

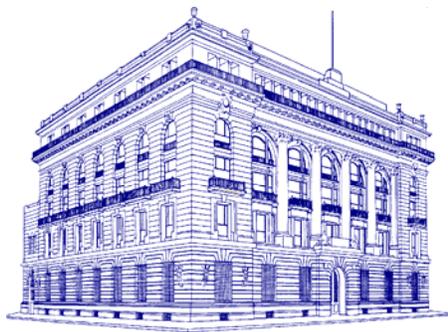
# Informe sobre la Inflación

Octubre – Diciembre 2009

y

# Programa Monetario para 2010

---



BANCO DE MÉXICO

ENERO, 2010



*JUNTA DE GOBIERNO*

**Gobernador**

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

**Subgobernadores**

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

GUILLERMO GÚEMEZ GARCÍA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB



## **ADVERTENCIA**

*A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de enero de 2010. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.*



## CONTENIDO

### Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2009

<b>1. Introducción.....</b>	<b>1</b>
<b>2. Evolución Reciente de la Inflación.....</b>	<b>4</b>
2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2009.....	4
2.2. Índice Nacional de Precios Productor.....	7
2.3. Salarios.....	8
<b>3. Principales Determinantes de la Inflación.....</b>	<b>9</b>
3.1. Condiciones Externas.....	9
3.1.1. Actividad Económica Global.....	9
3.1.2. Precios de las Materias Primas.....	11
3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior.....	12
3.1.4. Mercados Financieros.....	14
3.1.5. Perspectivas.....	17
3.2. Evolución de la Economía Mexicana.....	19
3.2.1. Actividad Económica.....	19
3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento.....	27
<b>4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2009.....</b>	<b>35</b>
<b>5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....</b>	<b>47</b>
<b>6. Programa Monetario para 2010.....</b>	<b>54</b>

### Recuadro

<b>1. Consideraciones sobre las Brechas entre los Precios Internos y Externos de las Gasolinas y del Gas Licuado.....</b>	<b>43</b>
<b>2. Aumentos de Precios de Una Sola Vez y su Efecto sobre la Inflación.....</b>	<b>45</b>



## 1. Introducción

---

En el periodo octubre-diciembre de 2009 se fortaleció la recuperación global, si bien aún es incipiente en diversos países y vulnerable a nuevos choques. A esta reactivación han contribuido principalmente las políticas económicas expansionistas, así como la reducción paulatina de las dificultades en los sistemas financieros de los principales países industrializados.

La economía de Estados Unidos continuó expandiéndose en el trimestre, en tanto que la recuperación registró un ritmo más moderado en la zona del euro y en Japón. Las principales economías emergentes -como China, India y Brasil- se han recuperado con mayor celeridad, así como durante la crisis mostraron reducciones significativamente menores en sus tasas de crecimiento que las experimentadas por las economías avanzadas.

A pesar de la expansión que han venido registrando la actividad económica y el volumen del comercio mundial, se espera que la recuperación del crecimiento en el corto plazo sea moderado ante la debilidad de la demanda interna en las economías avanzadas, misma que persistirá en la medida que: 1) los hogares en dichas economías continúen enfrentando una lenta mejoría de su ingreso, de su situación financiera y del empleo; 2) las empresas sigan operando con una elevada capacidad ociosa; y, 3) las condiciones crediticias permanezcan restringidas. Por todo ello, el cierre de la brecha de producto en estas economías pudiera tomar algunos años.

Después de varios meses de registrar cifras negativas la inflación en la mayoría de los países avanzados se tornó positiva durante el último trimestre de 2009, aunque se mantiene en niveles bajos. En las economías emergentes la elevación de precios fue relativamente moderada en este periodo, aunque con diferencias importantes entre países y registrándose cierto repunte de los precios en algunas de ellas. En los últimos tres meses del año la postura monetaria siguió siendo acomodaticia en prácticamente todos los casos, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes. Sin embargo, se observó en algunos países el inicio del proceso de retiro del estímulo monetario.

Los mercados financieros internacionales mostraron una mejora entre octubre y diciembre de 2009, continuando con la tendencia iniciada desde el segundo trimestre del año. No obstante, las condiciones que prevalecen en ellos aún no se normalizan por completo. En particular, los mercados financieros mundiales siguen siendo vulnerables a retrocesos en la recuperación económica global. Asimismo, el prolongado período de apoyo monetario pudiera conducir a que los precios de los activos no reflejen cabalmente las condiciones económicas fundamentales, elevando la probabilidad de una corrección abrupta una vez que se incrementen las tasas de interés en las economías avanzadas.

En efecto, las bajas tasas de interés en Estados Unidos y otros países avanzados, la expectativa de que se mantengan en niveles bajos por un período prolongado, así como la debilidad del dólar estadounidense, han permitido, en combinación con mejores perspectivas de crecimiento para la mayoría de los países emergentes, el resurgimiento del denominado “carry trade”. Éste consiste básicamente en la búsqueda de mayores rendimientos con base en un financiamiento barato en monedas de los países avanzados. Estas operaciones

han generado un incremento notable de flujos de capital hacia economías emergentes, dado que ofrecen mayores tasas de interés. En todo caso, esta situación pudiera constituirse en un factor de riesgo e inestabilidad en el futuro, dando lugar a un escenario en donde los flujos de capitales se revirtieran repentinamente, cuando se materialice el retiro de las políticas de estímulo en las economías avanzadas.

Para obtener tasas de crecimiento más elevadas y sostenibles en el mediano y largo plazos, es previsible que se requieran ajustes en la composición de la demanda mundial. La recuperación sostenida en países con abultados déficit en su cuenta corriente, como Estados Unidos, dependerá del incremento de sus exportaciones netas y de su ahorro interno, lo que implicará menores exportaciones del resto del mundo a ese país. Por su parte, las economías con elevados superávit en cuenta corriente, como es el caso de los países emergentes de Asia -en particular de China- necesitan aumentar su demanda interna y reducir su ahorro. Sólo de observarse una apreciación del tipo de cambio de las monedas de los referidos países asiáticos encabezados por China se lograría un cambio en el balance del gasto a nivel mundial, lo que brindaría un mayor impulso al crecimiento de la actividad económica global.

En lo que se refiere a la actividad productiva en México, los indicadores más recientes confirman que, en el último trimestre del año, se mantuvo la tendencia creciente que inició durante el tercero. En consecuencia se estima que el PIB haya crecido por encima de 1 por ciento en el cuarto trimestre respecto del trimestre anterior, una vez que se ajustan las cifras por estacionalidad. El repunte que registró la actividad productiva del país a partir del tercer trimestre de 2009 fue impulsado fundamentalmente por la reactivación de la economía global, lo cual ha conducido a una recuperación de las exportaciones manufactureras y a una gradual transmisión de este impulso hacia otros sectores de la economía, como lo son los servicios. Sin embargo, a diferencia del notable incremento de la demanda externa, indicadores disponibles de la demanda interna muestran todavía una mejoría incipiente. En general, la economía continúa operando en un contexto de holgura, por debajo de lo que se considera su potencial de crecimiento.

Durante el cuarto trimestre la inflación general anual continuó su trayectoria descendente iniciada a principios de 2009. Este resultado fue producto tanto del comportamiento del componente subyacente como del no subyacente. Dicha baja fue generalizada y resultado de la suma de aspectos propios de la fase por la que atraviesa la economía, de la absorción de perturbaciones de oferta que ocurrieron anteriormente, así como de las políticas de precios adoptadas por distintos órdenes de gobierno. Sin embargo, es pertinente señalar que el grado de inercia de la inflación subyacente en México continúa siendo alto.

Para 2010 se espera que la inflación refleje los efectos de las modificaciones tributarias aprobadas por el H. Congreso de la Unión y de los cambios en las políticas de precios y tarifas, tanto federales como locales. Típicamente, en ambos casos el impacto directo sobre la inflación es transitorio. El repunte esperado de la inflación en 2010 se anticipa sea de carácter temporal, que se manifieste como un cambio de una sola vez en el nivel de precios, y que se disipe a lo largo de 2011. Al respecto es pertinente señalar que la proyección de la inflación general anual se sitúa cerca de la meta de 3 por ciento en el cuarto trimestre de 2011.



Aun así, existe el riesgo de que se presenten efectos de segundo orden sobre la inflación. Eso sucedería si se ven afectadas las expectativas para plazos mayores lo que, a su vez, podría afectar al proceso de formación de precios en la economía. A la fecha dichas expectativas se han mantenido relativamente estables y no hay indicios de presiones generalizadas sobre la inflación, aunque se mantienen por encima de la meta de inflación del 3 por ciento. Por supuesto, a esto también han contribuido las condiciones de holgura que prevalecen en la economía y los flujos de capital provenientes del exterior. Se espera que ambos factores sigan mostrando un comportamiento similar durante 2010.

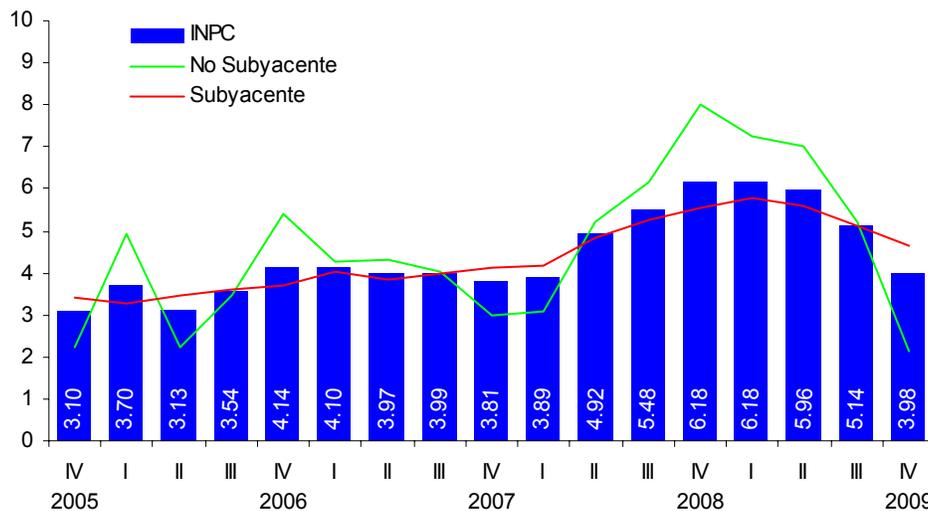
En este entorno, en enero de 2010 la Junta de Gobierno del Banco de México mantuvo sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria en 4.5 por ciento. No obstante, la Junta ha señalado que vigilará la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, así como otros indicadores que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. Esto con el fin de que, en su caso, el Instituto Central ajuste la política monetaria para alcanzar la meta de inflación del 3 por ciento hacia finales del próximo año. El marco de referencia con base en el cuál la Junta de Gobierno tomará sus decisiones de política monetaria se presenta con amplitud en la última sección de este documento, donde se hace una exposición del Programa Monetario 2010.

## 2. Evolución Reciente de la Inflación

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

Durante el cuarto trimestre de 2009 la inflación general anual continuó la trayectoria descendente que venía exhibiendo desde el inicio del año, resultando de 3.98 por ciento (el trimestre previo fue 5.14 por ciento y en el mismo trimestre de 2008 fue 6.18 por ciento, Gráfica 1 y Cuadro 1). Así, al finalizar 2009 la inflación general anual se situó en 3.57 por ciento, lo que implicó una reducción de 1.32 puntos porcentuales con relación al dato que se observó al cierre del tercer trimestre y una disminución de 2.96 puntos porcentuales respecto al correspondiente a diciembre de 2008.

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



Esta baja de la inflación general fue influida tanto por el componente subyacente como por el no subyacente. En el cuarto trimestre destacó la contribución que tuvo el segundo de éstos. En efecto, en el trimestre reseñado en este informe la inflación no subyacente anual promedió 2.15 por ciento, mientras que el trimestre previo alcanzó 5.20 por ciento y en el cuarto trimestre de 2008 fue 7.99 por ciento. Por su parte, la inflación subyacente anual fue en promedio 4.65 por ciento, lo que contrasta con el nivel de 5.11 por ciento que se observó en el tercer trimestre y de 5.53 por ciento en el último de 2008 (Cuadro 1).

La trayectoria descendente observada a lo largo de 2009 en la inflación subyacente respondió a los siguientes factores:

1. La holgura en la actividad económica que prevaleció durante esos meses, siendo su efecto más evidente en el proceso de formación de precios de los servicios. Al respecto, la tasa de crecimiento anual promedio de dicho subíndice durante el cuarto trimestre fue 3.35 por

ciento (el trimestre previo fue 3.78 por ciento y en el último trimestre de 2008 fue 4.97 por ciento).

2. La eliminación gradual de los choques de oferta que se dieron en 2008 y que incidieron durante 2009 en el cálculo de la inflación anual de los precios de los alimentos procesados. La variación anual promedio de este grupo durante el cuarto trimestre de 2009 fue 6.55 por ciento (el trimestre anterior fue 7.24 por ciento y en el mismo trimestre de 2008 fue 8.92 por ciento).
3. La apreciación de la moneda nacional hacia el segundo semestre del año permitió que comenzara a desvanecerse una de las limitantes más notorias que enfrentó la baja de la inflación durante 2009.<sup>1</sup> Así, en el cuarto trimestre del año ello se reflejó principalmente en una reducción de la inflación anual subyacente de las mercancías distintas a los alimentos, situándose su promedio en 5.62 por ciento (en el tercer trimestre fue 5.99 por ciento).

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

	Variación Anual				Variación Anual Promedio	
	por ciento				por ciento	
	Sep-2009	Oct-2009	Nov-2009	Dic-2009	Trim III 2009	Trim IV 2009
<b>INPC</b>	<b>4.89</b>	<b>4.50</b>	<b>3.86</b>	<b>3.57</b>	<b>5.14</b>	<b>3.98</b>
<b>Subyacente</b>	<b>4.92</b>	<b>4.90</b>	<b>4.59</b>	<b>4.46</b>	<b>5.11</b>	<b>4.65</b>
<b>Mercancías</b>	<b>6.38</b>	<b>6.50</b>	<b>6.06</b>	<b>5.57</b>	<b>6.55</b>	<b>6.04</b>
Alimentos	7.00	7.34	6.60	5.73	7.24	6.55
Resto de Mercancías	5.88	5.81	5.62	5.45	5.99	5.62
<b>Servicios</b>	<b>3.56</b>	<b>3.42</b>	<b>3.22</b>	<b>3.41</b>	<b>3.78</b>	<b>3.35</b>
Vivienda	2.97	2.70	2.48	2.65	3.02	2.61
Educación	4.13	4.12	4.12	4.13	4.93	4.13
Resto de Servicios	4.01	3.95	3.69	3.99	4.17	3.88
<b>No Subyacente</b>	<b>4.82</b>	<b>3.38</b>	<b>1.90</b>	<b>1.20</b>	<b>5.20</b>	<b>2.15</b>
<b>Agropecuarios</b>	<b>12.76</b>	<b>8.76</b>	<b>4.41</b>	<b>1.66</b>	<b>12.16</b>	<b>4.88</b>
Frutas y Verduras	20.28	11.86	3.67	-1.12	16.68	4.61
Pecuarios	8.03	6.79	4.90	3.52	9.32	5.05
<b>Administrados y Concertados</b>	<b>0.80</b>	<b>0.69</b>	<b>0.64</b>	<b>0.97</b>	<b>1.68</b>	<b>0.76</b>
Administrados	-0.32	-0.77	-0.32	0.28	0.57	-0.26
Concertados	1.92	2.21	1.68	1.72	2.79	1.87

Los factores principales que incidieron en la baja de la inflación no subyacente también fueron tres. Los dos primeros elementos persistieron a lo largo de 2009, mientras que el tercero atañe principalmente al último trimestre del año:

<sup>1</sup> En el Informe sobre la Inflación Abril – Junio 2009 se presentaron los resultados de una encuesta de opinión entre empresarios del sector industrial y de servicios en la que éstos indicaron que la mayor parte del ajuste de precios asociado a la depreciación cambiaria ocurrió durante el último trimestre de 2008 y la primera mitad de 2009.

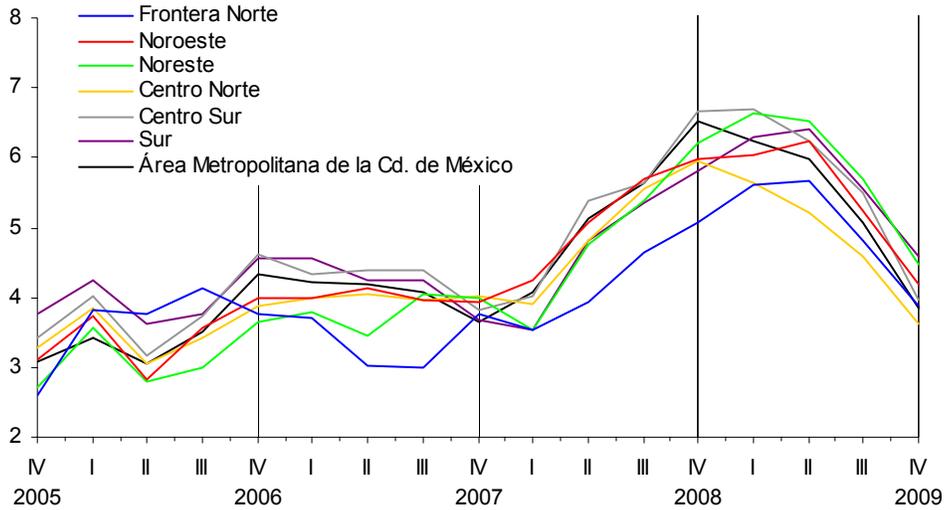
- i) La política de precios públicos que congeló durante prácticamente todo el año los precios de las gasolinas en el interior del país, y que redujo para toda la República las cotizaciones del gas licuado, del gas natural y de las tarifas eléctricas de alto consumo, se reflejó en una baja significativa de la inflación de los bienes y servicios administrados. La variación anual promedio de este subíndice de precios en el cuarto trimestre fue -0.26 por ciento, contrastando con los datos observados en el trimestre previo y en el correspondiente al cierre de 2008 que fueron, respectivamente, 0.57 por ciento y 8.21 por ciento.
- ii) La absorción gradual de las perturbaciones de oferta que se registraron durante 2008, que incidieron sobre el cálculo anual de la inflación de los productos pecuarios y del transporte público durante 2009. Así, la inflación promedio del primer grupo durante el cuarto trimestre de 2009 fue 5.05 por ciento, cuando esta cifra había sido 9.32 por ciento en el tercer trimestre y 10.94 por ciento en el cuarto trimestre de 2008. Por su parte, el comportamiento de los precios del transporte público incidió en el grupo de precios de los bienes y servicios concertados, cuya inflación anual promedio en el último trimestre de 2009 fue 1.87 por ciento, mientras que en el previo fue 2.79 por ciento y en el mismo de 2008 fue 6.19 por ciento.
- iii) Una caída muy importante durante el cuarto trimestre de la tasa de crecimiento del subíndice de precios de frutas y verduras. La variación anual promedio de este subíndice en el trimestre que se menciona fue 4.61 por ciento, mientras que en el tercer trimestre alcanzó 16.68 por ciento. Cabe señalar que el subíndice de precios de frutas y verduras destaca por su volatilidad, ya que la oferta tanto de las frutas como de las verduras usualmente es afectada por los frecuentes cambios que se presentan en las condiciones climáticas, lo que ocasiona alteraciones abruptas en los precios de estos productos.

Por otra parte, debe destacarse que esta reducción en la inflación general anual durante el periodo de análisis se manifestó en todas las regiones del país.<sup>2</sup> Al respecto, en las tres regiones centrales del país que se presentan en la Gráfica 2 (Área Metropolitana de la Ciudad de México, Centro Norte y Centro Sur), así como en la frontera norte, las inflaciones anuales promedio correspondientes al cuarto trimestre de 2009 se situaron en niveles menores a 4 por ciento. Por el contrario, en el sur se presentó el nivel más elevado de inflación en dicho trimestre, alcanzando un nivel promedio de 4.59 por ciento.

---

<sup>2</sup> La regionalización del país que se utiliza en esta sección es la siguiente: la frontera norte incluye Tijuana, Cd. Juárez, Mexicali, La Paz, Matamoros y Cd. Acuña; el noroeste considera a Hermosillo, Tepic, Culiacán y Huatabampo; el noreste lo integran Monterrey, Torreón, Chihuahua, Tampico, Durango, Monclova, Jiménez y Fresnillo; el centro norte lo componen Guadalajara, León, San Luis Potosí, Aguascalientes, Querétaro, Morelia, Colima, Cortazar, Jacona y Tepatitlán; el centro sur incluye Puebla, Acapulco, Veracruz, Córdoba, Toluca, Cuernavaca, Tlaxcala, San Andrés Tuxtla, Tulancingo e Iguala; y el sur comprende a Mérida, Tapachula, Campeche, Villahermosa, Oaxaca, Chetumal y Tehuantepec.

