEUU e Inflación Subyacente de Mercancías y Servicios**

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



b) Inflación Subyacente de Mercancías y  
Subyacente de Servicios

En 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: abril 2009 con información de la primera quincena del mes.

2/ Incrementos en el índice de tipo de cambio real bilateral representan depreciaciones. Dato de abril 2009 estimado con base en expectativas de inflación mensual (fuente Bloomberg) y con información del tipo de cambio nominal promedio del 1 al 27 de abril.

Otra serie de indicadores que muestran el punto de inflexión reciente en la inflación general anual, así como el incremento en el precio relativo de las mercancías se presenta en la Gráfica 58. La proporción de la canasta del INPC cuyos genéricos han presentado variaciones anuales en su precio de 4 por ciento o más dejó de aumentar durante el primer trimestre de 2009, incluso registró una disminución de 59.6 por ciento en diciembre de 2008, a 54.5 por ciento en marzo de 2009 (área gris, Gráfica 58a). No obstante, debe mencionarse nuevamente que esto se debe primordialmente a la política pública de precios y tarifas de los energéticos y que, por demás, la caída de la inflación general ha sido hasta ahora reducida y lenta.

Por su parte, el indicador correspondiente al subíndice de precios subyacente de las mercancías continuó mostrando una ligera tendencia al alza durante el primer trimestre del año (Gráfica 58b), mientras que el correspondiente a los servicios presentó una ligera disminución (Gráfica 58c).<sup>37</sup>

<sup>37</sup> De febrero a marzo de 2009, la proporción de la canasta del subíndice subyacente de mercancías cuyos genéricos mostraron variaciones anuales en su precio de 4 por ciento o más disminuyó de 64.9 a 60.5 por ciento debido, principalmente, a que la variación anual en el precio del genérico cerveza, cuya ponderación en el subíndice subyacente de mercancías es de 3.95 por ciento, disminuyó de 4.16 por ciento en febrero a 3.19 por ciento en marzo.

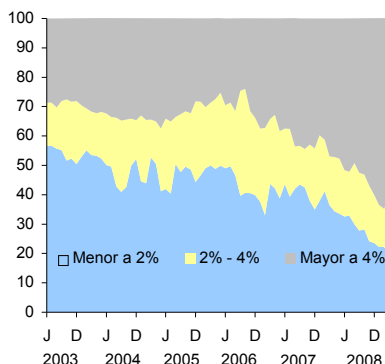


a) INPC  
Por ciento

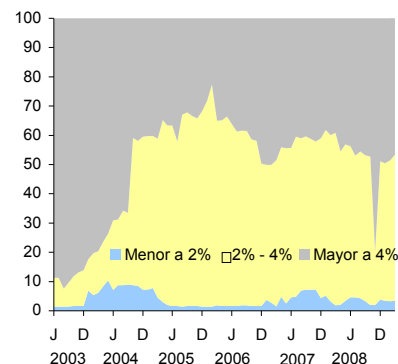
El gráfico de área muestra la evolución de la proporción de la población en tres categorías de riesgo de pobreza extrema entre 2003 y 2008. El eje vertical representa el porcentaje (0-100) y el eje horizontal muestra los meses (J, D) y años (2003-2008). Las categorías son: Menor a 2% (azul), 2% - 4% (amarillo) y Mayor a 4% (gris). Se destacan un mínimo del 30.3% en 2005 y un máximo del 54.5% en 2008.

Año	Menor a 2%	2% - 4%	Mayor a 4%
2003	~32%	~12%	~56%
2004	~30%	~15%	~55%
2005	~28%	~22%	~50%
2006	~30%	~20%	~50%
2007	~32%	~18%	~50%
2008	~35%	~15%	~50%

b) Subíndice de Precios  
Subyacente de Mercancías  
Por ciento



b) Subíndice de Precios  
Subyacente de Servicios  
Por ciento



Por supuesto, otros factores también determinan la manera en que el referido cambio en los precios relativos de las mercancías y los servicios se lleve a cabo. En general, es claro que el proceso de ajuste hacia los nuevos precios relativos puede ser congruente con *diferentes trayectorias para la inflación general*, dependiendo de cuál de las trayectorias previstas para la inflación subyacente de las mercancías y la de los servicios domine.