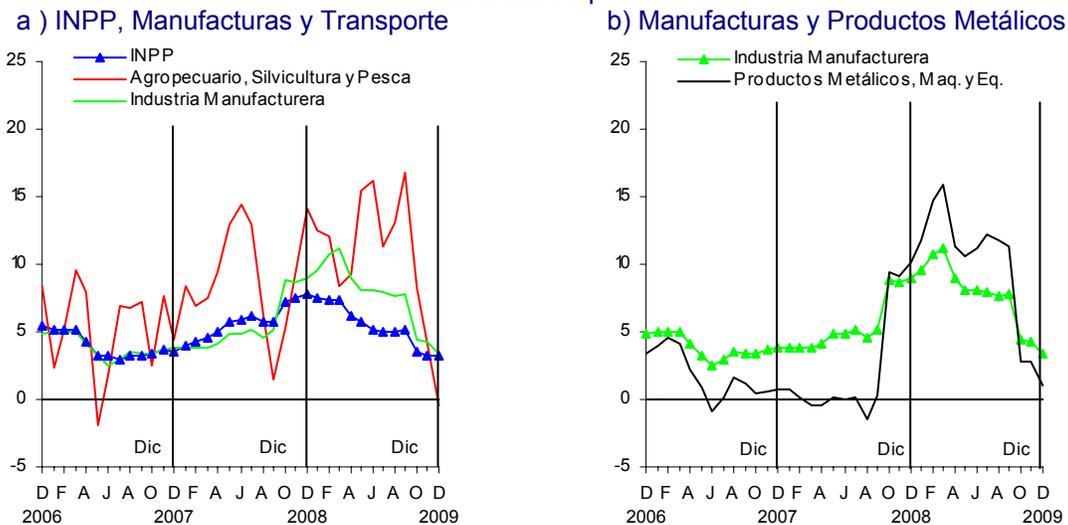
**Gráfica 2**  
**Índices Regionales de Precios al Consumidor**  
Variación anual promedio en por ciento



**2.2. Índice Nacional de Precios Productor**

El Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, mantuvo una tendencia descendente durante 2009, registrando en el último trimestre del año una variación anual promedio de 3.38 por ciento (el trimestre previo fue 5.09 por ciento). La baja en el último trimestre obedeció, sobre todo, a un menor crecimiento en los precios de los bienes de la industria manufacturera y en los precios de los productos del sector agropecuario (Gráfica 3a). En el primer caso destacó la contribución que tuvo el grupo de los productos metálicos, maquinaria y equipo (Gráfica 3b).

**Gráfica 3**  
**Índice Nacional de Precios Productor, Excluyendo Petróleo**  
Variación anual en por ciento



### 2.3. Salarios

En el cuarto trimestre de 2009, tanto el salario base de cotización promedio al IMSS (SBC) como los salarios contractuales mostraron una disminución en su ritmo de crecimiento.<sup>3</sup> El primer indicador mencionado alcanzó una tasa promedio de variación anual de 3.0 por ciento en el periodo octubre - diciembre de 2009 (el trimestre previo fue 4.0 por ciento, Cuadro 2). Por su parte, el incremento promedio a los salarios contractuales acordado por los trabajadores de empresas de jurisdicción federal fue 4.1 por ciento durante el periodo que se reporta (la cifra comparable en el mismo trimestre del año anterior fue 4.2 por ciento). En el caso de las empresas privadas este dato fue 4.6 por ciento y en el de las empresas públicas 3.9 por ciento (en el cuarto trimestre de 2008 estos incrementos fueron, respectivamente, 4.7 y 4.0 por ciento, Cuadro 2).

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

	2008					2009				
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II	III	IV	Ene-Dic
<b>Salario Base de Cotización Promedio al IMSS</b>	4.9	5.2	5.6	5.7	5.3	5.3	4.6	4.0	3.0	4.2
Sector Primario	3.3	4.3	5.7	5.8	4.8	5.0	4.0	3.5	2.3	3.7
Sector Secundario	5.8	6.2	6.5	7.1	6.4	6.7	5.7	5.4	3.1	5.2
Sector Terciario	4.3	4.7	5.0	4.8	4.7	4.5	4.0	3.3	3.1	3.7
<b>Salarios Contractuales Total</b>	4.4	4.4	4.8	4.2	4.4	4.4	4.4	4.7	4.1	4.4
Empresas Públicas	4.3	4.3	4.8	4.0	4.3	4.6	4.8	4.9	3.9	4.3
Empresas Privadas	4.4	4.5	4.7	4.7	4.5	4.4	4.3	4.6	4.6	4.4

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

Adicionalmente, en diciembre de 2009 el Consejo de Representantes de la Comisión Nacional de los Salarios Mínimos acordó un aumento de 4.85 por ciento al Salario Mínimo General (SMG) para las tres áreas geográficas existentes, aumento que estará vigente durante 2010 (la variación promedio pactada para 2009 fue 4.6 por ciento). Así, el SMG promedio se ubicó en 55.77 pesos por día (Cuadro 3).

**Cuadro 3**  
**Salario Mínimo General**  
Pesos por día y variación anual en por ciento

Periodo	Pesos por día				Variación anual en por ciento			
	Promedio	Área Geográfica			Promedio	Área Geográfica		
		A	B	C		A	B	C
2005	45.24	46.80	45.35	44.05	4.50	3.50	3.70	4.60
2006	47.05	48.67	47.16	45.81	4.00	4.00	4.00	4.00
2007	48.88	50.57	49.00	47.60	3.90	3.90	3.90	3.90
2008	50.84	52.59	50.96	49.50	4.00	4.00	4.00	4.00
2009	53.19	54.80	53.26	51.95	4.62	4.20	4.51	4.95
2010	55.77	57.46	55.84	54.47	4.85	4.85	4.85	4.85

Fuente: Comisión Nacional de los Salarios Mínimos (CONASAMI).

<sup>3</sup> El salario base de cotización considera el sueldo diario que, en promedio, recibieron los trabajadores afiliados al IMSS durante el periodo indicado, así como algunas prestaciones (por ejemplo: gratificaciones, prima vacacional y comisiones). Por su parte, los salarios contractuales comprenden únicamente el incremento directo al tabulador que negocian los trabajadores de las empresas de jurisdicción federal, mismos que estarán vigentes durante los siguientes doce meses. Cabe señalar que la composición mensual de este último indicador se integra con la información de las empresas que llevaron a cabo sus revisiones salariales usualmente en el mismo periodo del año, razón por la cual 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.

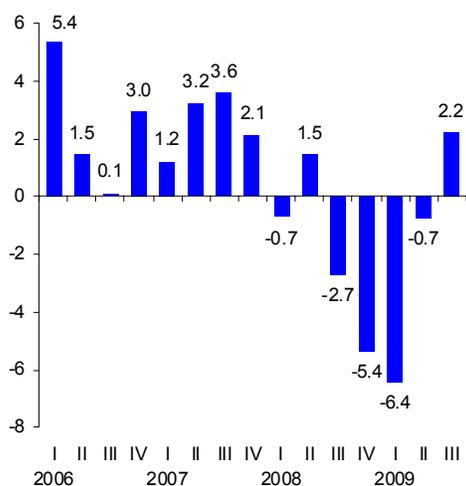
### 3. Principales Determinantes de la Inflación

#### 3.1. Condiciones Externas

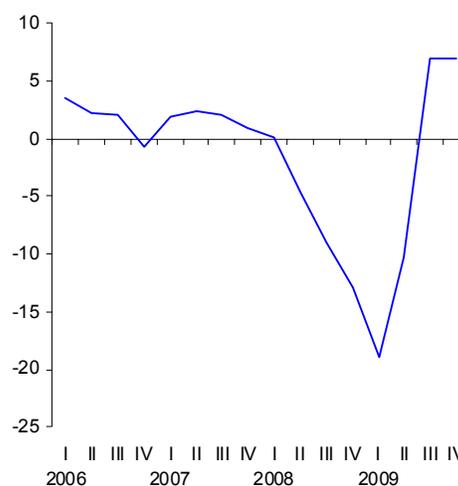
##### 3.1.1. Actividad Económica Global

El PIB de Estados Unidos aumentó 2.2 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el tercer trimestre de 2009, lo cual constituyó su primer variación positiva desde el segundo trimestre de 2008 (Gráfica 4a). La información oportuna muestra que la economía estadounidense continuó recuperándose en el cuarto trimestre. En este sentido, la producción industrial siguió registrando un fuerte crecimiento en este período, con una tasa trimestral anualizada de 7.0 por ciento (6.3 por ciento excluyendo vehículos de motor y auto partes Gráfica 4b).

**Gráfica 4**  
**EUA: Actividad Económica**  
 Variación trimestral anualizada en por ciento; cifras con ajuste estacional  
 a) Crecimiento del PIB  
 b) Producción Industrial



Fuente: BEA.



Fuente: Federal Reserve.

En Estados Unidos el gasto en consumo siguió expandiéndose a un ritmo moderado durante el cuarto trimestre, reflejando la lenta recuperación del ingreso personal disponible y la debilidad del mercado laboral. Otro factor que obstaculizó el crecimiento del consumo fue la fuerte pérdida en la riqueza neta de los hogares.<sup>4</sup> Si bien en el segundo y tercer trimestres de 2009 el patrimonio de las familias se recuperó marginalmente, la pérdida acumulada desde mediados de 2007 ascendió a alrededor de 12.6 billones de dólares (Gráfica 5a).<sup>5,6</sup> Además, los analistas prevén que los hogares continúen saneando su situación

<sup>4</sup> La riqueza neta de los hogares se define como la diferencia entre el valor de los activos totales menos el de los pasivos financieros. Los activos incluyen tanto a los reales (como bienes raíces y de consumo duradero) como a los financieros.

<sup>5</sup> Un billón equivale a un millón de millones.

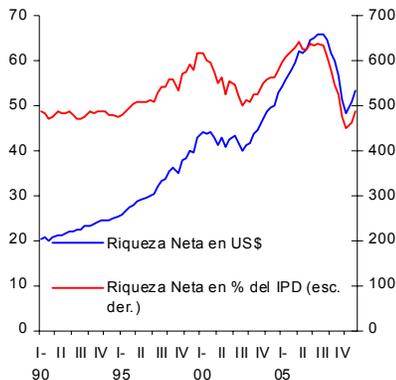
<sup>6</sup> La riqueza neta de los hogares pasó de 6.4 a 4.9 veces el ingreso personal disponible entre el segundo trimestre de 2007 y el tercer trimestre de 2009.

financiera en lugar de incrementar su gasto, con lo que la tasa de ahorro pudiera mantenerse muy por encima de los niveles registrados antes de la crisis (Gráfica 5b). Por su parte, el mercado laboral, aunque aún en un estado de extrema debilidad, presentó evidencias de estabilización en el cuarto trimestre del año.<sup>7</sup>

Las condiciones de otorgamiento de crédito en Estados Unidos han mejorado pero continúan siendo relativamente restrictivas (Gráfica 5c). Asimismo, las estadísticas de flujo de fondos de la Reserva Federal al tercer trimestre de 2009 reportan una nueva reducción en el saldo de financiamiento a los hogares y a las empresas. Al mismo tiempo continuó registrándose un importante aumento del financiamiento al sector público.

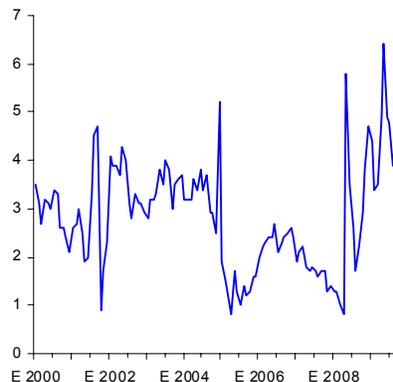
**Gráfica 5**
**EUA: Riqueza Neta de las Familias, Tasa de Ahorro y Condiciones Crediticias**

a) Riqueza Neta de las Familias  
Billones de dólares y por ciento del IPD<sup>1/</sup>



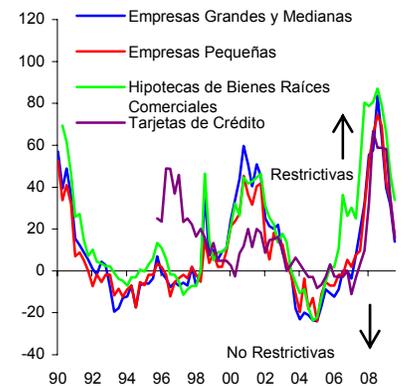
Fuente: Federal Reserve.  
1/ IPD: Ingreso Personal Disponible.

b) Tasa de Ahorro  
por ciento del IPD<sup>1/</sup>



Fuente: BEA.  
1/ IPD: Ingreso Personal Disponible.

c) Condiciones de Otorgamiento de Crédito<sup>1/</sup>  
Balance de respuestas, en por ciento



Fuente: Federal Reserve.  
1/ El porcentaje neto es igual al porcentaje de bancos que reportó un endurecimiento en sus condiciones crediticias menos el porcentaje que reportó un relajamiento en las mismas.

Las empresas moderaron su ritmo de liquidación de inventarios y su gasto en equipo y software empezó a mostrar signos de recuperación en el cuarto trimestre de 2009, respaldadas por su saludable posición financiera. No obstante, el nivel de capacidad utilizada siguió siendo muy bajo en el sector industrial.<sup>8</sup> El sector inmobiliario también continuó su recuperación impulsada por el programa de crédito fiscal para la adquisición de vivienda.

La recuperación de la economía estadounidense ha resultado ser más rápida de lo que se esperaba hace unos meses y también más vigorosa que las de Europa y Japón. Esto se explica en parte por el carácter más ambicioso de las medidas de apoyo fiscal y monetario implementadas por Estados Unidos. No obstante, las autoridades de ese país consideraron aún prematuro el retiro del estímulo debido a la persistente debilidad de la economía, además de la incertidumbre respecto a la sostenibilidad de la recuperación. En concordancia

<sup>7</sup> La caída del empleo no agrícola pasó de un promedio mensual de 691 y 428 mil plazas en el primer y segundo trimestres a 69 mil en el cuarto trimestre.

<sup>8</sup> El nivel de capacidad utilizada se situó en 68.3 por ciento en el último trimestre de 2009, comparado con un promedio histórico de alrededor de 81.2 por ciento.

con lo anterior el gobierno anunció a principios de noviembre un nuevo programa de estímulos fiscales para apoyar al crecimiento y al empleo.<sup>9</sup>

En otras economías avanzadas la etapa recesiva también parece haber concluido durante el tercer trimestre de 2009. Para el cuarto trimestre en la zona del euro los indicadores oportunos, como los índices de confianza y de gerentes de compras, sugieren la continuación de un ritmo moderado de recuperación. La economía del Reino Unido registró un lento crecimiento durante el último trimestre de 2009 después de haberse contraído en los seis trimestres previos. Asimismo, continuó la frágil expansión económica de Japón. En particular, el índice Tankan aunque mostró una tendencia al alza, permaneció en terreno negativo en el cuarto trimestre de 2009.

Las economías emergentes se han recuperado más rápidamente que las avanzadas, particularmente en el caso de China, India y Brasil. En China, el PIB se expandió a una tasa anual de 10.7 por ciento en el cuarto trimestre de 2009, comparado con una cifra revisada al alza de 9.1 por ciento en el tercer trimestre. Por su parte, la actividad económica en América Latina registró una ligera recuperación durante la segunda mitad del año, apoyada por un mayor gasto público, las bajas tasas de interés y una mejoría en la demanda global.

### 3.1.2. Precios de las Materias Primas

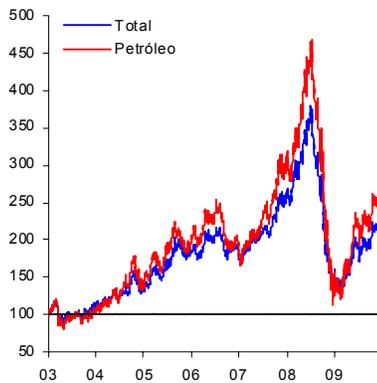
Los precios de los productos primarios, tanto de los energéticos como de los no energéticos, mostraron una recuperación en el cuarto trimestre de 2009 en un entorno de elevada volatilidad. No obstante, éstos aún se encuentran por debajo de sus niveles promedio observados en 2008. En dicha recuperación influyeron, entre otros factores: 1) la mejoría de las perspectivas de la economía global; 2) las favorables condiciones de liquidez en los mercados financieros y las bajas tasas de interés, que favorecieron el financiamiento para la reconstitución de inventarios; y 3) la debilidad del dólar, que estimuló la inversión en materias primas. En el caso de los energéticos también contribuyeron a su alza los recortes a la producción de petróleo que realizó la OPEP durante 2009 y las condiciones climáticas adversas. Dentro del grupo de productos primarios no energéticos destacan los aumentos observados en los precios de los granos y de los metales industriales (Gráfica 6).

---

<sup>9</sup> Entre estas medidas se encuentran algunas dispensas impositivas para empresas pequeñas, la extensión de los beneficios del seguro de desempleo y de planes de salud, así como la extensión y ampliación del programa de crédito fiscal para compradores de casas.

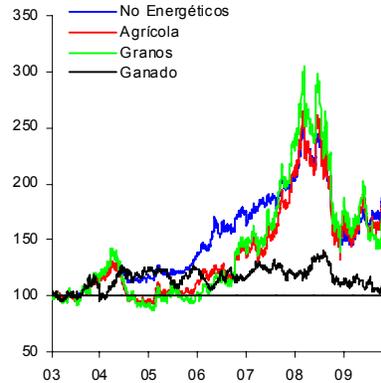
**Gráfica 6**  
**Precios de Productos Primarios**  
 Índice 31 de diciembre de 2002=100

a) Precio de Productos Primarios y Petróleo



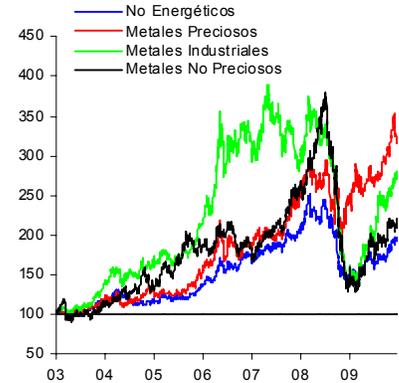
Fuente: Bloomberg.

b) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Agrícolas



Fuente: Bloomberg.

c) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Metales



Fuente: Bloomberg.

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

Durante el cuarto trimestre, la inflación al consumidor en la mayoría de los países avanzados comenzó a ser positiva, luego de varios meses de presentar cifras negativas (Gráfica 7). La inflación subyacente en este grupo de países continuó en general mostrando una tendencia descendente, aunque a un ritmo más moderado. Ante la ausencia de presiones inflacionarias y el magro crecimiento de la demanda interna, y a pesar de la mejora en las perspectivas de recuperación, los principales bancos centrales mantuvieron una política monetaria acomodaticia.<sup>10</sup>

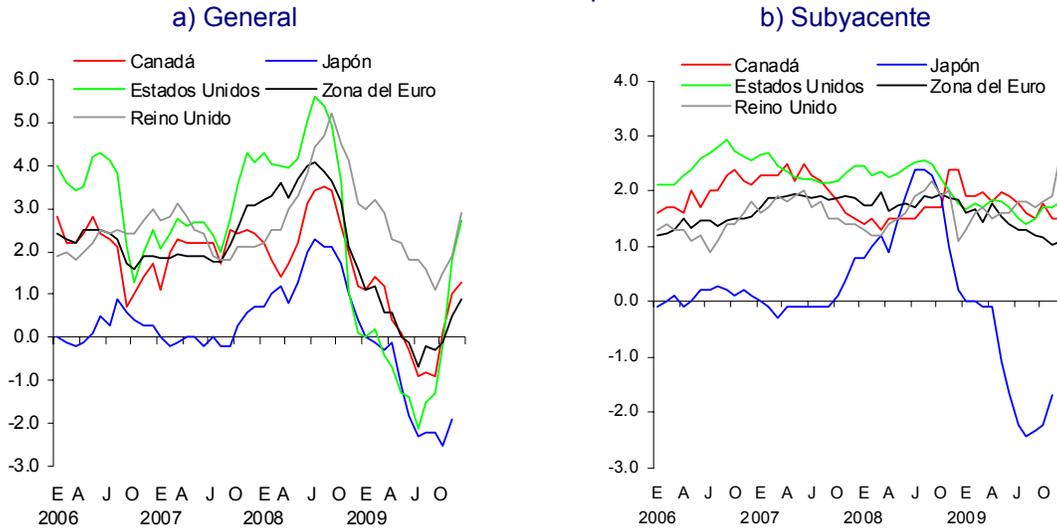
En Estados Unidos, la inflación general al consumidor mostró un fuerte repunte en el cuarto trimestre de 2009, pasando de -1.3 por ciento anual al término del tercer trimestre a 2.7 por ciento en diciembre. Esto reflejó, en buena medida, el efecto aritmético por la baja en los precios de la energía en el último trimestre de 2008. La inflación subyacente tuvo un pequeño repunte durante el cuarto trimestre, pero continúa siendo moderada. El Banco de la Reserva Federal mantuvo su postura de extrema lasitud monetaria, al considerar que tanto la inflación como las expectativas inflacionarias se mantendrían acotadas. Adicionalmente, la Reserva Federal (Fed) anunció de nueva cuenta en su comunicado de diciembre pasado que se proponía mantener la tasa de fondos federales en niveles bajos por un período prolongado.

En la zona del euro, la inflación general al consumidor a tasa anual también se tornó positiva en noviembre de 2009 luego de haber permanecido en valores negativos desde junio de ese año. Por su parte, la inflación subyacente continuó disminuyendo en el último trimestre de 2009, alcanzando su nivel más bajo en poco más de 9 años. En este contexto, el Banco Central Europeo mantuvo inalterada su tasa de política. En el Reino Unido, la inflación general y la subyacente se incrementaron durante el cuarto trimestre. Sin embargo, tomando

<sup>10</sup> En la mayoría de las economías avanzadas, las tasas de política han permanecido en niveles bajos, entre 0.25 por ciento (por ejemplo en Canadá y en Estados Unidos) y 1.0 por ciento (por ejemplo, en la zona del euro). En general, estos bancos centrales continuaron recurriendo a medidas no convencionales para inyectar liquidez a sus economías y apoyar a sus sistemas financieros.

en consideración la creciente brecha del producto, el Banco de Inglaterra tampoco realizó cambios en su tasa de referencia. En Japón, el proceso deflacionario que comenzó al principio de 2009 continuó durante el cuarto trimestre, por lo cual el Banco de Japón mantuvo inalterada su tasa de política monetaria.

**Gráfica 7**  
**Inflación en Países Avanzados Seleccionados**  
Variación anual en por ciento



Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

Fuente: Oficinas de estadísticas nacionales.

La inflación en las economías emergentes se mantuvo relativamente baja en el último trimestre de 2009, aunque con diferencias significativas entre países y cierto repunte de los precios en algunas de ellas. Cabe señalar que en las economías emergentes de Asia, si bien la inflación al consumidor permanece en general baja, los aumentos en los precios de las acciones y un fuerte repunte de los precios en el sector de bienes raíces son vistos como indicios de una posible burbuja, y no simplemente como un reflejo de la recuperación económica. En América Latina las presiones inflacionarias permanecieron acotadas. En los principales países sudamericanos, la variación anual de los precios al consumidor se ubicó en diciembre de 2009 dentro o por debajo de su banda objetivo. Destaca el caso de Chile que experimentó una deflación a lo largo del cuarto trimestre del año pasado. En ese período, la postura monetaria en las economías emergentes se mantuvo acomodaticia en prácticamente todos los casos, con algunos bancos centrales, tales como Colombia, Rusia, Turquía y Uruguay, disminuyendo adicionalmente sus tasas de interés de referencia (Cuadro 4).

Cabe resaltar que en algunos países, incluyendo economías avanzadas, se observó el inicio o la continuación del proceso de retiro del estímulo monetario al elevarse en sus economías los riesgos de mayores presiones inflacionarias y de repunte de las expectativas de inflación. Así, el Banco de Reserva de Australia y el banco central de Noruega incrementaron en diciembre, por tercera y segunda ocasión consecutiva, respectivamente, sus tasas de referencia. El Banco de Israel, luego de un primer aumento en agosto, reanudó el retiro del estímulo monetario elevando su tasa de interés de política en noviembre y diciembre. Tanto India como China mantuvieron sus tasas de política sin cambio en el cuarto trimestre, si bien el banco central de la India ajustó al alza

sus requerimientos de liquidez en noviembre pasado y el de China elevó su encaje legal en enero de 2010.

**Cuadro 4**  
**Tasa de Política Monetaria de Países Emergentes Seleccionados**  
 En por ciento y puntos porcentuales

País	Tasa de Política Monetaria	Nivel al cierre de 2007	Cambios Netos en la Tasa de Política Monetaria								Nivel al 26 de enero de 2010
			2008				2009				
			I	II	III	IV	I	II	III	IV	
<b>Brasil</b>	T. Selic	11.25	(=) 0.00	(+) 1.00	(+) 1.50	(=) 0.00	(-) 2.50	(-) 2.00	(-) 0.50	(=) 0.00	8.75
<b>Colombia</b>	T. base para las subastas de expansión	9.50	(+) 0.25	(=) 0.00	(+) 0.25	(-) 0.50	(-) 2.50	(-) 2.50	(-) 0.50	(-) 0.50	3.50
<b>Chile</b>	T. política monetaria	6.00	(+) 0.25	(+) 0.50	(+) 1.50	(=) 0.00	(-) 6.00	(-) 1.50	(-) 0.25	(=) 0.00	0.50
<b>China</b>	T. préstamos de inst. financieras a un año	7.47	(=) 0.00	(=) 0.00	(-) 0.27	(-) 1.89	(=) 0.00	(=) 0.00	(=) 0.00	(=) 0.00	5.31
<b>India</b>	T. recompra	7.75	(=) 0.00	(+) 0.75	(+) 0.50	(-) 2.50	(-) 1.50	(-) 0.25	(=) 0.00	(=) 0.00	4.75
<b>Perú</b>	T. de referencia	5.00	(+) 0.25	(+) 0.50	(+) 0.75	(=) 0.00	(-) 0.50	(-) 3.00	(-) 1.75	(=) 0.00	1.25
<b>Rusia</b>	T. de refinanciamiento	10.00	(+) 0.25	(+) 0.50	(+) 0.25	(+) 2.00	(=) 0.00	(-) 1.50	(-) 1.50	(-) 1.25	8.75
<b>Sudáfrica</b>	T. de recompra	11.00	(=) 0.00	(+) 1.00	(=) 0.00	(-) 0.50	(-) 2.00	(-) 2.00	(-) 0.50	(=) 0.00	7.00
<b>Turquía</b>	T. de préstamos para banco central a un día	15.75	(-) 0.50	(+) 1.00	(+) 0.50	(-) 1.75	(-) 4.50	(-) 1.75	(-) 1.50	(-) 0.75	6.50

Fuente: Bancos Centrales y Bloomberg.

### 3.1.4. Mercados Financieros

Las condiciones financieras globales continuaron estabilizándose durante el último trimestre de 2009, reflejando tanto las medidas gubernamentales de apoyo como una retroalimentación positiva proveniente de los avances de la economía mundial. A pesar de que la incertidumbre se redujo, la confianza de los inversionistas continúa susceptible a cambios repentinos.<sup>11</sup>

Los principales bancos centrales de las economías avanzadas siguieron haciendo uso de herramientas no convencionales para fortalecer sus respectivos mercados financieros durante el cuarto trimestre. La Reserva Federal de Estados Unidos anunció que continuará comprando valores respaldados por hipotecas a las agencias con apoyo gubernamental, así como deuda emitida por estas agencias.<sup>12</sup> Sin embargo, también señaló que la mayoría de las facilidades de liquidez<sup>13</sup> y los acuerdos de intercambio de divisas establecidos con diversos bancos centrales concluirán el 1 de febrero de 2010. Por su parte, el Banco de Inglaterra anunció un incremento a su programa de compra de activos financieros, que concluirá al término del primer bimestre de 2010. El Banco Central Europeo modificó algunos de sus programas de operaciones de refinanciamiento en anticipación al retiro de las políticas especiales de provisión de liquidez. En contraste, el Banco de Japón mantuvo durante el cuarto trimestre sus distintos programas temporales de estímulo al sector financiero y anunció la creación de una nueva facilidad de liquidez.

<sup>11</sup> Por ejemplo, los mercados registraron cierta volatilidad debido al anuncio de una suspensión temporal del pago de la deuda de la compañía Dubai World a fines de noviembre y de una reducción en la calificación soberana de Grecia en diciembre.

<sup>12</sup> El ritmo de compra de estos valores ha disminuido con objeto de garantizar una transición gradual en estos mercados, y se anticipa que dicho proceso finalice al término del primer trimestre de 2010.

<sup>13</sup> Estas son la Facilidad de Financiamiento para la Compra de Papel Comercial Respaldo por Activos en Poder de Fondos de Inversión del Mercado de Dinero (AMLF, por sus siglas en inglés), la Facilidad de Crédito para Operadores Primarios (PDCF), la Facilidad de Fondeo de Papel Comercial (CPFF) y la Facilidad de Préstamo de Valores a Plazo (TSLF). Por su parte, la Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respaldo por Activos (TALF, por sus siglas en inglés) se mantendrá por un período mayor para cierto tipo de préstamos.

Como se mencionó anteriormente, en los últimos tres meses de 2009 la postura monetaria en las economías avanzadas y emergentes se mantuvo en general acomodaticia. Sin embargo, las posturas relativas y el sesgo de las mismas variaron dependiendo de las condiciones macroeconómicas. El menor impacto de la crisis global en economías emergentes ha hecho que las tasas de política en estos países sean más elevadas y que tengan mayores perspectivas de aumento que en los países avanzados. Esto se ha traducido en oportunidades de inversión financiera por los diferenciales de rendimiento y por las expectativas de continúa apreciación de las monedas de las economías emergentes, y explica, al menos en parte, el incremento observado en los flujos de capital hacia estos países (Gráfica 8a y b).

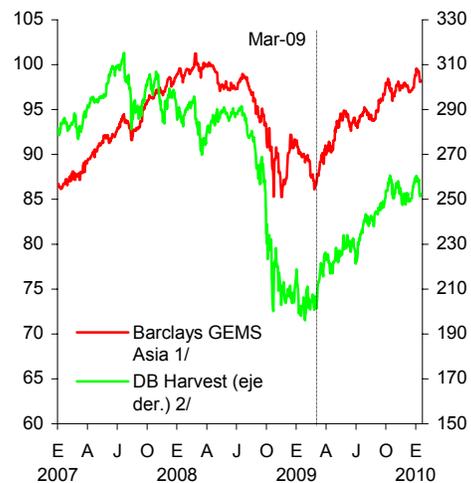
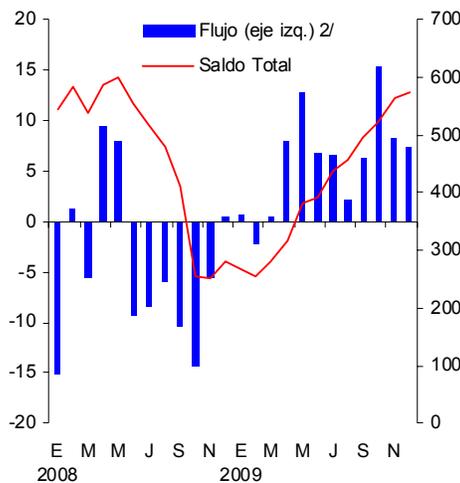
El aumento en estas operaciones de “carry trade” ha generado la preocupación entre las autoridades de que se estuviera gestando una nueva burbuja especulativa. Esto debido a que el alza en los precios de los activos pudiera ser más el resultado de la búsqueda de mayor rendimiento que de la mejora en los fundamentos de las economías.

**Gráfica 8**

**Inversión en Mercados Emergentes**

a) Fondos Dedicados a Economías Emergentes (Acciones y Bonos)<sup>1/</sup> En miles de millones de dólares

b) Indicadores de Rendimiento del “Carry Trade” Índices



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en mercados de países avanzados.

2/ Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.

Fuente: Deutsche Bank y Barclays.

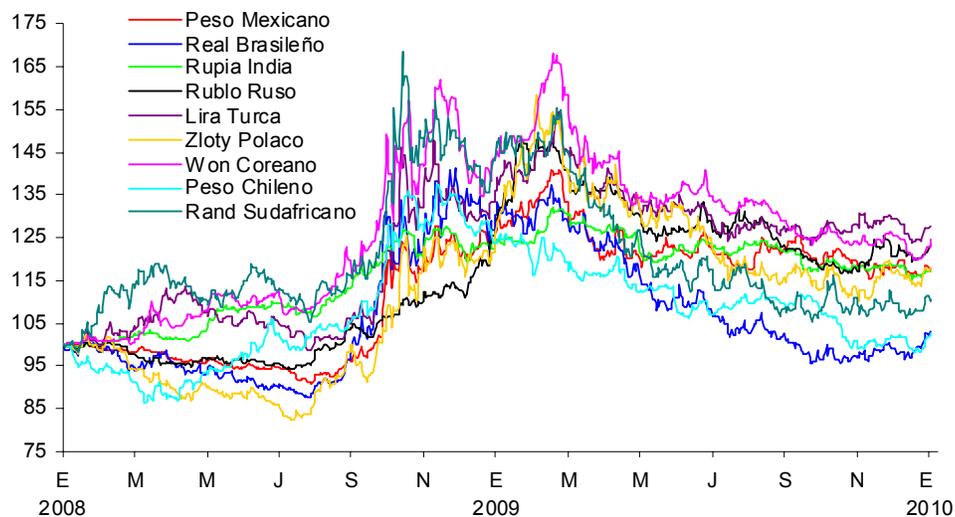
1/ Base julio de 2001 = 100. Este índice reproduce una estrategia de inversión en el mercado de dinero de 8 países asiáticos, calculando el rendimiento en dólares de inversiones en dichas monedas.

2/ Base marzo de 1993 = 100. Este índice, que se construye con monedas del G10, refleja el rendimiento de invertir en monedas con tasas de interés altas y financiarse en monedas con tasas de interés bajas.

La tasa de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de 3 meses se redujo durante el cuarto trimestre de 2009, mientras que las de plazos más largos aumentaron. La ampliación del diferencial respondió a la perspectiva de que la tasa de interés de política se mantenga en un nivel reducido por un período prolongado, a los mayores indicios de recuperación económica y a la percepción negativa en los mercados sobre la extraordinaria expansión fiscal. Lo anterior contribuyó a que la inclinación de la curva de rendimientos alcanzara en el último trimestre de 2009 su máximo en las últimas tres décadas.

El dólar moderó su tendencia a la baja durante el cuarto trimestre de 2009 e incluso tuvo ganancias contra algunas de las principales monedas. Esto se explica, en parte, por el mayor vigor de la recuperación de la economía estadounidense, que podría llevar a que el estímulo monetario se empiece a retirar antes de lo previsto. Los tipos de cambio de las principales economías emergentes, en general, continuaron apreciándose ante las fuertes entradas de capital. Así, por ejemplo, de principios de marzo al 31 de diciembre, el rand sudafricano, el real brasileño y el zloty polaco se apreciaron 30.4, 26.9 y 23.9 por ciento, respectivamente.<sup>14</sup> Por su parte, el peso mexicano se apreció 14.9 por ciento en igual periodo (Gráfica 9). Los indicadores de riesgo en países emergentes, como los costos de cobertura ante el riesgo de incumplimiento de pago (CDS), mostraron de nueva cuenta un descenso importante.

**Gráfica 9**  
**Tipos de Cambio de Monedas de Países Emergentes Frente al Dólar<sup>1/</sup>**  
 Índice 31/12/2007 = 100



Fuente: Bloomberg.

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

Los mercados accionarios, tanto de las economías avanzadas como de las emergentes, continuaron al alza durante el cuarto trimestre de 2009. Sin embargo las ganancias observadas no fueron tan elevadas como en los dos trimestres previos (Gráfica 10a). Adicionalmente, la incertidumbre, medida por la volatilidad implícita de las opciones sobre acciones, disminuyó significativamente (Gráfica 10b).

<sup>14</sup> En general los tipos de cambio de las economías emergentes interrumpieron su tendencia a depreciarse en los primeros días de marzo, cuando las condiciones financieras mundiales empezaron a normalizarse al disminuir la aversión al riesgo.



corrección abrupta una vez que se eleven las tasas de interés en las economías avanzadas. Este es sin duda uno de los factores de riesgo más importantes para las economías emergentes que han observado un fuerte aumento en sus entradas de capital.

Las dificultades en el sector financiero aún no desaparecen por completo, lo cual podría reflejarse en una continua atonía del crédito bancario en la mayoría de las economías avanzadas. También persisten problemas de endeudamiento en sectores importantes, tales como el de bienes raíces para uso comercial. Adicionalmente, continúa el proceso de desendeudamiento de los hogares, lo que puede significar elevadas tasas de ahorro y menores niveles de gasto. Esto último afecta a las economías cuya recuperación depende de forma importante de ventas a sus principales mercados de exportación, como es el caso de México respecto de Estados Unidos.

En un horizonte de mediano y largo plazos, para asegurar tasas de crecimiento mundial más elevadas se requerirá de ajustes en la composición de la demanda global, así como de respuestas diferenciadas en relación al retiro de las medidas de estímulo. En particular, en aquellas economías con un crecimiento alto y que registran considerables superávits en su cuenta corriente, como China, es importante que aumenten su demanda interna y disminuyan su ahorro. Las economías con déficit excesivos en su cuenta corriente y que han registrado aumentos considerables de su deuda pública, como Estados Unidos, no podrán incrementar en los próximos años su gasto interno al mismo ritmo al que lo venían haciendo antes de la crisis.

**Cuadro 5**  
**Pronósticos para el Crecimiento del PIB**  
En por ciento

	2008	2009		2010		2011	
		FMI	BM	FMI	BM	FMI	BM
<b>Crecimiento Economía Mundial</b>	<b>3.0</b>	<b>-0.8</b>	<b>-1.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>4.3</b>	<b>4.0</b>
<b>Economías Avanzadas</b>	<b>0.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.3</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.4</b>	<b>2.3</b>
Estados Unidos	0.4	-2.5	-2.5	2.7	2.5	2.4	2.7
Zona Euro	0.6	-3.9	-3.9	1.0	1.0	1.6	1.7
Reino Unido	0.5	-4.8	n.d.	1.3	n.d.	2.7	n.d.
Japón	-1.2	-5.3	-5.4	1.7	1.3	2.2	1.8
<b>Economías Emergentes y en Desarrollo</b>	<b>6.1</b>	<b>2.1</b>	<b>1.2</b>	<b>6.0</b>	<b>5.2</b>	<b>6.3</b>	<b>5.8</b>
<b>Asia</b>	<b>7.9</b>	<b>6.5</b>	<b>6.8</b>	<b>8.4</b>	<b>8.1</b>	<b>8.4</b>	<b>8.2</b>
China	9.6	8.7	8.4	10.0	9.0	9.7	9.0
India	7.3	5.6	6.0	7.7	7.5	7.8	8.0
<b>Latinoamérica</b>	<b>4.2</b>	<b>-2.3</b>	<b>-2.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>
Brasil	5.1	-0.4	0.1	4.7	3.6	3.7	3.9
México	1.3	-6.8	-7.1	4.0	3.5	4.7	3.6
<b>Europa Central y del Este</b>	<b>3.1</b>	<b>-4.3</b>	<b>-2.5</b>	<b>2.0</b>	<b>1.3</b>	<b>3.7</b>	<b>3.5</b>
<b>Comunidad de Estados Independientes</b>	<b>5.5</b>	<b>-7.5</b>	<b>-8.1</b>	<b>3.8</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>3.3</b>
Rusia	5.6	-9.0	-8.7	3.6	3.2	3.4	3.0

Fuente: World Bank (BM), Global Economic Perspectives, January 2010; IMF (FMI), World Economic Outlook Update, January 2010.  
n.d./ No disponible.

Ponderaciones fijas basadas en paridades de poder de compra del PIB de 2005.

Finalmente, se anticipa que las presiones inflacionarias continuarán siendo moderadas en las principales economías avanzadas en el contexto de persistentes brechas del producto. Para las economías emergentes se espera que, en general, la inflación permanezca en niveles reducidos, aunque existen diferencias importantes entre países.

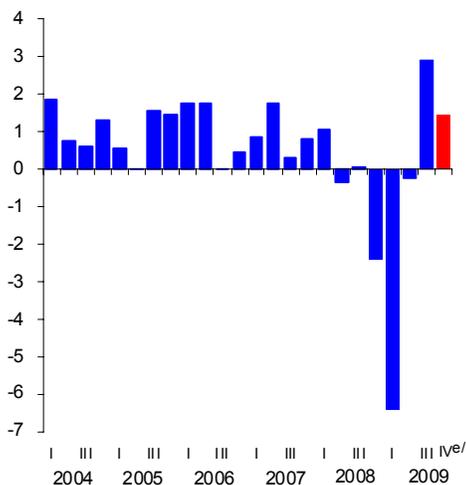
### 3.2. Evolución de la Economía Mexicana

#### 3.2.1. Actividad Económica

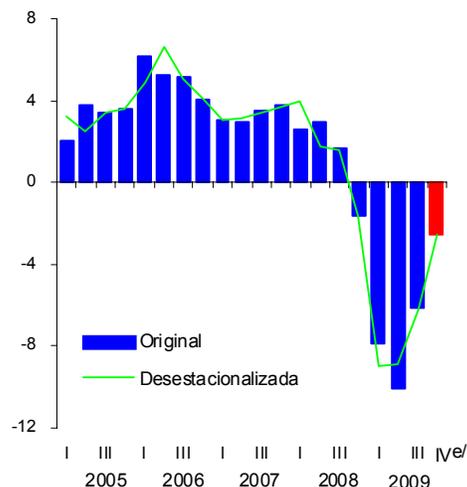
Los indicadores más recientes sugieren que en el último trimestre de 2009 la economía mexicana registró una expansión superior al 1 por ciento en comparación con lo observado en el trimestre previo, ajustando las cifras por estacionalidad. Ello representaría la segunda variación positiva después de tres trimestres consecutivos en los cuales el PIB registró caídas (Gráfica 11a).<sup>16</sup> Este resultado implicaría una reducción de la actividad de menos de 3 por ciento anual en el cuarto trimestre de 2009, lo cual se compara favorablemente con las caídas de 6.2 por ciento y de 9 por ciento en el tercer trimestre y el primer semestre de ese año (Gráfica 11b). Así, la reactivación de la economía iniciada en el tercer trimestre se habrá mantenido en los últimos tres meses de 2009. Para el año en su conjunto, el PIB habría registrado una contracción menor al 7 por ciento.