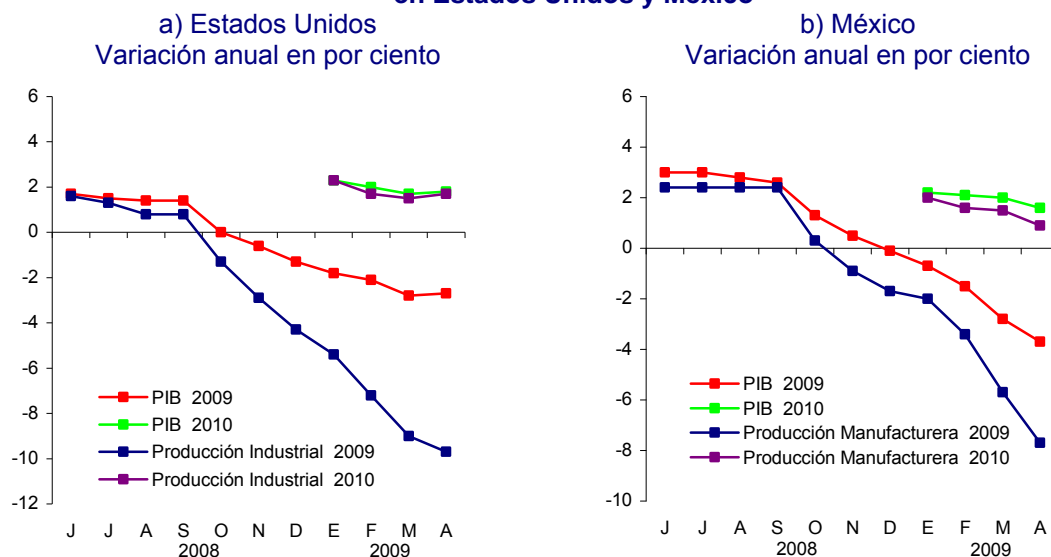
Por un lado, los costos de algunas empresas se han incrementado como resultado de la depreciación del tipo de cambio que ha tenido lugar. A este respecto, es previsible que en los siguientes meses el proceso de traspaso de la paridad a los precios al consumidor termine de completarse. En este contexto, es posible que una parte importante de dicho proceso ya se haya llevado a cabo, al tiempo que la reducción en los precios internacionales de las materias primas, así como las condiciones recesivas por las que atraviesa la economía, atenúen las presiones que se han venido cerniendo sobre la inflación de las mercancías.

En este contexto, y como se pudo apreciar previamente en este Informe, la fuerte caída de la actividad productiva en Estados Unidos, así como la contracción del comercio mundial, han impactado en forma muy severa la actividad económica en México (Sección 3.2.1). En particular, si bien el choque adverso a la producción se generó en el exterior, los efectos de éste se han propagado prácticamente a todos los sectores y regiones de la economía nacional.



Así, no únicamente los indicadores de demanda externa muestran retroceso, sino también los asociados al consumo y a la inversión. Las cifras más recientes sobre la actividad económica en nuestro país sugieren que la economía mostrará una contracción importante en la primera mitad del año, para después comenzar un proceso gradual de recuperación. En particular, la severidad aparente de la actual fase recesiva ha propiciado que los analistas hayan venido revisando hacia abajo sus proyecciones de crecimiento para todo 2009 en su conjunto, así como para 2010. Ello se puede apreciar en la Gráfica 59.

**Gráfica 59**  
**Expectativas de Crecimiento para la Actividad Económica**  
**en Estados Unidos y México**



Fuente: Consensus Forecasts.

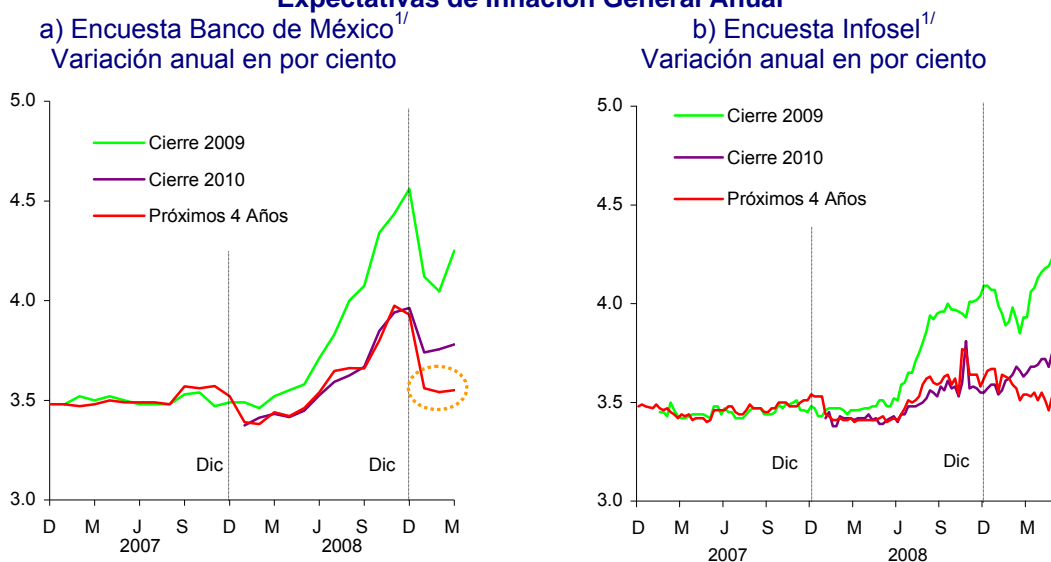
Hasta ahora, la inflación ha caído menos que lo previsto si se consideran las condiciones recesivas por las que está atravesando la economía. Sin embargo, hacia delante es previsible que las condiciones descritas vayan a tener efectos sobre los precios de una proporción considerable de los genéricos incluidos en el INPC. En efecto, se anticipa que en la medida en que el gasto o la absorción en la economía se contraigan, disminuyan de manera generalizada las presiones sobre la inflación.