**Gráfica 11**  
**Producto Interno Bruto**

a) Variaciones trimestrales en por ciento  
Datos desestacionalizados



b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: INEGI.

e/ Estimación del Banco de México.

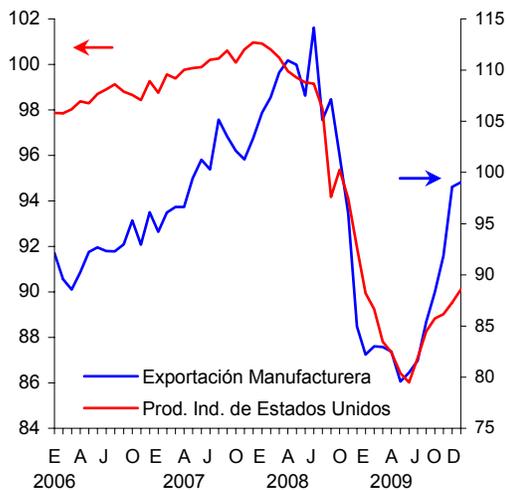
El repunte que registró la actividad productiva del país en el segundo semestre de 2009 fue impulsado fundamentalmente por el mayor dinamismo de la economía global y, en particular, del sector manufacturero de Estados Unidos. Ello condujo a que se observara un aumento importante de las exportaciones manufactureras del país. Este incremento ha sido generalizado y se ha percibido tanto en lo que se refiere a las ventas al exterior realizadas por el sector automotriz, como en las llevadas a cabo por el resto de la industria manufacturera (Gráfica 12). A su vez, el impulso proveniente de una mayor demanda externa se ha ido transmitiendo a los servicios, en especial a aquéllos que dependen de

<sup>16</sup> Esta estimación se basa en la información disponible al momento de publicar este Informe, la cual incluye la evolución del Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) al mes de octubre de 2009, la actividad industrial al mes de noviembre y la información de comercio exterior al mes de diciembre, así como otros indicadores oportunos relativos a diversas actividades productivas. Dentro de estos últimos se incluyen las cifras a diciembre de la extracción de petróleo crudo y gas natural; las ventas de energía eléctrica; las toneladas-km transportadas por las principales empresas ferroviarias; la carga transportada por vía marítima; el tráfico de pasajeros por avión; la ocupación en las principales plazas turísticas; la producción de automóviles y las ventas de las cadenas comerciales de la ANTAD.

manera más directa de la producción manufacturera. De esa forma, en la segunda mitad del año y, sobre todo, en el último trimestre, se observó un repunte importante de la producción manufacturera, así como un gradual restablecimiento de mayores niveles de actividad del sector servicios (Gráfica 13).<sup>17</sup> Sin embargo, el aumento de la producción que registraron estos últimos también refleja parcialmente el desvanecimiento de los efectos que tuvo el brote de influenza A(H1N1) sobre la demanda que enfrentaban algunos de estos sectores en el segundo trimestre del año. También debe destacarse que algunas actividades económicas que se encuentran más asociadas con la demanda interna, como es el caso de la industria de la construcción, aún no muestran un repunte en sus niveles de operación. Como se verá más adelante, esto último se asocia con la tendencia negativa que aún exhiben los gastos en inversión.

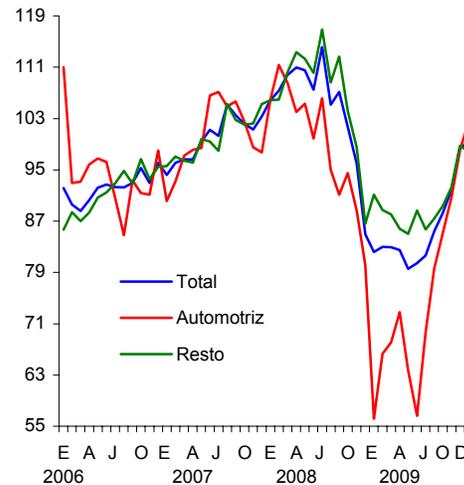
**Gráfica 12**  
**Exportaciones Manufactureras y Producción Industrial de Estados Unidos**  
 Índice 2007=100; datos desestacionalizados

a) Exportaciones Manufactureras y Producción Industrial de Estados Unidos



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

b) Exportaciones Manufactureras



Fuente: Banco de México.

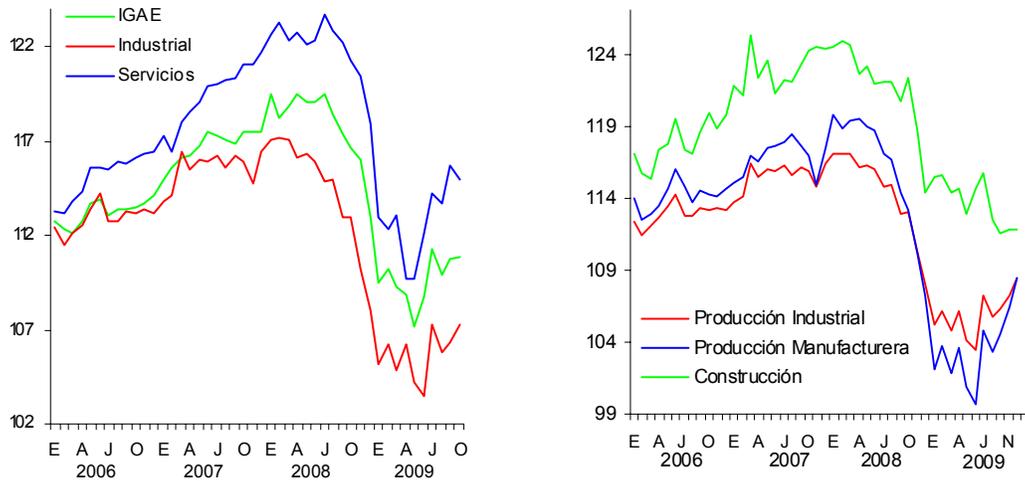
El repunte de la actividad productiva en los últimos meses está relacionado con la reversión parcial de los choques que en gran parte condujeron a la economía mexicana a atravesar por una severa fase recesiva. En efecto, la perturbación fundamental que condujo inicialmente a la disminución de los niveles de actividad observada a partir de septiembre de 2008 estuvo estrechamente relacionada con la entrada de la economía internacional en una súbita recesión sin precedente durante las últimas décadas, lo cual provocó una abrupta disminución en los niveles de demanda externa que enfrentó el país. Ahora bien, el impulso que actualmente ha conducido a que la economía muestre nuevamente tasas positivas de crecimiento trimestral a partir del tercer trimestre de 2009 proviene de la reactivación de la demanda externa.

<sup>17</sup> En particular, con cifras desestacionalizadas la producción manufacturera en octubre-noviembre superó los niveles registrados en el segundo y el tercer trimestre en 5.9 y 3 por ciento, respectivamente. Asimismo, el IGAE de los servicios desestacionalizado en octubre de 2009 fue superior en 4.1 y 0.4 por ciento a lo observado en el segundo y el tercer trimestre de 2009.

**Gráfica 13**
**Indicadores de Actividad Económica**

Índice 2003=100; datos desestacionalizados

a) Indicador Global de la Actividad Económica      b) Producción Industrial y Manufacturera



Fuente: INEGI.

Por su parte, indicadores disponibles de la demanda interna muestran que su reactivación es aún incipiente y que no se ha generalizado a los distintos componentes del gasto interno. En efecto, si bien el consumo privado parecería haber iniciado una fase de expansión a partir del tercer trimestre del año, los indicadores más oportunos relativos a la inversión privada sugieren que ésta continúa registrando una tendencia negativa. En particular, en relación con estos agregados destaca lo siguiente:

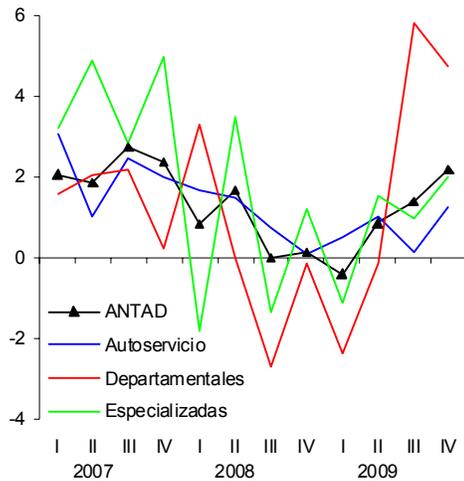
- i) En el cuarto trimestre de 2009 las ventas totales de la ANTAD continuaron presentando una aceleración gradual, al registrar una variación real positiva de 2.2 por ciento respecto del trimestre previo, en términos ajustados por estacionalidad. Esta cifra se compara con aumentos trimestrales de 0.9 y 1.4 por ciento observados en el segundo y el tercer trimestres, respectivamente (Gráfica 14a).
- ii) En contraste, los gastos en formación de capital aún no presentan un cambio de tendencia. En efecto, con cifras ajustadas por estacionalidad, el gasto de inversión presentó en octubre de 2009 una contracción mensual de 1.6 por ciento. Esta disminución se observó después de que dicho agregado había presentado un descenso mensual en septiembre (1.4 por ciento) y moderados aumentos mensuales en los tres meses previos. Con estos resultados, en octubre de 2009 la inversión total en términos desestacionalizados continuó ubicándose 16.7 por ciento por debajo del máximo alcanzado en julio de 2008 (Gráfica 14b).

Es relevante mencionar que la tendencia negativa de la formación bruta de capital fijo descrita en el punto anterior refleja fundamentalmente la contracción que ha exhibido la inversión privada. En contraste, el componente público de los gastos en formación de capital ha mantenido una tendencia creciente a lo largo del presente ciclo económico. En particular, en el tercer trimestre de 2009 la inversión privada registró una contracción anual de 19.3 por

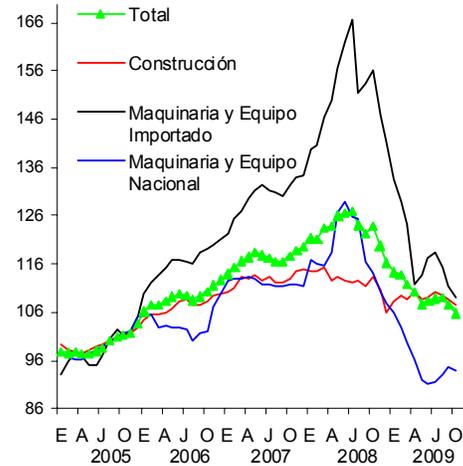
ciento, mientras que la pública se expandió en 11.4 por ciento anual (Gráfica 15a). De manera similar, el consumo del gobierno se incrementó 2.6 por ciento a tasa anual en el tercer trimestre de 2009, lo cual contrasta con la contracción de 5.2 por ciento que registró el consumo privado en el mismo período (Gráfica 15b). Lo anterior refleja, en buena medida, las políticas contracíclicas que se aplicaron para mitigar el impacto de la caída en las demandas externa y privada sobre los niveles de actividad productiva en la economía.

**Gráfica 14**  
**Indicadores de Demanda Interna**  
Datos desestacionalizados

a) Ventas de la ANTAD en Términos Reales<sup>1/</sup>  
Variaciones trimestrales en por ciento



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



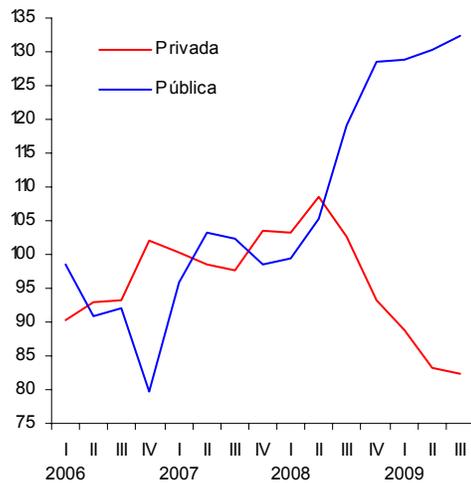
Fuente: ANTAD.

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

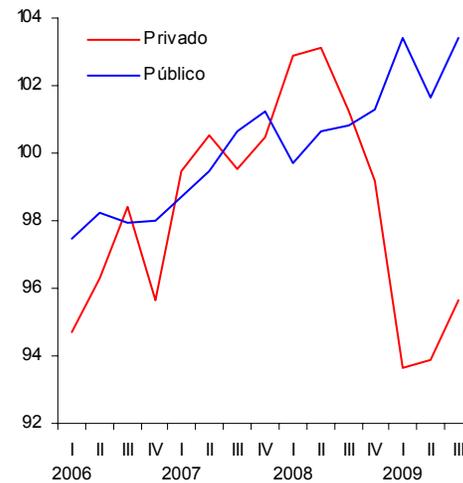
Fuente: INEGI.

**Gráfica 15**  
**Formación Bruta de Capital Fijo y Consumo**  
Índice 2007=100; datos desestacionalizados

a) Formación Bruta de Capital Fijo



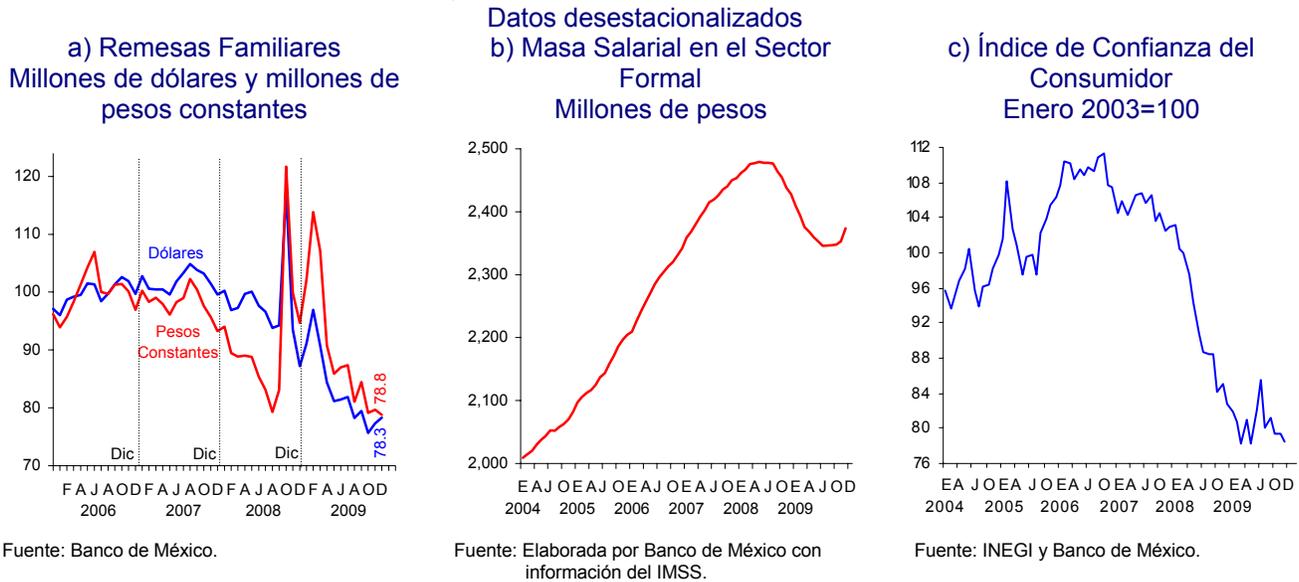
b) Consumo



Fuente: INEGI.

La evolución más reciente de algunos determinantes relevantes del gasto doméstico continúa siendo desfavorable, lo cual ha contribuido a la debilidad que se ha observado en la recuperación de la demanda interna. En primer lugar, tanto la masa salarial en términos reales, como el índice de confianza del consumidor, continúan ubicándose en niveles especialmente reducidos. Asimismo, los ingresos por remesas familiares siguen mostrando una tendencia negativa (Gráfica 16).<sup>18</sup> Por su parte, otro factor que ha contribuido de manera importante al menor dinamismo del gasto doméstico es la evolución que ha mostrado el crédito vigente de la banca comercial al consumo, que en el bimestre octubre-noviembre de 2009 se contrajo 20.7 por ciento real en términos anuales, cifra similar a la registrada en el tercer trimestre (21.5 por ciento). Destacan en este sentido las contracciones anuales que han mostrado el crédito otorgado por medio de tarjetas de crédito y el dirigido a la adquisición de bienes de consumo duradero de 27.1 y 14 por ciento, respectivamente.

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



Un sector donde se aprecian las diferencias que han mostrado las demandas externa e interna es el automotriz. En efecto, con cifras ajustadas por estacionalidad, en el cuarto trimestre de 2009 las exportaciones de dicha industria continuaron con la tendencia creciente que vienen mostrando desde julio de ese año, lo cual refleja en gran parte la recuperación de la demanda en Estados Unidos por vehículos producidos en México. A su vez, el repunte de las exportaciones de vehículos ha conducido a una recuperación del número de unidades producidas por dicha industria. En consecuencia, en términos desestacionalizados, en diciembre de 2009 la producción y las exportaciones de unidades de la industria automotriz lograron sobrepasar los previos máximos alcanzados en agosto y octubre de 2008, respectivamente (Gráfica 17a). En contraste, las ventas internas de vehículos aún permanecen en un nivel

<sup>18</sup> En efecto, la masa salarial real y el índice de confianza del consumidor se ubicaron en diciembre de 2009 en niveles 4.3 y 29.4 por ciento inferiores a los máximos registrados en mayo de 2008 y octubre de 2006, respectivamente, con cifras desestacionalizadas. Por su parte, en diciembre de 2009 los ingresos por remesas presentaron una contracción anual de 12.2 por ciento, con lo cual se mantuvo la tendencia negativa que dicho rubro ha venido mostrando desde septiembre de 2007.

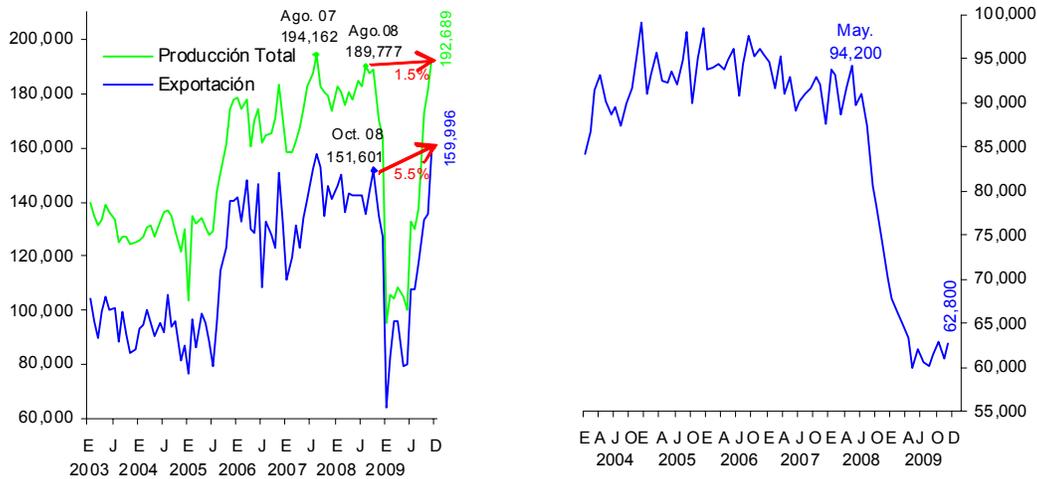
especialmente bajo: con cifras ajustadas por estacionalidad, en diciembre de 2009 estas ventas se ubicaron 33.3 por ciento por debajo del último máximo alcanzado en mayo de 2008 y aún no parecen mostrar un cambio de tendencia (Gráfica 17b).

**Gráfica 17**
**Indicadores de la Industria Automotriz**

Unidades por mes; datos desestacionalizados

a) Producción y Exportación de Vehículos

b) Ventas Internas al Menudeo de Vehículos Nuevos



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

En todo caso, los niveles de empleo formal en la economía han iniciado una fase expansiva. En particular, el número de trabajadores asegurados en el IMSS alcanzó 13,881,281 personas en diciembre de 2009, lo cual en términos desestacionalizados implica que en el último mes del año se registró la tercera expansión consecutiva de este indicador, en este caso de 138,057 empleos. Si bien la expansión del empleo formal se ha ido generalizando gradualmente a los distintos sectores y regiones, ésta ha sido más acentuada en la industria manufacturera y en el norte del país (Gráfica 18). Esto nuevamente sugiere que el impulso inicial que ha conducido a mayores niveles de actividad proviene de una mayor demanda externa.

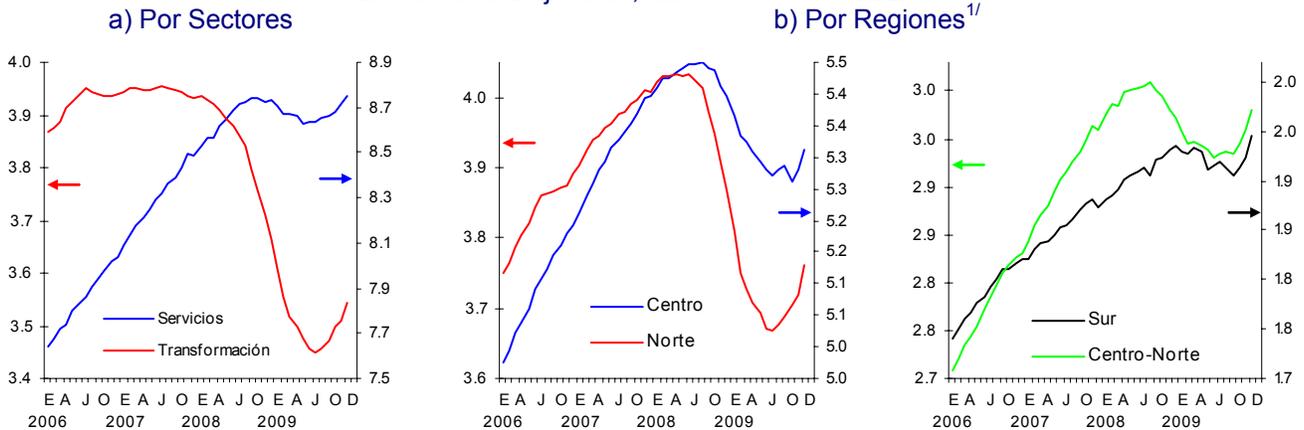
Dados los resultados anteriores, el número de trabajadores asegurados en el IMSS en promedio para la totalidad de 2009 registró una reducción de 3.1 por ciento (-442,193 empleos) respecto del promedio registrado en 2008. Esta contracción contrasta con la caída de poco menos de 7 por ciento anual que se estima habrá exhibido el PIB. El hecho de que la contracción del empleo fuese proporcionalmente menor a la de la actividad productiva fue influido, en parte, por las medidas adoptadas para promover éste, entre las cuales destacan el Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo y el Acuerdo Nacional a favor de la Economía Familiar y el Empleo.

La información relativa a la evolución de la actividad productiva descrita con anterioridad permite evaluar las condiciones de holgura que existen actualmente en la economía mexicana. A este respecto, el hecho de que la economía global, y en particular la estadounidense, aún se encuentren operando por debajo de su potencial, ha influido para que, a pesar del repunte que han

registrado las exportaciones y la producción del sector manufacturero, sus niveles todavía se ubican por debajo de los alcanzados antes del inicio de la crisis global. Asimismo, como ya se mencionó, el gasto doméstico aún no muestra una reactivación generalizada. En este contexto, la demanda agregada continúa ubicándose en niveles relativamente bajos, de modo que la economía se encuentra operando por debajo de lo que se considera que es su producto potencial (Gráfica 19a). Esto es congruente con la evolución de diversos indicadores que sugieren la persistencia de holgura, tanto en lo que se refiere al gasto agregado, como a las condiciones en el mercado laboral. En particular:

- i) El porcentaje de uso de la capacidad instalada del sector manufacturero continúa ubicándose significativamente por debajo de lo observado previamente al estallido de la crisis global, si bien en los últimos meses ha mostrado una tendencia creciente (Gráfica 19b). Es previsible que, a medida que los niveles de demanda externa se vayan reestableciendo, la utilización de la capacidad instalada del sector tienda a alcanzar los niveles observados antes de la crisis global.
- ii) Como se ha venido detallando con anterioridad, el importante repunte de las exportaciones, junto con una reactivación aún incipiente del gasto doméstico, han conducido a que el déficit de la cuenta corriente continúe ubicándose en niveles moderados. En particular, se estima que en el cuarto trimestre de 2009 dicho déficit haya sido de 0.6 miles de millones de dólares (0.2 por ciento del PIB). Esto sugiere que la demanda agregada no se ha constituido como una fuente de presión sobre las cuentas externas del país.

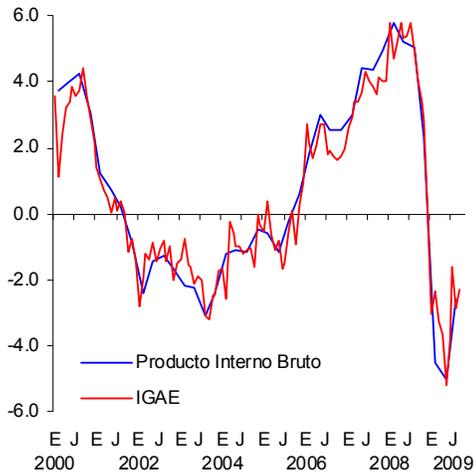
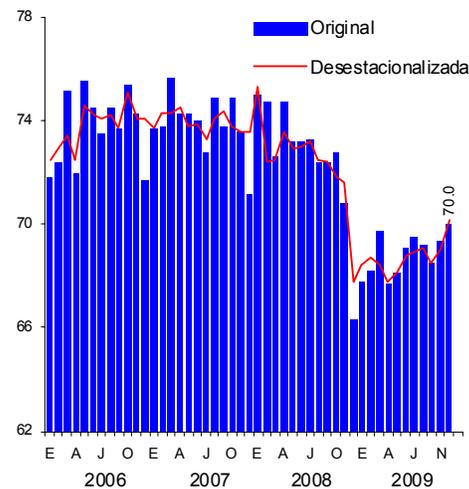
**Gráfica 18**  
**Trabajadores Asegurados en el IMSS**  
 Millones de trabajadores; datos desestacionalizados<sup>1/</sup>



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

1/ 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 19**
**Brecha del Producto y Uso de la Capacidad Instalada del Sector Manufacturero**

 a) Estimación de la Brecha del Producto<sup>1/</sup>  
 Variaciones anuales en por ciento

 b) Uso de la Capacidad Instalada  
 Por ciento


Fuente: Banco de México.

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

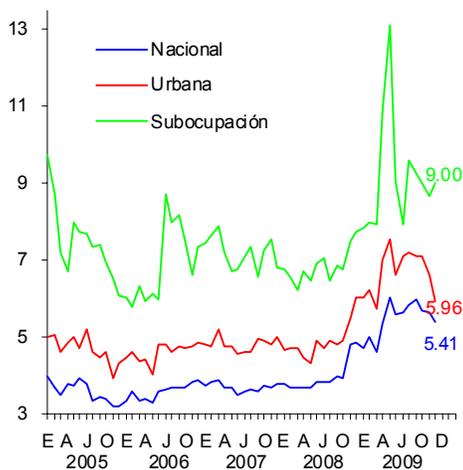
- iii) Finalmente, diversos indicadores sugieren que persisten condiciones de holgura en el mercado laboral. En efecto, si bien el número de trabajadores asegurados en el IMSS en términos desestacionalizados ha mostrado una tendencia positiva en los últimos tres meses, las tasas de desocupación y subocupación continúan ubicándose en niveles elevados (Gráfica 20a). Asimismo, según los resultados de la Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero realizada por el Banco de México, en los últimos meses la industria manufacturera continúa sin enfrentar dificultades para contratar mano de obra calificada (Gráfica 20b).

Finalmente, es relevante mencionar que existe menos incertidumbre sobre las necesidades de financiamiento externo de la economía, debido a que el déficit de la cuenta corriente se encuentra en niveles reducidos, la postura fiscal se ha mantenido a niveles sostenibles y el Gobierno Federal ha avanzado significativamente en cubrir sus necesidades de refinanciamiento externo para 2010. Esto, en un contexto en el que las condiciones financieras internacionales han continuado estabilizándose y, por ende, ha mejorado el acceso al financiamiento. De esta manera, los indicadores discutidos con anterioridad, así como aquéllos descritos en la sección de Ahorro Financiero y Financiamiento de la Economía en este Informe, sugieren que en la actualidad México no enfrenta restricciones importantes de financiamiento. Ello se corrobora si se toma en cuenta que en el cuarto trimestre de 2009 se dio una importante acumulación de reservas internacionales (14,716 millones de dólares), la cual resultó presumiblemente de un importante superávit de la cuenta de capital de la balanza de pagos, que habrá financiado con holgura el déficit de la cuenta corriente.

**Gráfica 20**

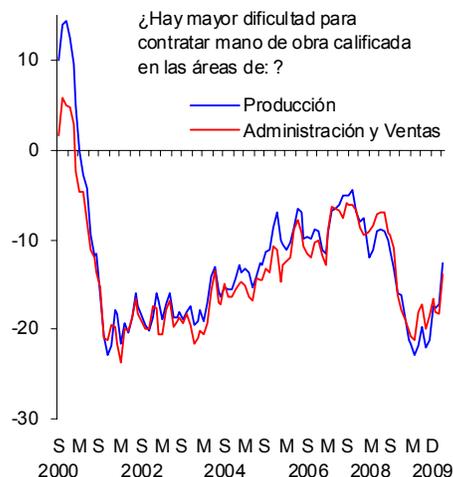
**Indicadores del Mercado Laboral**

a) Tasa de Desocupación y Subocupación  
Variaciones anuales en por ciento; datos  
desestacionalizados



Fuente: INEGI.

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



Fuente: Banco de México.

### 3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento

La mejoría en las condiciones financieras internacionales, así como la reducción de cierta incertidumbre que se generó en torno a las necesidades y capacidad de financiamiento de la economía mexicana, contribuyeron a mejorar las condiciones de acceso al financiamiento externo y los mercados financieros internos durante la segunda mitad de 2009.

Destacan dos factores que ayudaron a reducir la incertidumbre sobre la situación financiera del país. Por un lado, como se mencionó en la Sección 3.2.1, fue claro que la economía contaría con recursos financieros suficientes para financiar su déficit en cuenta corriente, y así éste se redujo considerablemente como reflejo del ajuste en el gasto interno. Por otra parte, el paquete fiscal aprobado para 2010 implica un déficit de sólo 0.75 por ciento del PIB, lo cual está muy lejos de representar una necesidad de financiamiento sustancial, como es el caso de otros países del G-20. En este contexto prevalecieron condiciones más ordenadas en el mercado cambiario, a pesar de un breve periodo de mayor volatilidad a medida que el mercado descontaba los cambios en la calificación de la deuda mexicana por parte de algunas calificadoras. Como reflejo de lo anterior, la Comisión de Cambios dispuso suspender el mecanismo de venta diaria de dólares en el mercado cambiario sin precio mínimo, a partir del 1 de octubre. A partir de esta fecha, únicamente opera el mecanismo de subasta con precio mínimo.<sup>19</sup> En el cuarto trimestre de 2009 se redujo de forma significativa la venta de dólares al mercado por parte del Banco de México (511 millones de dólares contra un promedio trimestral de 5,245 millones de dólares en los tres primeros

<sup>19</sup> En éste último mecanismo, se subastan 250 millones de dólares a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior. Adicionalmente, la Comisión de Cambios mantiene la posibilidad de realizar ventas extraordinarias de divisas en caso de que las circunstancias del mercado así lo requieran. Véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de septiembre de 2009.

trimestres de 2009).<sup>20</sup> Por otra parte, el patrón temporal de acumulación de las reservas internacionales se concentró hacia finales del año, con los flujos de divisas asociados a los ingresos provenientes del ejercicio de la cobertura sobre los ingresos petroleros del Gobierno Federal (5,085 millones de dólares) y al financiamiento recibido por el sector público de Organismos Financieros Internacionales (OFIS). De esta forma, en 2009 se observó una acumulación de reserva internacional de 5,397 millones de dólares.<sup>21</sup>

En la segunda mitad de 2009, las condiciones de ahorro y financiamiento de la economía se vieron influidas por factores que actuaron en dirección opuesta. Por un lado, en lo referente a la actividad económica, la debilidad que aún presentan la masa salarial y el empleo tuvieron un efecto negativo sobre las fuentes de ahorro interno, además de que la contracción que continúa presentando la inversión privada es un factor que reduce la demanda de crédito por parte de las empresas. Por otro lado, el entorno de mayor estabilidad financiera y apetito por riesgo han mejorado las condiciones de liquidez y disponibilidad de financiamiento en los mercados internacionales y nacionales de deuda. Estos efectos se han reflejado en una mayor disponibilidad de financiamiento para las empresas que pueden emitir deuda, aunque en términos netos se observa una contracción del financiamiento al sector privado no financiero.

La información de fuentes y usos de financiamiento total de la economía, disponible al tercer trimestre de 2009, muestra una marcada reducción en la disponibilidad de recursos financieros como porcentaje del PIB. Esto se reflejó tanto en las fuentes internas como en el endeudamiento externo. Adicionalmente, se observaron cambios en el uso de estos recursos disponibles. El sector público incrementó la utilización de financiamiento como consecuencia de la caída en los ingresos públicos, petroleros y tributarios, así como por la instrumentación de los programas gubernamentales de estímulo para contrarrestar los efectos de la crisis económica. Por el contrario, se observó una reducción en el financiamiento recibido por el sector privado no financiero. A este menor financiamiento pudieron haber contribuido: i) una menor demanda de recursos, dada la holgura que presenta la economía; ii) condiciones de otorgamiento de crédito más restrictivas que en años anteriores; y, iii) una menor disponibilidad de recursos financieros (Cuadro 6).

No obstante, la información disponible al cuarto trimestre indicaría un incremento en las fuentes de financiamiento provenientes del exterior, tanto para el sector público como el correspondiente a la emisión de valores en el exterior del sector privado.

<sup>20</sup> Las subastas de dólares del cuarto trimestre ascendieron a 511 millones de dólares. No obstante, en la variación en la reserva bruta se registran ventas por 611 millones de dólares. Esta diferencia se explica en la nota 3 del Cuadro 7, página 36.

<sup>21</sup> En la última actualización de las proyecciones de la Comisión de Cambios de la cuenta corriente, se estimaba una acumulación de reservas internacionales en 2009 de 1,627 millones de dólares (véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de septiembre de 2009).

**Cuadro 6**  
**Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía**  
**Porcentaje del PIB**

	Flujos Anuales a Septiembre de:				Saldo	
	2006	2007	2008	2009	Sep-09	Estructura %
<b>Total de fuentes</b>	<b>5.4</b>	<b>4.7</b>	<b>5.3</b>	<b>3.7</b>	<b>76.5</b>	<b>100.0</b>
Fuentes Internas <sup>1/</sup>	5.5	5.6	5.5	4.2	58.5	76.4
Financiamiento Externo <sup>2/</sup>	-0.2	-0.8	-0.1	-0.6	18.0	23.6
<b>Total de usos</b>	<b>5.4</b>	<b>4.7</b>	<b>5.3</b>	<b>3.7</b>	<b>76.5</b>	<b>100.0</b>
Sector Público <sup>3/</sup>	0.3	1.2	1.4	3.8	39.5	51.6
Estados y Municipios	0.0	0.0	0.2	0.5	1.8	2.4
Sector Privado	3.4	4.5	3.0	-0.7	31.0	40.6
Hogares	2.3	1.6	1.2	-0.2	12.9	16.9
Consumo	1.3	0.9	0.3	-0.8	3.9	5.2
Vivienda <sup>4/</sup>	1.0	0.7	0.9	0.5	9.0	11.7
Empresas	1.1	2.9	1.8	-0.5	18.1	23.7
Reserva Internacional <sup>5/</sup>	0.5	0.6	0.9	-0.9	8.8	11.5
Otros Conceptos <sup>6/</sup>	1.2	-1.4	-0.3	0.9	-4.6	-6.0

Fuente: Banco de México.

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

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

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

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

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

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

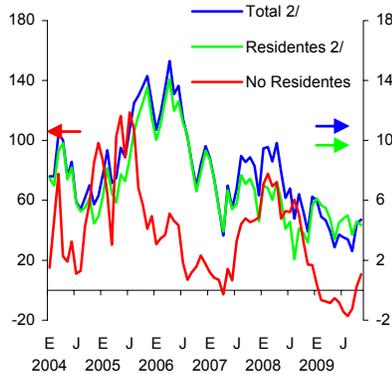
6/Un flujo positivo (negativo) de este concepto constituye un uso (fuente) de recursos financieros.

Como se comentó en la Sección 3.1.4, en términos generales, la menor aversión al riesgo, las mejores perspectivas para la economía y la búsqueda de rendimientos por parte de los inversionistas, aprovechando financiamiento a bajo costo en las economías avanzadas para realizar inversiones en los países emergentes, han incrementado los flujos de inversión de cartera a estas últimas economías y han implicado una mejoría en las condiciones de los mercados financieros locales y una recuperación del precio de los activos financieros. Reflejo de lo anterior, en meses recientes el crecimiento del ahorro financiero en nuestro país, definido como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público, se ha sustentado en el flujo de inversión de no residentes y un crecimiento del ahorro forzoso. Respecto a este último tipo de fuente de financiamiento, su crecimiento se debe, principalmente, a la recuperación en el precio de los activos financieros en los fondos para el retiro, particularmente de los valores gubernamentales de mediano y largo plazo.<sup>22</sup> Por el contrario, el ahorro voluntario de residentes continúa presentando una tendencia a la desaceleración en su crecimiento, afectado por la situación deprimida del empleo y de la masa salarial (Gráfica 21).

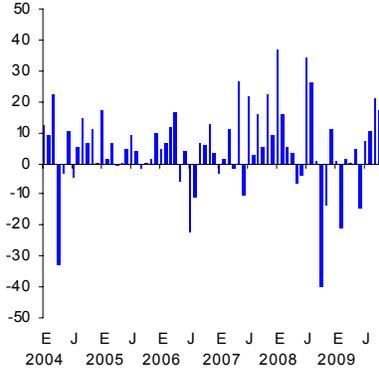
<sup>22</sup> La plusvalía (minusvalía) de los activos internos de renta fija en poder de las Siefores (la plusvalía de la cartera total excluyendo renta variable, notas estructuradas, UMS y valores externos) al mes de noviembre 2009 fue de 39.7 miles de millones de pesos, mientras que en noviembre de 2008 se estimó una minusvalía de 10.9 miles de millones de pesos. El saldo de la cartera de las Siefores invertido en instrumentos del M4 a noviembre de 2009 fue de 907.9 miles de millones de pesos, lo que representó 12.9 por ciento de este agregado.

### Gráfica 21 Ahorro Financiero

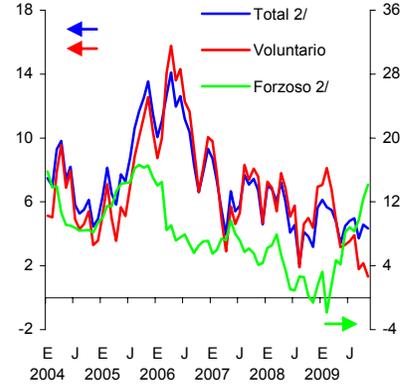
a) Ahorro Financiero Interno<sup>1/</sup>  
Variación real anual en por ciento



b) Ahorro Financiero Interno de No Residentes  
Flujos mensuales en miles de millones de pesos



c) Ahorro Financiero Interno de Residentes  
Variación real anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

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

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

Por otra parte, la mejoría en los mercados financieros ha incrementado la posibilidad de financiamiento a través de instrumentos emitidos tanto en los mercados internacionales, como en el mercado interno de deuda privada. Ello ha significado que se relajen las restricciones crediticias para las empresas con acceso a estos mercados. No obstante, y en línea con lo que ocurre en otros países, el crédito bancario al sector privado continúa contrayéndose, limitándose la disponibilidad de financiamiento de los hogares y empresas más pequeñas.