En balance, en los siguientes meses se espera que la inflación de mercancías supere a la de los servicios, pero que la evolución de ambas implique una tendencia decreciente de la inflación general. Esto es, se anticipa que en los siguientes meses las condiciones de holgura en los mercados derivadas del entorno de debilidad de la actividad económica domine los efectos sobre los precios de la depreciación del tipo de cambio.

Esta previsión parece verse reflejada en la evolución más reciente de diversos indicadores sobre las expectativas de la inflación general anual. En particular, las expectativas de inflación recabadas a través de encuestas entre analistas económicos del sector privado muestran que en el caso de la del Banco de México, el consenso de las expectativas para los cierres de 2009, 2010 y promedio para los siguientes 4 años presentaron un punto de inflexión a partir de la encuesta de enero de 2009 (Gráfica 60a), si bien en los meses subsecuentes

no se ha continuado observando una mejoría para los casos de las dos primeras. No obstante, las expectativas para plazos mayores han mostrado una importante estabilidad en niveles de alrededor de 3.5 por ciento. Los mismos resultados se derivan de otras encuestas (Gráfica 60b).

**Gráfica 60**  
**Expectativas de Inflación General Anual**

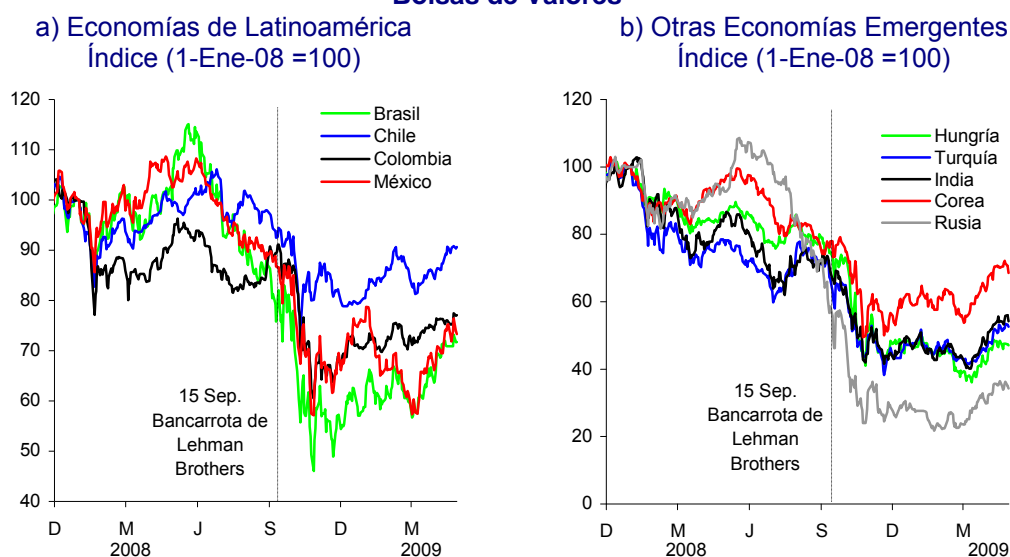


1/ La encuesta del Banco de México tiene una periodicidad mensual.

1/ La encuesta de Infotel tiene una periodicidad semanal.

Claramente, la coyuntura que enfrenta la política monetaria en México también se ha visto afectada en los últimos meses por la evolución de los mercados financieros internacionales. En particular, como se mencionó en los dos informes anteriores, a partir de septiembre de 2008, la crisis financiera se recrudeció como resultado de una pérdida generalizada de confianza y un parálisis del crédito derivadas de un incremento sustancial en la percepción de riesgo en los mercados financieros internacionales. Este entorno condujo a muchos inversionistas a liquidar posiciones en mercados emergentes, lo que propició una caída importante en el precio de los activos de estos mercados. Por ejemplo, durante el último trimestre del año pasado y los primeros meses de 2009, en diferentes economías emergentes se registraron caídas importantes en las bolsas de valores (Gráfica 61), depreciaciones en los tipos de cambio (Gráfica 62) e incrementos en los indicadores de riesgo soberano (Gráfica 63), así como un incremento importante en su volatilidad.

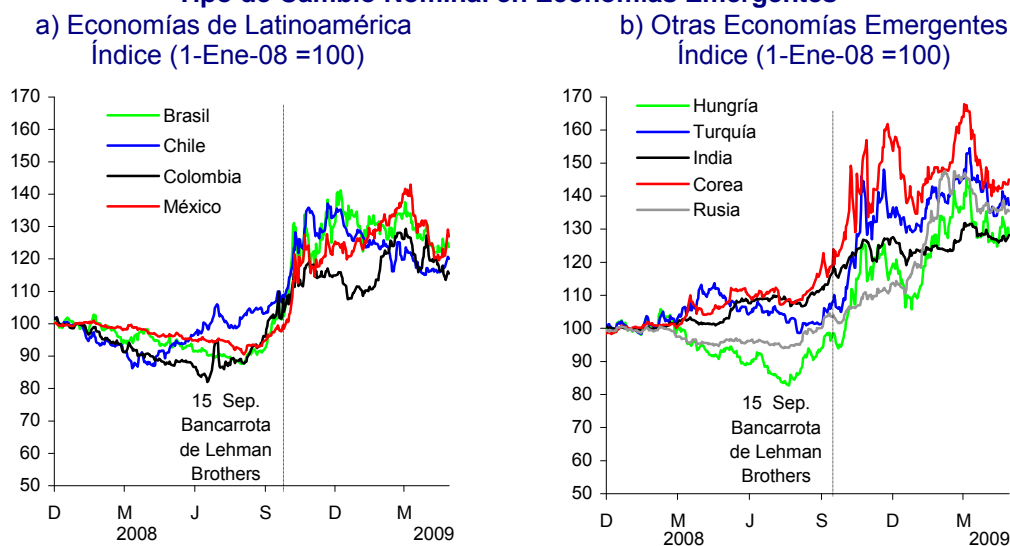
**Gráfica 61**  
**Bolsas de Valores<sup>1/</sup>**



1/ Un incremento corresponde un aumento en el índice bursátil. Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 62**

**Tipo de Cambio Nominal en Economías Emergentes<sup>1/</sup>**

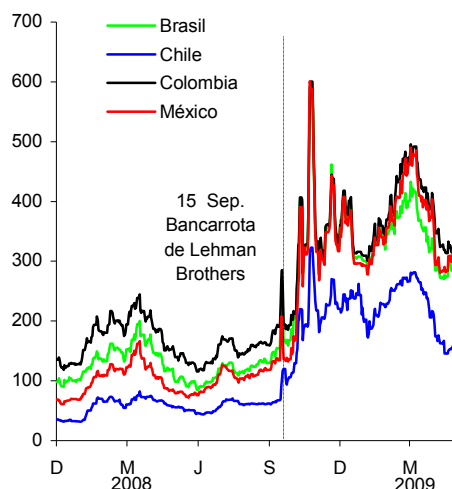


1/ Tipo de cambio respecto al dólar. Un incremento corresponde a una depreciación. Fuente: Bloomberg.

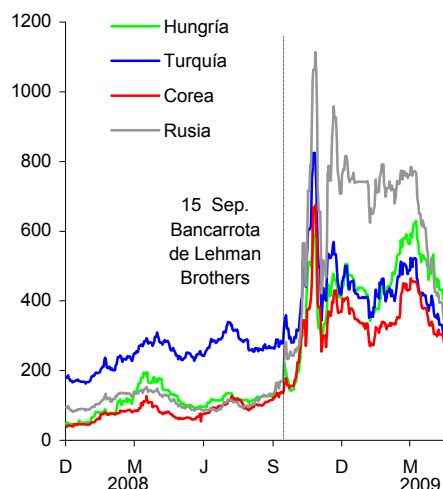
**Gráfica 63**  
**Indicadores de Riesgo Soberano:**

**Margen por Riesgo de Incumplimiento (“Credit Default Swaps”)<sup>1/</sup>**

a) Economías de Latinoamérica  
Puntos base



b) Otras Economías Emergentes  
Puntos base



1/ Fuente: Bloomberg.

En el caso de México, los mercados financieros se vieron fuertemente afectados por la percepción que podría presentarse la necesidad de utilizar las reservas internacionales mantenidas en el Banco de México para financiar el incremento proyectado para 2009 del déficit en la cuenta corriente. En efecto, en virtud de la importante contracción en el precio del petróleo, de la preocupación sobre la situación de seguridad que guarda el país y de las condiciones de elevada astringencia en los mercados financieros internacionales, surgió el cuestionamiento sobre si ingresarían recursos suficientes del exterior para financiar dicho déficit. Ello propició un episodio de fuerte nerviosismo en el mercado cambiario, y repuntes importantes en los indicadores de riesgo soberano del país.

Ante tal situación, la Comisión de Cambios efectuó un análisis de la balanza de pagos esperada para el presente año, de donde se concluye que el país no enfrentará un problema de financiamiento en 2009. En particular, resaltó la entrada de un monto de recursos importante por concepto de la cobertura petrolera, así como un mayor financiamiento de largo plazo del sector público con diversas instituciones financieras internacionales. Debe mencionarse que el ingreso de recursos por alrededor de 10 mil millones de dólares provenientes de la cobertura petrolera será hasta noviembre, por lo que la estrategia de la Comisión de Cambios de regresar al mercado lo que el Banco de México acumularía durante el año en ausencia de intervenciones, posiblemente implicará que a lo largo de 2009 el nivel de reservas internacionales vaya mostrando una gradual reducción, para posteriormente recuperarse hacia finales del mes de noviembre a niveles similares a los registrados al final de 2008.