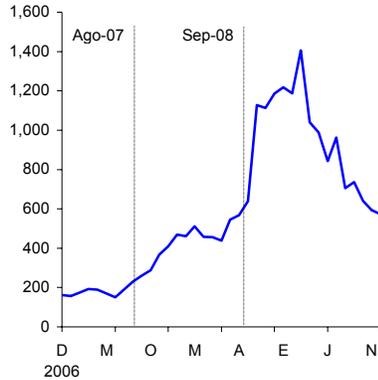
Las posibilidades de financiamiento de las empresas a través de la emisión en los mercados internacionales han mejorado. Por un lado, los indicadores del costo del financiamiento a través de la emisión de valores han mantenido una tendencia decreciente desde el segundo trimestre de 2009, para alcanzar al cierre del año niveles similares a los registrados antes de la bancarrota de Lehman Brothers (Gráfica 22a). Por el otro, en los dos últimos trimestres del año, el acceso de las empresas privadas no financieras mexicanas al financiamiento en estos mercados ha mejorado al juzgar tanto por el número de emisiones como por el monto de las colocaciones de deuda (Gráfica 22b y c).<sup>23</sup>

<sup>23</sup> En términos del cambio en el endeudamiento neto de las empresas en este mercado, mientras que entre septiembre de 2008 y junio de 2009 el saldo de éste se redujo 2,470 millones de dólares, entre junio y noviembre se incrementó 2,160 millones de dólares. Con información preliminar de las emisiones realizadas en diciembre de 2009, en el segundo semestre del año 15 empresas realizaron nuevas colocaciones en los mercados financieros internacionales por un total de 4,461 millones de dólares, mientras que en los seis trimestres anteriores sólo seis empresas emitieron valores en el exterior por un total de 1,210 millones de dólares.

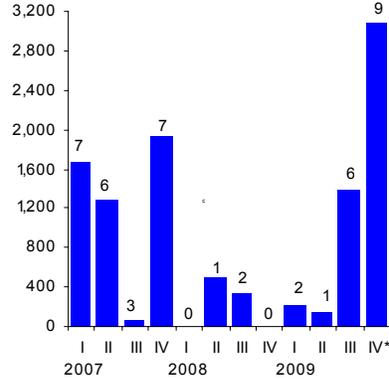
**Gráfica 22**

**Valores Emitidos en el Exterior de Empresas Privadas No Financieras Mexicanas**

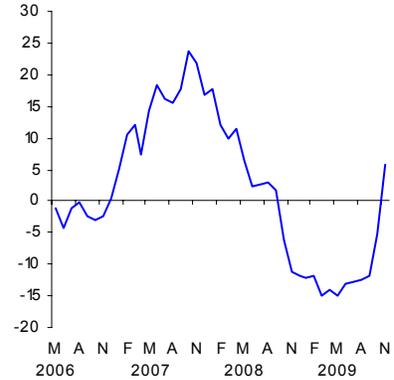
a) Diferencial de Tasas de Interés <sup>1/</sup>  
Puntos base



b) Emisiones en el Periodo <sup>2/</sup>  
Montos en millones de dólares y número de empresas que emitieron



c) Saldo del Financiamiento en Dólares <sup>3/</sup>  
Variación anual en por ciento

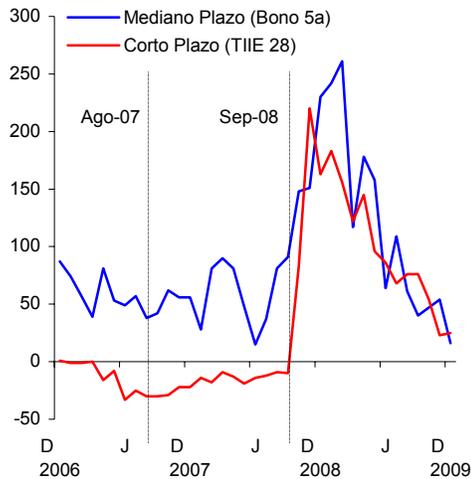


1/ Diferencial de las tasas de interés promedio de las emisiones mayores o iguales a 300 millones de dólares con respecto a la tasa libre de riesgo de los bonos del Tesoro de EEUU a 5 años. Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.  
 2/ El número sobre las barras se refiere al número de empresas que colocaron valores en el trimestre. Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.  
 3/ Fuente: Banco de México.  
 \*/ Cifras preliminares de diciembre de 2009.

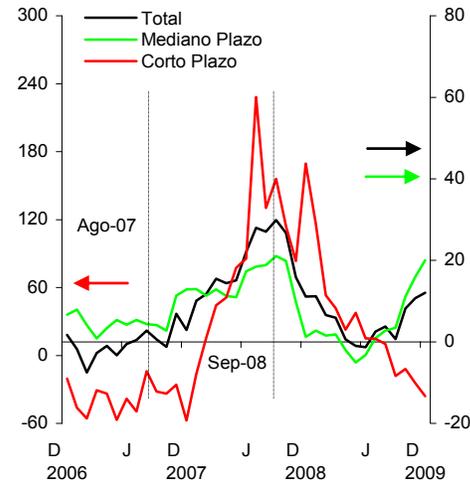
Con el agravamiento de la crisis financiera internacional a partir de octubre de 2008 se había observado un importante deterioro en las condiciones de financiamiento para las empresas privadas no financieras en el mercado de deuda interna. No obstante, en meses recientes el restablecimiento de condiciones de financiamiento más ordenadas y de una mayor liquidez ha permitido un menor costo y mayor disponibilidad. Los diferenciales del costo de financiamiento de las empresas privadas no financieras en el mercado interno de deuda, tanto de emisiones de corto como de mediano plazo, respecto de sus referencias libres de riesgo (TIIE-28 para corto plazo y bono gubernamental a 5 años para mediano plazo) se han reducido significativamente y se encuentran en niveles cercanos a los que prevalecían antes de la quiebra de Lehman Brothers (Gráfica 23a). Después de una significativa reducción en la posibilidad de emitir deuda de mediano plazo entre el último trimestre de 2008 y los primeros 5 meses de 2009, el restablecimiento de condiciones de mayor certidumbre ha permitido a las empresas la posibilidad de financiarse a un mayor plazo. Así, a partir de junio de 2009, los montos de las nuevas colocaciones de mediano plazo han sido elevados. Asimismo, en cuanto al financiamiento de corto plazo, se ha reducido de forma importante la proporción de las emisiones de deuda de las empresas privadas no financieras que ha utilizado garantías de la banca de desarrollo. De este modo, mientras que en el cuarto trimestre de 2008 esta proporción ascendió en promedio a 12.4 por ciento, en el mismo periodo de 2009 sólo representó 0.8 por ciento. En estas condiciones, el crecimiento real anual del financiamiento total a través del mercado de deuda privada fue de 12 por ciento y el del mercado de mediano plazo fue de 20 por ciento (Gráfica 23b).

**Gráfica 23**
**Emisión Interna de Valores de Empresas Privadas No Financieras**

a) Diferencial de Tasas de Valores de Empresas Privadas No Financieras en el Mercado Interno<sup>1/</sup>  
Puntos base



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



Fuente: Banco de México.

1/ Diferencial con respecto a la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio a 28 días (TIIE 28 días) y el Bono del Gobierno Federal a 5 años.

El crédito vigente de la banca comercial al sector privado no financiero mostró una contracción real anual de 6.8 por ciento en promedio en el periodo octubre-noviembre de 2009. Lo anterior se dio a pesar de la mejoría en las condiciones prevaletientes en los mercados financieros y a que durante el periodo de crisis financiera internacional el sistema bancario mexicano se ha mantenido bien capitalizado y sin problemas importantes de fondeo. En efecto, en dicho bimestre destaca que, por primera vez desde mayo de 2004, se presenta una contracción en términos reales anuales del crédito vigente de la banca comercial a las empresas (-3.2 por ciento promedio). Por su parte, continúa la acentuada contracción del crédito al consumo (-20.7 por ciento promedio) y la desaceleración del crédito a los hogares para la adquisición de vivienda una vez que se elimina el efecto del traspaso de los Fideicomisos UDIS al balance de la banca comercial (Gráfica 24a).<sup>24</sup> Si bien el índice de morosidad (IMOR) mejoró en el margen en la segunda mitad del año, ello se debe, en gran parte, a las decisiones de castigo de cartera de los bancos, en particular en la cartera de crédito al consumo (Gráfica 24b). No obstante, al considerar los castigos que han realizado los bancos, el índice de morosidad ajustado (IMORA) muestra que en meses recientes se ha frenado el ritmo de crecimiento de la morosidad del crédito al sector privado. A pesar de ello, el IMORA se mantiene en niveles elevados, especialmente el correspondiente al crédito al consumo (23.9 por ciento Gráfica 24c).<sup>25</sup>

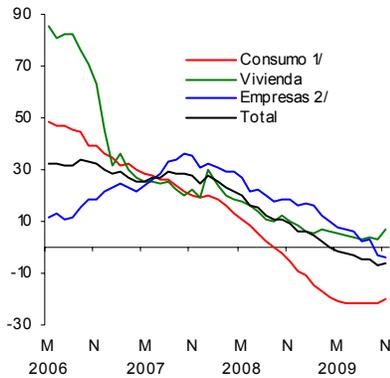
<sup>24</sup> En octubre-noviembre de 2009 la cartera de la banca comercial para la adquisición de vivienda registró un crecimiento promedio de 5.1 por ciento. No obstante, parte de este crecimiento es resultado del traspaso en noviembre por parte de una institución bancaria de la cartera del Fideicomiso UDIS a su balance. Al excluir el efecto de este traspaso, el crecimiento real anual del crédito vigente a la vivienda es de 2.5 por ciento en promedio para el periodo octubre-noviembre de 2009.

<sup>25</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

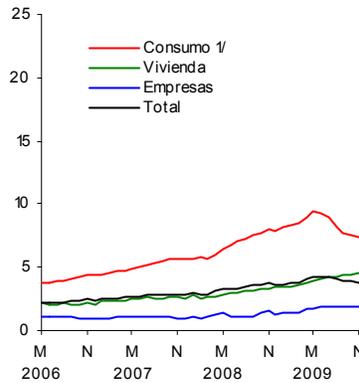
**Gráfica 24**

**Crédito de la Banca Comercial al Sector Privado No Financiero**

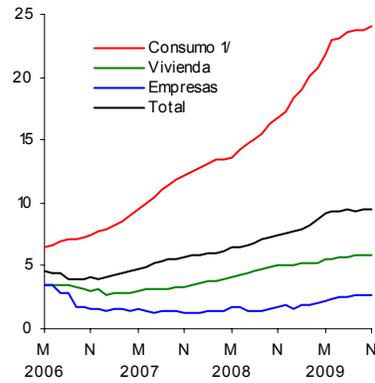
a) Crédito Vigente al Sector Privado No Financiero  
Variación real anual



b) Índices de Morosidad del Sector Privado No Financiero <sup>3/</sup>



c) Índices de Morosidad Ajustados del Sector Privado No Financiero <sup>4/</sup>



Fuente: Banco de México y CNBV.

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

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

3/ El índice de morosidad se define como el cociente de la cartera de crédito vencida entre la cartera de crédito total.

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

Si bien es difícil determinar en que proporción la contracción del crédito vigente de la banca comercial al sector privado es resultado de factores de oferta o de demanda, a continuación se comentan algunos elementos que podrían estar contribuyendo a ello:

- i) El restablecimiento del financiamiento en los mercados de deuda internos y externos ha reducido la demanda de crédito bancario de algunas empresas grandes. Adicionalmente, la incertidumbre que prevalece acerca del ritmo de recuperación de la actividad económica y la debilidad de la inversión influyen en una menor demanda de financiamiento de las empresas. Por su parte, la demanda de crédito de los hogares podría haberse visto afectada por la deteriorada confianza de los consumidores y la debilidad de la masa salarial y el empleo.
- ii) Por el lado de la oferta de crédito bancario la acentuada contracción que se registró en la actividad económica y la incertidumbre que aún prevalece sobre el ritmo de recuperación han afectado, en general, las hojas de balance de las empresas e incrementado el riesgo de crédito. En lo que respecta al crédito a los hogares, en particular al consumo, los elevados niveles de morosidad, junto con la implementación de una nueva regulación que exige mayores requerimientos de reservas preventivas contra riesgos crediticios, han reducido el margen financiero de esta cartera, haciéndolo menos atractivo para las instituciones

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).

bancarias. Estos factores pueden estar contribuyendo a que los bancos estén optando por modificar la composición de sus activos, reflejado en una mayor tenencia de valores y un menor otorgamiento de crédito.

La evolución de las variables del sistema financiero que se analizan en esta sección puede tener diversas repercusiones sobre la actividad económica y la inflación. Las condiciones más ordenadas que han prevalecido en los mercados financieros y la previsión de que continuarán los flujos de financiamiento externo para la economía, permiten esperar que una menor volatilidad del tipo de cambio contribuya a mejorar las perspectivas de la inflación.

Por su parte, en lo que respecta al financiamiento al sector privado, éste continúa con una marcada debilidad como consecuencia de la contracción que ha experimentado el crédito de la banca comercial al consumo y a las empresas. Ello a pesar de que en meses recientes se ha destrabado el financiamiento que reciben las empresas a través de los mercados de deuda internos y externos.<sup>26</sup> Así, en la etapa actual del ciclo se está lejos de una situación donde el crédito pudiera estar propiciando una expansión del gasto que, a su vez, condujera a presiones generalizadas sobre la inflación.

Adicionalmente, al juzgar de las demás subsecciones de este apartado, tanto el desempeño de la economía mundial y nacional, como el de la inflación externa y el precio de las mercancías, constituyen un entorno que permite avizorar, por estas causas, ausencia de presiones inflacionarias significativas hacia adelante.

---

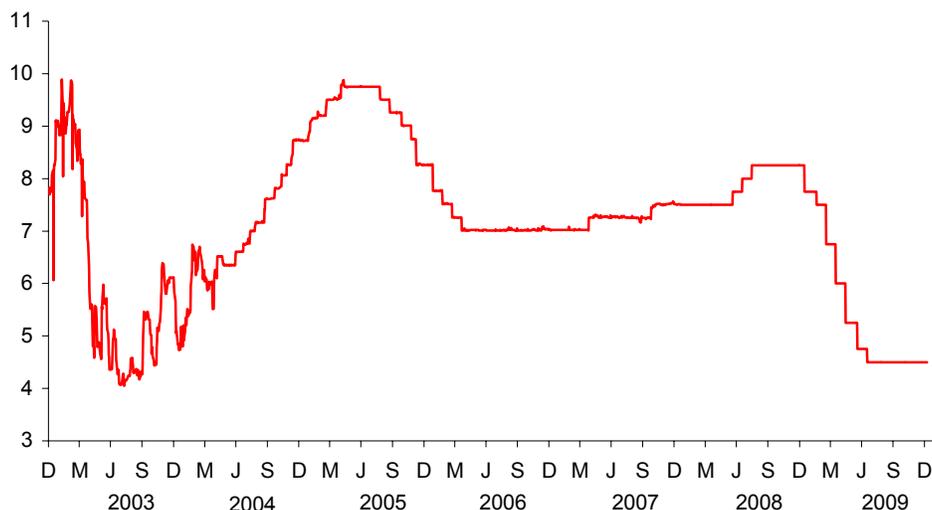
<sup>26</sup> El crecimiento del ahorro financiero de los residentes se mantuvo como resultado de la recuperación en los precios de los activos financieros de los fondos de retiro, por lo que no implicó un flujo efectivo para financiar un mayor gasto.

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

El Banco de México abastece diariamente al mercado de la liquidez que éste necesita, para lo cual ajusta la oferta de dinero primario de forma tal que corresponda a su demanda. Así, las operaciones de mercado abierto se realizan para llevar a cero el saldo agregado de las cuentas corrientes de los bancos al final del día. Para ello, el Banco de México inyecta o retira la liquidez faltante o sobrante del sistema a través de estas operaciones.

El Instituto Central ha definido la Tasa de Interés Interbancaria a un día como objetivo operacional para guiar la instrumentación de la política monetaria.<sup>27</sup> En efecto, el Banco manda su señal de postura monetaria a través del precio al que abastece de liquidez al mercado. En este contexto, durante el cuarto trimestre de 2009 y en el mes de enero de 2010 la Junta de Gobierno del Banco de México no modificó el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, manteniéndola en 4.5 por ciento, nivel en el que se encuentra vigente desde el 17 de julio de 2009 (Gráfica 25).

**Gráfica 25**  
**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.

Durante el último trimestre de 2009 el crecimiento anual de la base monetaria continuó mostrando una tendencia a la baja (9.4 por ciento al cierre del año), como resultado del desvanecimiento de factores temporales que habían incrementado la demanda por billetes y monedas en trimestres anteriores.<sup>28</sup> Por su parte los activos internacionales netos registraron una disminución durante el primer semestre y un incremento en la segunda parte del año. Ello implicó que los

<sup>27</sup> Ver el Anexo 3 del Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre de 2007.

<sup>28</sup> Entre estos factores destacan, el efecto del Impuesto a los Depósitos en Efectivo (IDE) sobre la composición de cartera entre efectivo y depósitos bancarios y el mayor uso de efectivo que suele ocurrir en los años de elecciones federales.

flujos del crédito interno neto fueran muy elevados en el primer semestre y que se revirtieran en el segundo, para terminar con un flujo anual de 12,044 millones de pesos (Cuadro 7).

**Cuadro 7**  
**Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto**  
Millones

	Saldos		Variación	Flujos en 2009				Acumulados al 31 Dic. 2009
	Al 31 Dic. 2008	Al 31 Dic. 2009	% anual	Trimestre				
			Al 31 Dic. 2009	I	II	III	IV	
(A) Base Monetaria (Pesos)	577,543	632,032	9.4	-43,723	-2,189	-6,844	107,246	54,490
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) <sup>1/ 2/</sup>	1,317,292	1,304,892	-0.9	-138,775	-57,350	83,857	154,713	42,445
Activos Internacionales Netos (Dólares) <sup>2/</sup>	95,232	99,870	4.9	-9,564	-4,158	6,318	12,042	4,638
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] <sup>1/</sup>	-739,750	-672,860	-9.0	95,052	55,160	-90,701	-47,467	12,044
(D) Reserva Bruta (Dólares)	95,302	99,893	4.8	-9,665	-4,160	6,330	12,086	4,591
Variación Atribuída a:								
Pemex				2,716	2,092	4,739	1,982	11,529
Gobierno Federal				-4,714	-429	773	10,137	5,768
Venta de Dólares a la Banca <sup>3/</sup>				-5,715	-5,920	-4,000	-611	-16,246
Otros <sup>4/</sup>				-1,952	97	4,818	579	3,541
(E) Pasivos a Menos de Seis Meses (Dólares)	9,861	9,055	-8.2	-3,080	515	4,389	-2,629	-805
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] <sup>5/</sup>	85,441	90,838	6.3	-6,585	-4,675	1,941	14,716	5,397

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

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

3/ Corresponde a las ventas de dólares realizadas conforme a: i) las subastas diarias a un tipo de cambio mínimo dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior ii) las subastas diarias sin precio mínimo; y iii) las ventas extraordinarias de dólares al mercado cambiario. No considera la venta de divisas pendientes de liquidación, que usualmente se realiza el segundo día hábil bancario siguiente a la subasta. Por ello, hay una discrepancia entre la variación de la reserva bruta y las subastas realizadas, las cuales fueron de 5,915 millones de dólares en el primer trimestre, 5,820 millones de dólares en el segundo trimestre, 4,000 millones de dólares en el tercer trimestre y 511 millones de dólares en el cuarto trimestre.

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

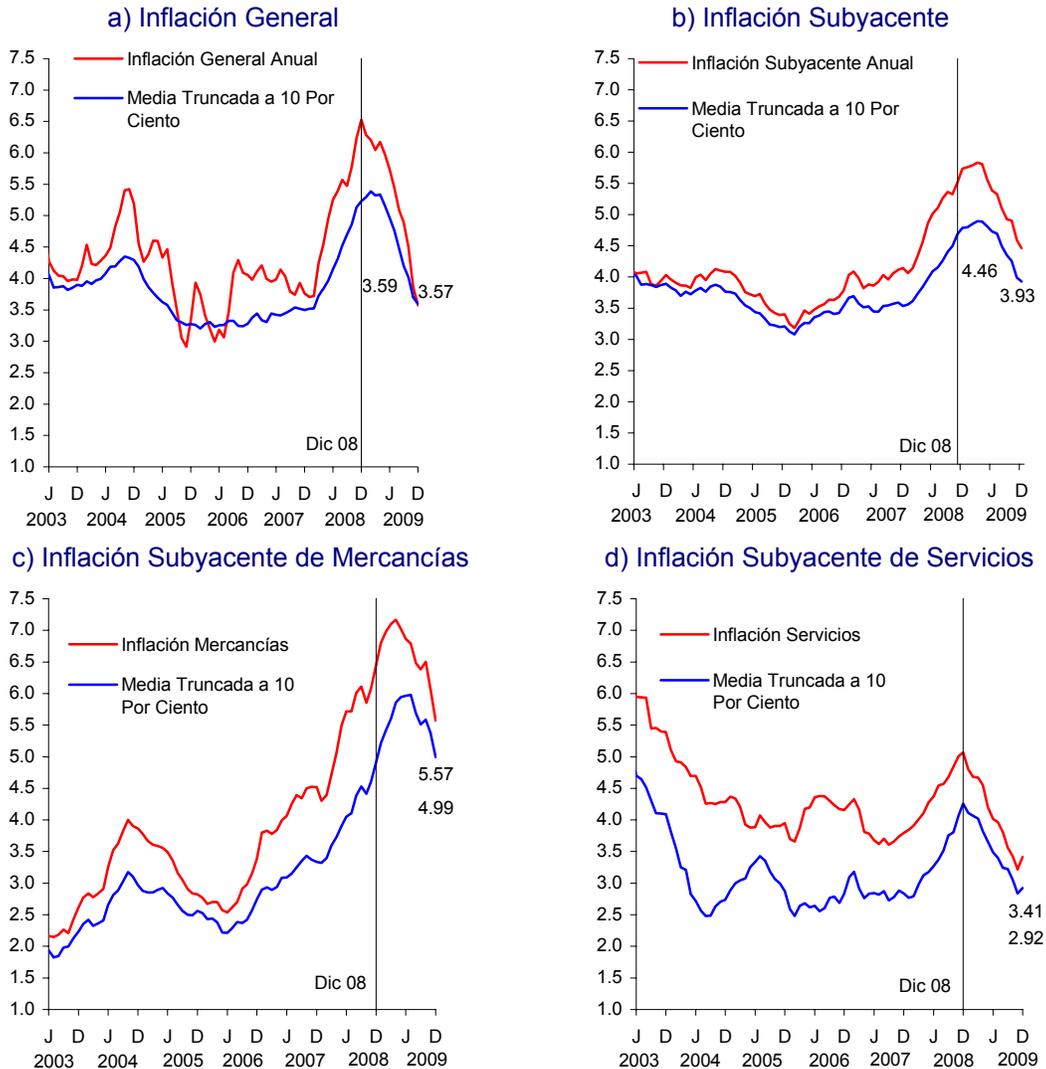
5/ Según se define en la Ley del Banco de México.