Asimismo, las autoridades financieras llevaron a cabo diversas acciones de manera coordinada que contribuyeron a despejar la incertidumbre que prevalecía en los mercados. Como se señala en la Sección 3.2.2.2, entre éstas destaca la decisión de la Comisión de Cambios de vender 100 millones de dólares diarios en el mercado cambiario a partir del 9 de marzo y hasta el 8 de

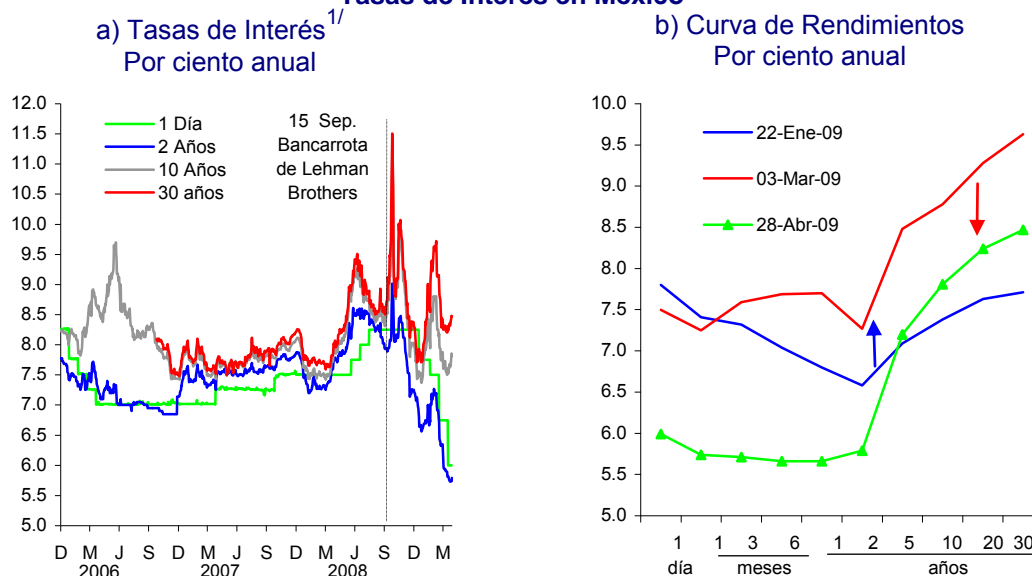
junio de 2009, la activación de la “Línea de Crédito Flexible” con el FMI, y el anuncio respecto a una primera disposición de los recursos provenientes de la línea de intercambio de divisas “línea swap” con la Reserva Federal de EE.UU.

Como resultado de lo anterior, en las últimas semanas se ha observado una mayor estabilidad de las condiciones en los mercados financieros domésticos (Gráfica 62a).

Los acontecimientos descritos se han visto reflejados en la dinámica de la curva de rendimientos en México (Gráfica 64). En particular, a raíz de la incertidumbre en torno a los posibles efectos de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación y acerca de la disponibilidad de recursos para el financiamiento de las cuentas externas, a partir de los últimos días de enero se fue registrando un incremento en las primas de riesgo que dio lugar a un empinamiento de la curva de rendimientos. Así, el rendimiento del bono a 30 años aumentó de 7.71 por ciento el 22 de enero a 9.72 por ciento el 10 de marzo. No obstante, en esa última fecha se presentó un punto de inflexión, a partir del cual se observó una tendencia a la baja en los rendimientos de mayor plazo, de manera que en los últimos días el rendimiento del bono a 30 años se ha ubicado en niveles de alrededor de 8.45 por ciento.

En suma, la reducción reciente tanto en la parte larga como en la parte corta de la curva de rendimientos ha obedecido, entre otros factores, a: i) las medidas adoptadas por las autoridades financieras en México para despejar la incertidumbre que llegó a generarse con relación al monto de recursos disponible para el financiamiento de las cuentas externas; ii) un panorama más favorable para los mercados emergentes, a raíz de los anuncios respecto de la canalización de recursos de las economías avanzadas a las primeras; iii) el fuerte deterioro en las perspectivas para la actividad económica en México, congruente con el ciclo económico global; y, iv) las reducciones en las tasas de interés de corto plazo.

**Gráfica 64**  
**Tasas de Interés en México**



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

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

Como se mencionó previamente, en los últimos días apareció un brote de influenza porcina en México. Claramente, en la actualidad no es posible hacer previsiones sobre los efectos de esta emergencia sanitaria sobre el crecimiento, la inflación y demás variables macroeconómicas. Por ello, las previsiones y pronósticos que se presentan en esta sección no consideran los posibles efectos de dicha situación.

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 siga contrayéndose en el periodo abril-junio, si bien a un ritmo menor que en los dos trimestres anteriores. El consenso de los analistas proyecta una modesta recuperación en el segundo semestre. Para el año en su conjunto la estimación de consenso es de una contracción de 2.6 por ciento para el PIB y de 9.0 por ciento para la producción industrial. Para 2010, los analistas ubican el crecimiento del PIB en 1.8 por ciento y el de la producción industrial en 1.9 por ciento. Es de esperarse que el crecimiento potencial de la economía estadounidense se vea afectado adversamente por el proceso de desapalancamiento actualmente en curso. En particular, es previsible que el proceso de reconstitución de los niveles de ahorro por parte de los hogares lleve un tiempo prolongado, lo que conducirá a niveles de consumo por debajo de los que se registraron en los años previos a la crisis.
- II. En general, se considera que las condiciones en los mercados financieros de las economías avanzadas registrarán una mejora en lo que resta de 2009, y que esta tendencia se hará paulatinamente más evidente en 2010. No obstante, este escenario está sujeto a una gran incertidumbre. En particular, es previsible que la mayor aversión al riesgo continúe limitando de manera importante los flujos de financiamiento externo a las economías emergentes en los próximos años.

En particular, con base en la información analizada en este Informe, se prevé el siguiente escenario base para la economía de México:

**Crecimiento:** Para 2009 en su conjunto, se espera que el PIB de México registre una contracción de entre 3.8 y 4.8 por ciento a tasa anual. La amplitud de este intervalo de pronóstico (de un punto porcentual) refleja el grado de incertidumbre que actualmente enfrenta la economía. Sin embargo, la caída esperada para el año en su conjunto es menor que la contracción que se estima la economía registre durante el primer semestre del año. Por su parte, considerando la trayectoria prevista para la economía mundial y para la producción industrial de Estados Unidos, se estima que el PIB podría expandirse entre 1.5 y 2.5 por ciento anual en 2010.

**Empleo:** Se anticipa que, al cierre de 2009, el número de trabajadores asegurados en el IMSS presente un descenso anual de entre 350 mil y 450 mil.

Para 2010, se estima una recuperación de entre 200 y 300 mil empleos en el sector formal de la economía.

**Cuenta Corriente:** Se prevé que el déficit de la cuenta corriente se sitúe en 2.2 y 2.3 por ciento del PIB (20.4 y 23.7 mil millones de dólares) en 2009 y 2010, respectivamente.

Para definir las perspectivas relativas al crecimiento que la economía mexicana pudiese registrar en el resto de 2009 y durante 2010, es importante reconocer que, en buena medida, la evolución reciente de la actividad productiva en México parecería estar respondiendo fundamentalmente a factores que caracterizan a la economía global. Teniendo esto en consideración, la fuerte sincronización de México con el ciclo económico en Estados Unidos y el hecho de que la incertidumbre respecto a la fuentes de financiamiento para la economía mexicana ha tendido a reducirse en las últimas semanas, podría esperarse que, en la segunda mitad de 2009, la actividad económica en México muestre un desempeño más favorable que lo observado en los primeros meses del año.

En este contexto, se anticipa que, en términos trimestrales, el crecimiento del PIB ajustado por estacionalidad retome una tendencia positiva entre el segundo y el tercer trimestres del año. En consecuencia, si bien se espera observar caídas anuales del PIB relativamente pronunciadas en el primer y el segundo trimestres de 2009 (en este último, en parte como reflejo del efecto que tiene la Semana Santa sobre los niveles de actividad), las tasas de crecimiento anual serían menos desfavorables en la segunda mitad del año.

Sin embargo, como se mencionó previamente, se considera que siguen existiendo riesgos a la baja en torno al escenario base. Por un lado, el marco macroeconómico descrito parte del supuesto de que, en el segundo semestre de 2009, el entorno económico mundial, y el de los Estados Unidos en particular, presentarán una modesta mejoría. En caso de que la recesión global se prolongue, o de que se observen nuevos episodios de volatilidad en los mercados financieros, la contracción de la economía en el presente año pudiera ser mayor y la recuperación en 2010 menor. Por el otro, un factor adicional de riesgo para el escenario previsto en este Informe, que puede afectar sobre todo los niveles de actividad productiva en el segundo trimestre del año, es el brote de influenza porcina observado a finales de abril. Las consecuencias de este evento sobre los niveles de actividad productiva pueden darse fundamentalmente a través de una caída en la producción industrial y, en especial, de los servicios en la Ciudad de México y otras localidades especialmente afectadas, así como por el impacto que pudiese tener sobre los flujos turísticos hacia el país.

**Inflación:** La trayectoria estimada para la inflación se determinó por dos factores principales: primero, el traspaso de la depreciación cambiaria a los precios al consumidor de las mercancías y, segundo, el efecto de las condiciones recesivas que enfrenta la economía sobre el proceso de formación de precios. Al respecto, se considera que es factible que la mayor parte del traspaso a precios de la depreciación cambiaria ya se haya materializado, aunque no se descarta el hecho de que en los siguientes meses dicho proceso pudiera continuar en el caso de algunos productos. Evidentemente, el referido traspaso se verá atenuado por la apreciación y la mayor estabilidad que ha mostrado la paridad cambiaria en las últimas semanas. La caída en las cotizaciones internacionales de las materias primas y la recesión económica son eventos que también contribuirán a moderar



la evolución de la inflación. Por otra parte, si se toma en cuenta que los efectos de un entorno económico recesivo sobre la dinámica de los precios pueden tardar en materializarse, se esperaría que esto ocurriera gradualmente a lo largo de 2009 y con mayor intensidad en los precios del sector de los servicios.

Con base en estas consideraciones, el pronóstico para la inflación general anual presenta algunas modificaciones respecto al dado a conocer en el Informe sobre la Inflación anterior. En la nueva trayectoria prevista, se considera una revisión de 25 puntos base al alza en la proyección de la inflación general anual promedio del segundo al cuarto trimestres de 2009, manteniendo sin cambio el pronóstico para 2010, de tal forma que se espera que la inflación general anual converja hacia su meta a finales de ese año (Cuadro 9 y Gráfica 65).