La conducción de la política monetaria permitió que durante el último trimestre de 2009 la inflación general continuara descendiendo. En efecto, en el citado trimestre la inflación acentuó la tendencia a la baja que había mostrado en los primeros tres trimestres, acumulando en el año una disminución de 2.96 puntos porcentuales para ubicarse en diciembre en 3.57 por ciento. Esta mejoría fue congruente con las proyecciones dadas a conocer por el Banco de México en los Informes correspondientes a los tres primeros trimestres de 2009, incluyendo el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009. Como se señaló en la sección 2.1 de este Informe, dicha disminución obedeció, entre otros factores, a la holgura en la actividad económica, a la mayor estabilidad cambiaria observada a partir del tercer trimestre de 2009, y a la política de precios y tarifas del sector público de congelar los precios de diversos energéticos.

La disminución en la inflación fue generalizada. En el caso de la inflación general, el indicador de media truncada continuó su tendencia descendente en el cuarto trimestre, al disminuir de 4.20 por ciento en septiembre a 3.59 por ciento en diciembre (Gráfica 26a). Respecto al subíndice subyacente, el indicador de media truncada disminuyó en el mismo lapso de 4.35 a 3.93 por ciento (Gráfica 26b). Esto fue resultado de que por un lado, el indicador correspondiente al subíndice subyacente de mercancías, se redujo de 5.38 a 4.99 por ciento en igual periodo (Gráfica 26c). Por otro lado, el indicador del subíndice subyacente de servicios disminuyó de 3.23 en septiembre a 2.84 por ciento en

noviembre, aunque tuvo un ligero incremento a 2.92 por ciento en diciembre (Gráfica 26d).<sup>29</sup>

**Gráfica 26**  
**Inflación Anual e Indicadores de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento<sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



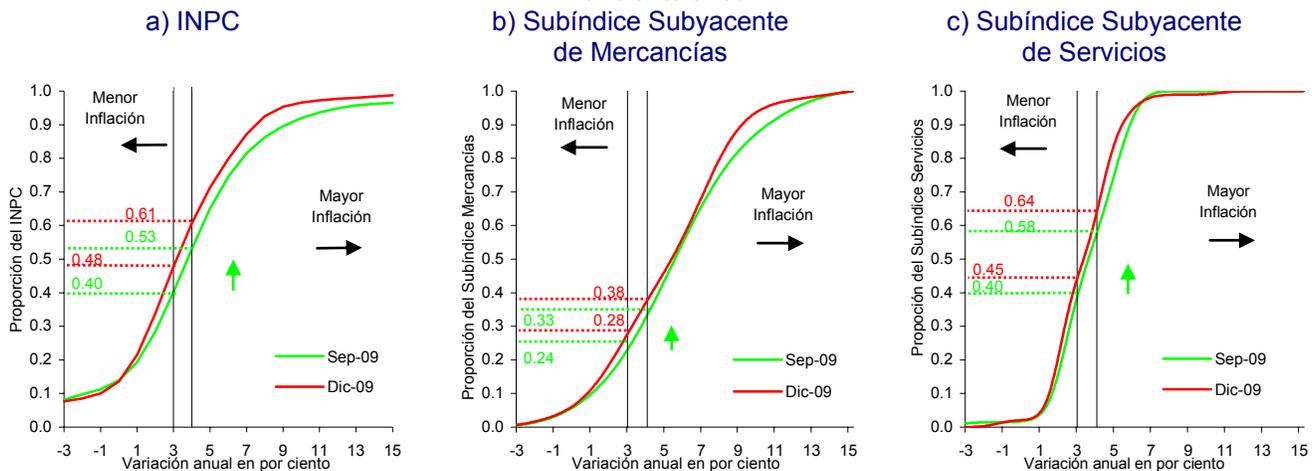
1/ La media truncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se ordenan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

Por su parte, al analizar la distribución acumulada de las variaciones anuales en el precio de cada uno de los genéricos que conforman el INPC y los

<sup>29</sup> Entre los genéricos que contribuyeron a que el indicador de media truncada de la inflación subyacente de servicios presentase un ligero incremento de noviembre a diciembre de 2009 se encuentran: restaurantes, espectáculos deportivos, y cantinas; que si bien en diciembre presentaron aumentos mayores a los que habían venido registrando en los meses anteriores, éstos no fueron lo suficientemente grandes como para ubicarse en la cola derecha de la distribución (genéricos con incrementos mayores en sus precios).

subíndices subyacentes de mercancías y de servicios se obtienen resultados similares: durante el cuarto trimestre, la proporción de la canasta del INPC que presentó variaciones anuales en su precio iguales o menores a 3 por ciento aumentó de 40 a 48 por ciento entre septiembre y diciembre de 2009 (Gráfica 27a). Asimismo, la proporción de la canasta con cambios anuales en su precio iguales o menores a 4 por ciento se incrementó de 53 a 61 por ciento en el mismo periodo. Resultados parecidos se encuentran en los casos de los subíndices subyacente de mercancías (Gráfica 27b) y subyacente de servicios (Gráfica 27c).<sup>30</sup>

**Gráfica 27**  
**Proporción Acumulada del Índice de Precios de Acuerdo**  
**con las Variaciones Anuales en el Precio de sus Genéricos<sup>1/</sup>**  
 Por ciento anual



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

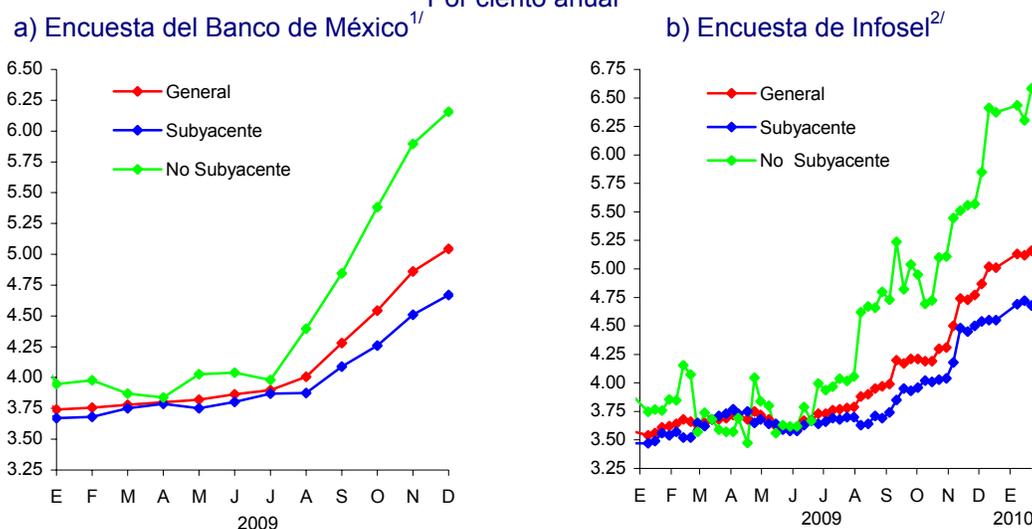
En suma, la evolución de diversos indicadores muestra que durante el último año la inflación presentó una clara tendencia generalizada a la baja.

Sin embargo, como se ha señalado, dicha tendencia se verá interrumpida en 2010 como resultado de los efectos sobre el INPC que se espera tengan los cambios en materia impositiva y en la política de precios y tarifas del sector público. Se prevé que gran parte de los aumentos resultantes de la inflación sean transitorios y que se reviertan en 2011. En particular, se espera que el impacto sobre el nivel de precios de las modificaciones tributarias sea de una sola vez. Asimismo, el cambio en las políticas de precios y tarifas del sector público implica una corrección de precios relativos, al tender a cerrar las brechas respecto de sus referencias internacionales (Recuadro 1). En la medida en que el ajuste en estos precios y tarifas refleje únicamente esta corrección en precios relativos se espera que su efecto sobre la inflación también sea temporal (Recuadro 2).

<sup>30</sup> En el caso del subíndice subyacente de mercancías, la proporción de la canasta con variaciones anuales en su precio menores o iguales a 3 por ciento aumentó de 24 a 28 por ciento entre septiembre y diciembre de 2009, mientras que la proporción con incrementos anuales en su precio iguales o menores a 4 por ciento aumentó de 33 a 38 por ciento en el mismo lapso. En el caso del subíndice subyacente de servicios, el porcentaje de la canasta con variaciones anuales en su precio menores o iguales a 3 por ciento aumentó de 40 a 45 por ciento en el trimestre, mientras que el correspondiente a variaciones menores o iguales a 4 por ciento lo hizo de 58 a 64 por ciento.

En virtud de los dos elementos anteriores, las expectativas de inflación para el cierre de 2010, recabadas por diversas encuestas entre analistas económicos del sector privado, mostraron un incremento en los últimos dos trimestres. En el caso de la encuesta levantada por el Banco de México, el consenso (media) de las expectativas de inflación general para 2010 aumentó de 3.90 por ciento en la encuesta de julio de 2009, a 5.04 por ciento en la de diciembre (Gráfica 28a). Por su parte, en la encuesta de Infosel el consenso aumentó de 3.79 por ciento el 31 de julio, a 5.16 por ciento el 22 de enero de 2010 (Gráfica 28b).

**Gráfica 28**  
**Expectativas de Inflación General Anual para el Cierre de 2010**  
 Por ciento anual



1/ Periodicidad mensual.

2/ Periodicidad semanal.

Como se recordará, durante la segunda mitad de 2009 tuvo lugar la discusión y aprobación de medidas de carácter fiscal orientadas al fortalecimiento de las finanzas públicas en México: el 5 de noviembre el H. Congreso de la Unión concluyó el proceso de aprobación de la Ley de Ingresos de la Federación (LIF-2010) y el 17 de noviembre el proceso correspondiente a la aprobación del Presupuesto de Egresos de la Federación (PEF-2010). En línea con esto, el aumento en las expectativas de inflación para el cierre de 2010 comenzó desde mediados del tercer trimestre del año pasado, siendo que el consenso de las expectativas correspondientes a la inflación no subyacente al cierre de 2010 aumentó de 4.06 por ciento el 31 de julio a 5.56 por ciento el 20 de noviembre (encuesta Infosel),<sup>31</sup> mientras que el referente a la inflación subyacente registró un aumento de 3.70 a 4.45 por ciento en el mismo periodo (Gráfica 28b).<sup>32</sup> Tal y como puede apreciarse, los aumentos en las expectativas de inflación para el cierre de 2010 en este periodo parecen haber respondido al efecto esperado de

<sup>31</sup> Resultados similares se encuentran en el caso de la encuesta del Banco de México, si bien con periodicidad mensual.

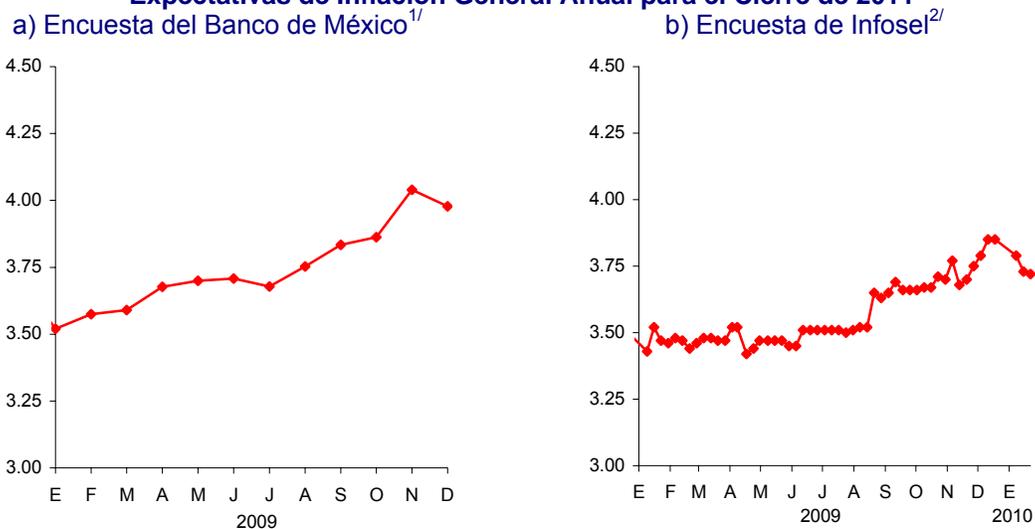
<sup>32</sup> Cabe señalar que en un principio el incremento en las expectativas de inflación subyacente fue más moderado al pasar de 3.70 por ciento el 31 de julio a 3.85 por ciento el 11 de septiembre. Sin embargo, en la medida en que los analistas económicos fueron incorporando el efecto de las modificaciones tributarias en sus expectativas de inflación, las correspondientes al subíndice subyacente aumentaron a 4.45 por ciento en la encuesta del 20 de noviembre.

las modificaciones tributarias sobre la inflación y a la previsión de cambios en las políticas de precios y tarifas del sector público.

Posteriormente, las expectativas de inflación de los analistas para el cierre de 2010 continuaron aumentando: el consenso de las correspondientes a la inflación no subyacente aumentó de 5.56 por ciento el 20 de noviembre a 6.58 por ciento el 22 de enero de 2010, mientras que el correspondiente a la inflación subyacente pasó de 4.45 a 4.68 por ciento en el mismo periodo. Este incremento adicional puede atribuirse, en gran medida, a ajustes en los pronósticos de la inflación de los analistas consecuencia de información más precisa sobre los aumentos esperados de los precios y tarifas del sector público.

Si bien las expectativas de inflación para 2010 se han revisado al alza en los últimos meses, la evolución reciente de las correspondientes a horizontes de mayor plazo sugiere que el aumento esperado en la inflación es percibido como temporal. En efecto, las expectativas de inflación para 2011 más recientes se ubican en niveles considerablemente más bajos que los esperados para el cierre de 2010, a pesar de que se mantienen por arriba de las previsiones del Instituto Central para el cierre de ese año (Gráfica 29).

**Gráfica 29**  
**Expectativas de Inflación General Anual para el Cierre de 2011**



1/ Periodicidad mensual.

2/ Periodicidad semanal.

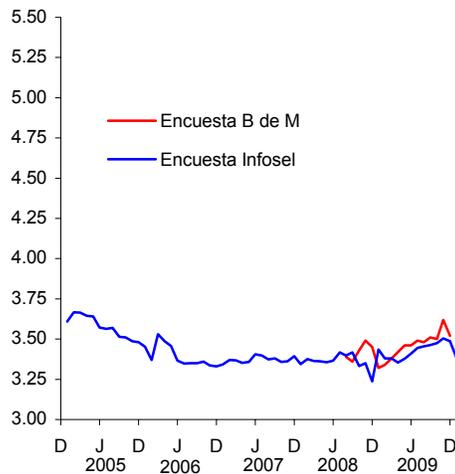
Finalmente, es importante señalar que las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo se han mantenido ancladas, si bien por encima del objetivo de inflación de 3 por ciento. El consenso de las expectativas de inflación promedio para un periodo de entre 5 y 8 años, tanto en el caso de la encuesta del Banco de México, como en el de la de Infosel, se ha ubicado entre 3.4 y 3.5 por ciento en los últimos meses (Gráfica 30a).<sup>33</sup>

<sup>33</sup> Otro indicador que sugiere que las expectativas de inflación de mediano plazo se encuentran bien ancladas se refiere a las expectativas de inflación promedio para el periodo 2011-2014. En la encuesta del Banco de México de diciembre de 2009, el consenso de las expectativas de inflación promedio para 2011-2014 se ubicó en 3.73 por ciento, mientras que en la encuesta de Infosel del 22 de enero el consenso para el mismo periodo se ubicó en 3.57 por ciento.

Un indicador que complementa la información anterior es la compensación por inflación y riesgo inflacionario (expectativas de inflación más una prima por riesgo) implícita en instrumentos de mercado. Dicho indicador se obtiene de la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados del mismo plazo (Udibonos). Después del incremento que se observó durante el tercer trimestre de 2009 este indicador se ha mantenido en niveles alrededor de 4.5 por ciento en los últimos meses, si bien con cierta volatilidad que es común en este tipo de indicadores (Gráfica 30b). Nuevamente, el 4.5 por ciento se refiere a la suma de la inflación esperada y la prima por riesgo inflacionario.

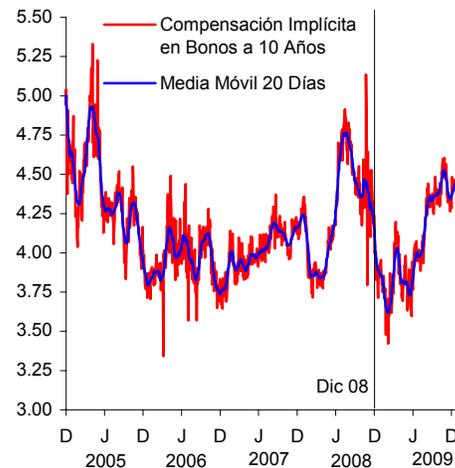
**Gráfica 30**  
**Expectativas de Inflación General Anual y Compensación**  
**por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo**  
 Por ciento anual

a) Expectativas de Inflación General Anual  
 Promedio para 5 y 8 años<sup>1/</sup>



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

b) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo<sup>2/</sup>

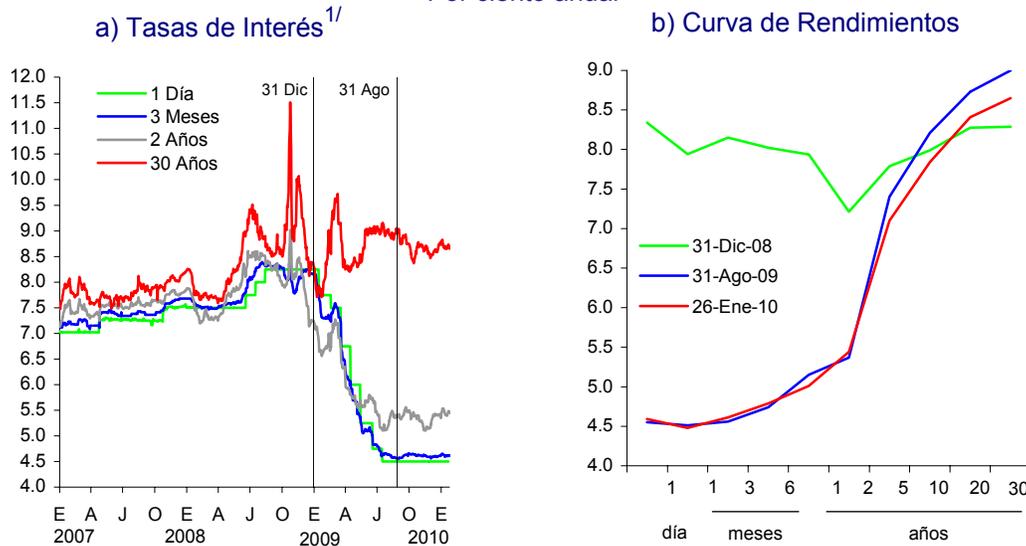


Fuente: Bloomberg.  
 2/ La compensación por inflación y riesgo inflacionario implícita en bonos a 10 años se calcula con base en los datos de tasas de interés nominal y real del mercado secundario.