La revisión de 25 puntos base al alza en la trayectoria de inflación del segundo al cuarto trimestre de 2009 obedece a que, en fechas recientes, a pesar del deterioro observado en los indicadores de actividad económica, la tasa de inflación subyacente ha mantenido una trayectoria alcista que pudiera estar asociada al impacto que sobre la estructura de costos de producción ha tenido la depreciación cambiaria. En particular, durante marzo y la primera quincena de abril se detectaron incrementos en los precios de la tortilla de maíz y de la cerveza. Adicionalmente, al interior del componente no subyacente se presentó un considerable aumento en las cotizaciones de algunas hortalizas, destacando el jitomate, así como la terminación de una oferta de tiempo aire en la telefonía móvil. El conjunto de los aumentos mencionados generaron un “escalón” en la inflación general anual en la primera quincena de abril, que debe ir absorbiéndose en los meses siguientes.

Por otra parte, se espera que la inflación retome una tendencia a la baja a partir de mayo, que se vería reforzada gradualmente por menores tasas de crecimiento en los precios de los alimentos procesados y de los productos pecuarios, en concordancia con la importante reducción observada en las cotizaciones internacionales de las materias primas agropecuarias desde el segundo semestre de 2008 y con el hecho de que posiblemente una parte importante del traspaso de los movimientos del tipo de cambio a los precios de estos grupos de genéricos ya se llevó a cabo. La condición recesiva por la que atraviesa la economía debe ser otro factor que debe contribuir a moderar los aumentos de precios en el sector de los servicios. Adicionalmente, se prevé que los precios de los energéticos en México continúen prácticamente sin cambio en lo que resta del año, lo cual además de reflejarse de manera directa en la medición de la inflación, se esperaría coadyuve a atenuar las presiones de costos sobre las empresas.

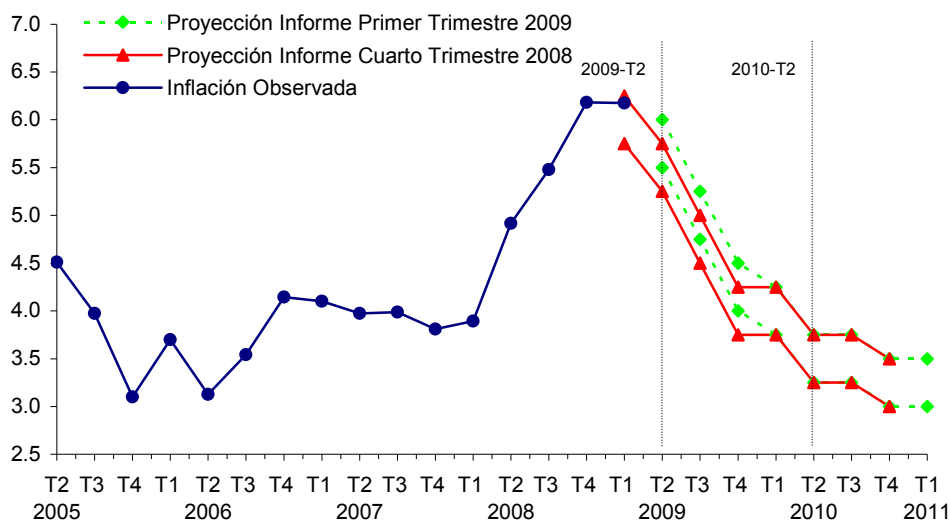


**Cuadro 9**  
**Proyección Escenario Base de Inflación General Anual**  
**Promedio trimestral en por ciento**

Trimestre	Proyección		Proyección	
	Informe Cuarto Trimestre 2008		Informe Primer Trimestre 2009	
2009-I	5.75	- 6.25	6.18 <sup>1/</sup>	
2009-II	5.25	- 5.75	5.50	- 6.00
2009-III	4.50	- 5.00	4.75	- 5.25
2009-IV	3.75	- 4.25	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

<sup>1/</sup> Dato observado.

**Gráfica 65**  
**Inflación General Anual y Proyección de Escenario Base**  
**Promedio trimestral en por ciento**



A pesar de que se espera que la inflación muestre una tendencia a la baja en los siguientes meses, dicha previsión no está exenta de riesgos. Entre éstos conviene destacar los siguientes riesgos al alza:

- i) Hasta ahora, a pesar de las condiciones recesivas que imperan, la caída en la inflación ha sido menor que la prevista. En este sentido, en los siguientes meses también podría darse el caso que el traspaso de dichas condiciones a la dinámica de la inflación tarde más que lo estimado en la proyección actual de la inflación.
- ii) La depreciación registrada por el tipo de cambio ha tenido un efecto alcista en los costos de operación de las empresas. A pesar de los factores atenuantes previamente señalados, no puede descartarse que este proceso se extienda por un tiempo más.

- iii) Los precios internacionales de las materias primas alimenticias se encuentran por debajo de los niveles observados durante el primer semestre de 2008. No obstante, no puede descartarse que dichas cotizaciones se vean presionadas al alza en los siguientes meses como resultado de condiciones de oferta, tales como eventos climáticos.

Por otra parte, es claro que también está presente el riesgo que la recesión sea mayor o más duradera que lo estimado actualmente y que, en consecuencia, la inflación se reduzca más rápido que lo previsto en el pronóstico. Ello podría cobrar especial relevancia en el entorno actual en que se enfrenta el problema de la influenza porcina.

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 la inflación se mantenga en la trayectoria prevista con miras al logro de la meta de inflación del 3 por ciento al final de 2010.

Ante la crisis económica global, varios países, entre ellos México, han implementado políticas macroeconómicas expansivas, tanto en el ámbito fiscal, como en el monetario. Esta respuesta ha permitido aminorar los efectos de la crisis sobre los niveles de demanda y, con ello, posiblemente se han evitado caídas más acentuadas en los niveles de actividad productiva. Sin embargo, si bien este tipo de políticas pueden ser efectivas para amortiguar los efectos de una crisis como la que actualmente se vive, no tienen efectos importantes sobre la capacidad productiva de las economías y, por ende, no suelen influir de manera relevante sobre el crecimiento de largo plazo.

Así, incluso una vez que el proceso recesivo por el que atraviesa la economía mundial llegue a su fin y comience un periodo de recuperación económica global, seguirán existiendo retos importantes para impulsar el crecimiento de la economía mexicana. En particular, se espera que el proceso de recuperación global converja a un equilibrio en el cual el crecimiento potencial de algunas economías será menor a lo observado en el pasado reciente. Uno de los países que se encuentra en esta situación es Estados Unidos. En efecto, el ajuste de la riqueza percibida por los hogares de ese país, tras la corrección de los precios de sus activos financieros y de bienes raíces, así como una más moderada expansión del crédito prevista en el futuro, posiblemente conduzcan a que sus patrones de consumo se ajusten a una trayectoria más sostenible. Tomando en cuenta que ese país es el mercado principal de las exportaciones mexicanas, lo anterior podría conducir a que nuestra economía enfrente en el futuro un mercado externo menos dinámico que en los años previos a la crisis. Esto pone en relieve la importancia de tomar acciones que contrarresten este efecto a través de un mayor impulso al mercado interno.

En este sentido, desde hace varios años, el Banco de México ha venido señalando la importancia de que se continúe avanzando en aquellos aspectos que permitan flexibilizar la planta productiva del país y modificar la estructura de incentivos que enfrenta la sociedad, con la finalidad de impulsar la competitividad y el crecimiento económico desde una perspectiva de mediano plazo. Ante la coyuntura actual, se ha vuelto aun más urgente seguir adecuando el marco legal, regulativo y de incentivos, a fin de dar un nuevo impulso a la competitividad de la economía mexicana.

En relación con este punto, es importante reconocer que, en diferentes episodios de las últimas décadas, el crecimiento económico de México se fundamentó en diversas estrategias. Por ejemplo, durante los setentas, el gasto público fue uno de los motores más relevantes de crecimiento, si bien los eventos que sucedieron a este episodio sugieren que esta estrategia es insostenible y usualmente conduce a graves problemas. A mediados de los ochentas, la apertura comercial condujo a una reasignación de recursos hacia el sector industrial, lo cual impulsó el crecimiento por el lado de las exportaciones no petroleras. La renegociación de la deuda externa permitió que, a principios de los noventas, las ganancias de la apertura comercial se tradujeran también en un mercado doméstico más dinámico, al evitarse la necesidad de continuar transfiriendo recursos al exterior en la magnitud observada en la década anterior. Este dinamismo se consolidó con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y el concomitante acceso preferencial a la economía más grande del mundo que, además, durante la segunda mitad de los noventas mostró una de las etapas de crecimiento económico más largas y sostenidas de su historia reciente. Finalmente, a finales de los noventas y principios del nuevo siglo, el proceso de bancarización de la economía permitió impulsar en mayor medida el gasto doméstico, a través del mayor acceso al crédito por parte de los hogares y empresas.

Cabe destacar, no obstante, que algunos de estos mecanismos tienen efectos acotados sobre el crecimiento de largo plazo de la economía y, en algunos casos, su impacto parecería estar tendiendo a agotarse. En un contexto en el que la economía mundial posiblemente muestre un menor dinamismo al observado en el pasado, es claro que se torna más relevante profundizar las reformas estructurales que, a través de una mayor productividad, den un nuevo impulso al mercado doméstico.

En efecto, el reto fundamental es el de generar una mayor productividad de la economía mexicana, en especial en sectores de bienes no comerciables. Para ello, es indispensable reformar el marco institucional que determina la estructura de incentivos de los agentes económicos. Entre otras acciones, una reforma del mercado laboral y un mayor impulso de la competencia económica pueden tener efectos muy favorables en la asignación eficiente de recursos y en la provisión de incentivos adecuados para la creación de riqueza en la economía, a través de una mayor acumulación de factores, una asignación más eficiente de los recursos y una mayor adopción de tecnologías de punta.

En particular, la reforma al mercado laboral puede incrementar la movilidad del trabajo hacia sus usos más productivos, a la vez que incentiva una mayor inversión en capital humano y en tecnología. Por su parte, al inducir a nuevos participantes a entrar a diversos mercados, una mayor competencia económica impulsa la productividad a través de una mayor tasa de adopción de tecnologías más modernas y prácticas de trabajo más productivas.