La evolución de la curva de rendimientos ha sido congruente con la de los indicadores comentados, que sugieren que el aumento esperado en la inflación es percibido como temporal y que las expectativas de largo plazo se mantienen ancladas. Por una parte, y como se ha mencionado en Informes anteriores, a raíz de la disminución en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día durante los primeros siete meses de 2009, se observó una reducción importante en la parte corta de la curva de rendimientos (Gráfica 31b). Posteriormente, las tasas de interés de menor plazo no han presentado variaciones importantes. En particular, las correspondientes a 3 meses se han ubicado alrededor de 4.60 por ciento desde finales de agosto. Por otra, la evolución de la parte media y larga de la curva de rendimientos ha sido congruente con la percepción de que el repunte de la inflación será temporal. En particular, las tasas de interés a 2 años han fluctuado alrededor de 5.4 por ciento desde finales de agosto del año pasado, mientras que las tasas de mayor plazo incluso mostraron una disminución en este periodo, sugiriendo que las expectativas de largo plazo se mantienen ancladas: el rendimiento del bono

gubernamental a 30 años ha mostrado una disminución de niveles cercanos a 9 por ciento a finales de agosto del año pasado, a niveles de alrededor de 8.65 por ciento en los últimos días.<sup>34</sup>

**Gráfica 31**  
**Tasas de Interés en México**  
Por ciento anual



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

En resumen, las expectativas de inflación para horizontes de menor plazo se han visto afectadas fundamentalmente por el impacto previsto sobre el nivel de precios de las modificaciones tributarias aprobadas, así como por los cambios que se anticipan y se han anunciado en las políticas de precios y tarifas federales y locales. Sin embargo, se aprecia que actualmente los analistas consideran que estos impactos serán por lo general temporales, ya que no obstante que anticipan un repunte de la inflación durante 2010, también prevén que la inflación retome una tendencia a la baja en 2011. Por su parte, las expectativas de mediano y largo plazo provenientes de las encuestas entre los analistas económicos, de instrumentos financieros y las que se pueden inferir del comportamiento de la curva de rendimientos, indican que dichas expectativas se han mantenido ancladas, si bien se ubican por arriba de la meta de inflación.

La Junta de Gobierno del Banco de México ha señalado que vigilará la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo, así como otros indicadores que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. Esto con el fin de que, en su caso, el Instituto Central ajuste la política monetaria para alcanzar la meta de inflación del 3 por ciento hacia finales del próximo año.

<sup>34</sup> Como se señaló, el indicador de compensación por inflación y riesgo inflacionario se ha mantenido estable en los últimos meses. Por consiguiente, el rendimiento real de instrumentos de deuda de largo plazo indexados ha tenido, en términos generales, un comportamiento similar al rendimiento nominal de los instrumentos de mayor plazo considerados en la curva de rendimientos.

**Recuadro 1**

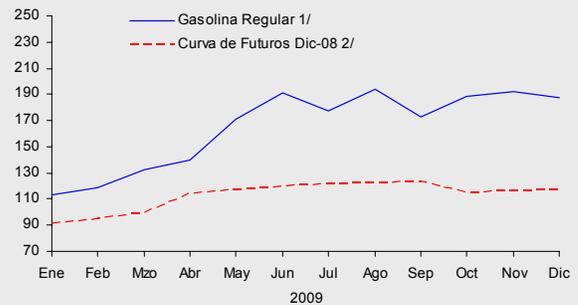
**Consideraciones sobre las Brechas entre los Precios Internos y Externos de las Gasolinas y del Gas Licuado**

En este recuadro se analiza la desalineación que existe entre los precios internos de los energéticos y sus contrapartes externas, así como las implicaciones de ello. Esta desalineación genera tres inconvenientes principales para el buen funcionamiento de la economía. Primero, las brechas entre precios internos y externos introducen distorsiones en los precios relativos y, por ende, en las decisiones óptimas de los agentes, lo cual lleva a una asignación ineficiente de los recursos en la economía. Ello redundará en un menor nivel y dinamismo de la actividad económica respecto de su potencial. Segundo, cuando los precios internos son inferiores a los precios internacionales se generan subsidios tanto explícitos como implícitos, los cuales pueden llegar a representar un elevado costo para las finanzas públicas. Tercero, los subsidios a los energéticos son regresivos, ya que benefician en mayor medida a la población ubicada en los deciles más altos de ingreso, por lo que tienen un bajo rendimiento social en comparación con alternativas cuyo diseño se focaliza en aliviar la pobreza.

Actualmente se registra una brecha considerable entre los precios internos de los energéticos y sus referencias internacionales. En el caso particular de las cotizaciones de la gasolina de bajo octanaje la brecha existente en la cuarta semana de enero de 2010 respecto del precio promedio de las cotizaciones de este carburante en California y Texas era de 21 por ciento. Por su parte, en la misma fecha el precio interno del gas licuado se ubicó 35 por ciento por debajo del nivel registrado por sus referencias internacionales (Gráficas 1a y 1b).

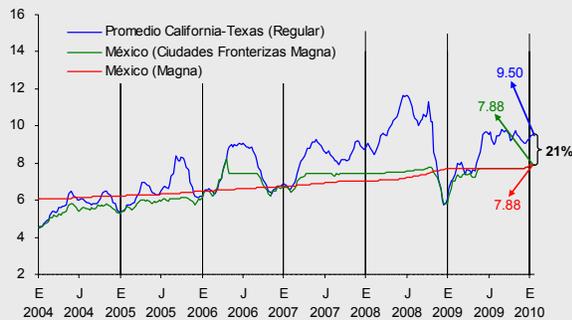
Es pertinente señalar que las diferencias referidas se generaron al congelarse en el interior de la república, durante la mayor parte de 2009, los precios de las gasolinas, y al disminuir los precios del gas licuado en todo el país para posteriormente congelarse. Ello en un contexto en el cual los incrementos en las cotizaciones internacionales de las materias primas energéticas resultaron mayores a los que anticipaban los mercados de futuros en diciembre de 2008, cuando se decidió la política de precios de estos productos (Gráficas 2a y 2b).

**Gráfica 2**  
**Precios Observados y a Futuro de Energéticos**  
Centavos de dólar por galón  
**a) Gasolina Regular**



1/ Reformulada RBOB de la Costa del Golfo.  
2/ Futuro Dic-08: precio promedio para los contratos a futuro de los últimos 10 días de diciembre de 2008.

**Gráfica 1**  
**Precios Internos y Externos: Energéticos Seleccionados**  
Pesos por litro  
**a) Gasolina**

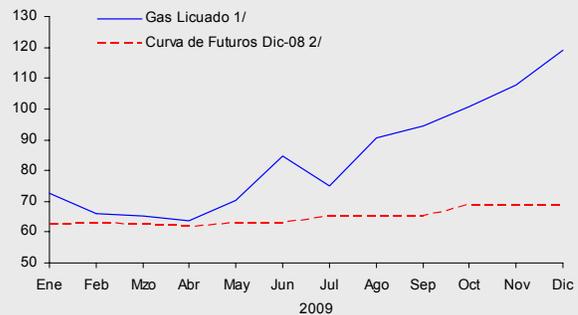


**b) Gas LP**



1/ Mont Belvieu.  
2/ Pemex, precio promedio de venta de primera mano.

**b) Gas Licuado**



1/ Mont Belvieu.  
2/ Futuro Dic-08: precio promedio para los contratos swap de los últimos 10 días de diciembre de 2008.  
Fuente: Energy Information Administration (EIA) y Bloomberg.

Profundizando en lo anterior, la desalineación entre los precios internos y externos de los energéticos tiene diferentes implicaciones, entre las que destacan las siguientes:

- 1. Distorsiones en las Decisiones Óptimas de Consumo e Inversión.** Cuando los precios domésticos difieren de los precios internacionales se produce una asignación ineficiente de los recursos y se crean distorsiones en los mercados, ya que los precios no reflejan el costo de oportunidad de los bienes y servicios y por lo tanto se presenta un consumo distinto al óptimo. Por otro lado, las empresas toman sus decisiones de inversión basadas en precios distintos a los de mercado, lo cual ocasiona distorsiones en la asignación de los recursos de la economía.

- 2. Finanzas Públicas.** En la medida en que los precios domésticos de los energéticos se ubiquen por debajo de sus referencias internacionales se generan subsidios explícitos e implícitos en estos productos, lo que provoca que el Gobierno Federal destine recursos y deje de percibir ingresos adicionales que se podrían destinar a actividades con un alto rendimiento social.

Los subsidios explícitos representan la diferencia entre los precios a los que se compra en los mercados internacionales y los precios a los que se vende en el mercado doméstico la fracción importada de los energéticos. En el caso particular de la gasolina, la participación de las importaciones en el consumo interno fue 42 por ciento durante 2009. Por su parte, los subsidios implícitos están relacionados con el costo de oportunidad de la producción nacional, ya que se dejan de percibir ingresos al venderse estos productos por debajo de sus referencias internacionales.

Los subsidios referidos producen una pérdida de eficiencia económica debido a que las ganancias de productores y consumidores derivadas de estos subsidios son en general menores al costo de oportunidad de los recursos que deja de percibir el gobierno.

- 3. Distribución del Ingreso.** En los periodos en los cuales los precios nacionales de los energéticos se ubican por debajo de sus referencias internacionales los subsidios son positivos. Los subsidios a los energéticos resultan regresivos, ya que benefician en mayor medida a las clases que destinan más gasto a estos rubros.

De acuerdo a los datos de la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares 2008 (ENIGH), el 33 por ciento del gasto en gasolina de bajo octanaje lo realiza el decil más alto de la población, mientras que el decil más bajo sólo realiza el 1 por ciento del gasto en este combustible. En el caso de la gasolina de alto octanaje estas diferencias son aún mayores, ya que el decil más alto realiza el 53 por ciento del gasto y el decil más bajo sólo el 0.5 por ciento. En lo que se refiere al gas licuado estas cifras son 18 y 4 por ciento, respectivamente, para el decil más alto y más bajo (Cuadro 1).

En el Cuadro 1 se presenta la distribución del gasto en gasolinas y gas licuado por decil de ingreso. Esta información muestra que los deciles más altos de la distribución del ingreso son los que más se benefician con esta política de subsidios a la gasolina y al gas licuado ya que, para entregar un peso de subsidio al decil más bajo de la población en el caso de la gasolina de bajo octanaje, es necesario otorgar un subsidio equivalente a 32 pesos al decil más alto. Si consideramos a la gasolina de alto octanaje por cada peso de subsidio para el decil más bajo se le otorgan 103 pesos al decil más alto, y en lo que al gas

licuado se refiere por cada peso que se le otorga al decil más bajo se le transfieren 5 pesos al decil más alto.

**Cuadro 1**  
**Distribución del Gasto en Energéticos Seleccionados por Decil de Ingreso**  
Cifras en por ciento

Decil	Gas	Gasolina de bajo octanaje	Gasolina de alto octanaje
	Doméstico LP		
I	3.67	1.05	0.52
II	5.81	2.07	0.67
III	7.54	3.11	1.27
IV	8.44	4.16	1.90
V	9.61	5.76	3.79
VI	10.17	7.17	3.89
VII	11.02	10.49	8.06
VIII	12.39	13.07	8.22
IX	13.66	19.77	18.28
X	17.69	33.34	53.39
<b>Total</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

Fuente: ENIGH 2008.

La política de bienes y servicios administrados del Gobierno Federal para 2010 contempla alzas en los precios de los energéticos que administra, como el precio de las gasolinas, el gas y la electricidad. Estos aumentos que se proyectan para 2010 contribuirán a reducir las brechas actuales que presentan los precios de los energéticos con sus correspondientes referencias externas. En particular, los aumentos graduales en los precios previstos para 2010 permitirán una reducción en los subsidios implícitos y una mayor alineación entre los precios internos y externos de estos productos, propiciando de esta forma una asignación más eficiente de los recursos del país.

En cuanto a su impacto en la inflación es conveniente señalar que la realineación entre los precios internos y externos incidirá en la inflación de forma transitoria. Una política que mantuviese artificialmente bajos los precios de los energéticos eventualmente requeriría de un ajuste abrupto en los precios con mayores repercusiones para la inflación.

Por lo anteriormente expuesto, resulta conveniente que las autoridades federales fijen los precios de los energéticos en línea con las referencias internacionales para evitar distorsiones en la asignación de los recursos. El costo de oportunidad es el concepto que debe utilizarse para garantizar un uso eficiente de los energéticos o de cualquier otro bien o servicio, ya que los subsidios que se otorgan interfiriendo con los precios de manera prolongada generalmente afectan la asignación óptima de recursos en la economía y no constituyen el mejor mecanismo para destinar recursos a los estratos de la población de bajos ingresos.

**Recuadro 2**  
**Aumentos de Precios de Una Sola Vez y su Efecto sobre la Inflación**

En la práctica, la inflación se mide a través del cambio en un índice de precios. Cuando éste tiene una periodicidad mensual, al cambio en el nivel de dicho índice respecto al observado el mes inmediato anterior se le llama inflación mensual. Por su parte, la inflación anual se calcula como el cambio en el índice de precios respecto a su nivel del mismo mes del año anterior. Estas variaciones suelen expresarse en términos porcentuales.

En México, la medida más común de inflación se computa con el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Este índice se calcula tomando en consideración los precios de un amplio conjunto de bienes y servicios que se ofrecen en la economía y que consume la población en general. A partir de dicho conjunto se forman grupos de bienes o de servicios similares entre sí, a los que se denominan genéricos. Los ponderadores utilizados para promediar los precios de los diferentes genéricos, recopilados periódicamente en localidades representativas del país, se definen con base en la Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH), que recaba el Instituto Nacional de Estadística y Geografía (INEGI).<sup>1</sup>

Un aumento de una sola vez en el precio de un bien o servicio (o de un grupo de éstos) da lugar a un cambio en el precio relativo de éste con respecto al resto de los bienes y servicios en la economía. Así, por ejemplo, si en un mes en específico un acontecimiento climatológico adverso impacta negativamente la producción de algún producto agropecuario, es de esperarse que la escasez resultante de éste de lugar a un incremento en su precio. Sin embargo, dado que las condiciones en los mercados del resto de los bienes y servicios de la economía no se ven impactadas por este acontecimiento, sus precios se mantienen sin cambio. En este caso, el precio del producto agropecuario en cuestión registra un aumento con relación al precio del resto de los bienes y servicios, es decir, un incremento en su precio relativo.

El efecto de un aumento en el precio relativo de un bien o servicio (o de un grupo de éstos) como el descrito se ilustra en la Gráfica 1. En primer lugar, el panel a) de esta figura presenta la evolución mensual del índice de precios. En este caso, el

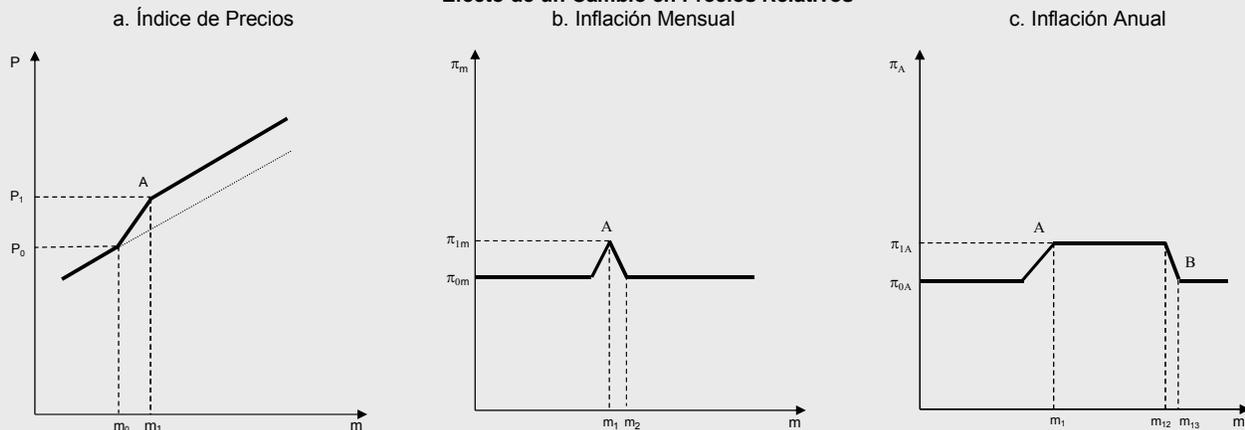
punto A ilustra un aumento en el precio relativo de un bien o servicio en un mes denominado  $m_1$ , el cual da lugar a que el índice de precios (P) registre un incremento de un nivel  $P_0$  inicial a un nivel  $P_1$ . Ello propicia un aumento de tipo "escalón" en el índice de precios que, en ausencia de nuevos choques, no vuelve a presentarse. Así, el efecto sobre este índice es de una sola vez y sucede en un solo periodo. Un caso similar se presentaría en respuesta a un cambio en los impuestos, dado que éstos afectan el precio del bien o servicio gravado de una sola vez.

Por su parte, el panel b) de la Gráfica 1 describe el efecto del cambio de una sola vez en el índice de precios sobre la inflación mensual ( $\pi_m$ ). El punto A de esta gráfica señala que, ante el incremento de una sola vez en el índice de precios, la inflación mensual muestra un incremento en el mes  $m_1$  que va de  $\pi_{0m}$  a  $\pi_{1m}$ . Sin embargo, el indicador de inflación mensual regresa a su nivel original ( $\pi_{0m}$ ) a partir del siguiente mes ( $m_2$ ) y se mantiene en dicho nivel en los periodos subsecuentes ( $m_3, m_4, etc.$ ).

El panel c) de la Gráfica 1 muestra el efecto del cambio de una sola vez en el índice de precios (P) sobre la inflación anual ( $\pi_A$ ). Como se puede observar, el aumento de tipo "escalón" en el índice de precios en el mes  $m_1$ , ilustrado en el punto A, afecta la evolución de la inflación anual durante los doce meses posteriores al impacto inicial (periodos  $m_1$  a  $m_{12}$  en el panel 1c). La inflación anual se incrementa de un nivel  $\pi_{0A}$  a un nivel  $\pi_{1A}$ , y posteriormente regresa al nivel  $\pi_{0A}$  en el mes  $m_{13}$  (punto B).

De esta manera, el cambio en precios relativos que resulta del aumento en el precio de un bien o servicio se ve reflejado en un aumento de una sola vez en el índice de precios, lo que afecta temporalmente a la inflación (un mes a la mensual y un año a la anual). En esta situación, si las personas y las empresas perciben correctamente que el cambio en precios relativos implica un ajuste de una sola vez en el índice de precios, no modifican sus expectativas de inflación mensual para los meses posteriores a  $m_1$  y modifican sus expectativas de inflación anual únicamente para los doce meses posteriores al cambio.

**Gráfica 1**  
**Efecto de un Cambio en Precios Relativos**



<sup>1</sup> Para mayor información acerca del cálculo del INPC ver: "El Índice Nacional de Precios al Consumidor: Características y Actualización de su Base al Año 2002," Junio 2002, Banco de México, en el sitio de internet del Banco de México ([www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)).

De esta forma, los aumentos de precios de una sola vez no implican, por sí mismos, un incremento generalizado de precios. En este contexto, las autoridades monetarias usualmente no contrarrestan dichos cambios temporales en la inflación. Dos razones fundamentan esta decisión. La primera, de carácter macroeconómico, es que la política monetaria afecta a los precios, a través de sus diferentes canales, con cierto rezago. Ello trae consigo la posibilidad de que el correctivo llegue una vez que ya no es necesario, es decir, cuando el efecto temporal del cambio en precios relativos se haya desvanecido. Para lograr afectar a la inflación antes de doce meses, la autoridad monetaria tendría que aumentar las tasas de interés de manera considerable para lograr contraer el gasto en la economía casi inmediatamente y de esta forma impactar a los precios con la rapidez suficiente, lo cual luce inconveniente. La segunda razón es de carácter microeconómico. Para contrarrestar el efecto aritmético sobre la inflación, el banco central tendría que disminuir la inflación de los precios de aquellos bienes y servicios cuyos precios relativos no aumentaron. Lo anterior es difícil de lograr e implicaría una importante variación en precios relativos. Dicha variación, al igual que la que ocurre cuando la inflación aumenta, provoca distorsiones e ineficiencia en la asignación de los recursos. Esto último ocurre, por ejemplo, si los productores confunden los movimientos en el nivel agregado de precios consecuencia de las acciones del banco central, con cambios en el precio relativo de sus productos. Más aún, para evitar ineficiencias, el banco central tendría que buscar que los precios relativos de los bienes y servicios no afectados directamente quedarán inalterados, lo que sería prácticamente imposible de conseguir.

Sin embargo, ante el incremento en precios relativos, pudiera suceder que algunas empresas siguieran aumentando los precios o que modificaran los precios de bienes y servicios distintos a los afectados inicialmente (efectos de segunda vuelta). En este caso, el incremento de una sola vez se podría convertir en un aumento sostenido y generalizado en los precios. Este tipo de efectos se ilustran en la Gráfica 2.

El panel a) de la Gráfica 2 ejemplifica la evolución en el índice de precios ( $P$ ) que ocurriría si se presentaran efectos de segunda vuelta. Al igual que en el caso anterior, el punto A ilustra el efecto

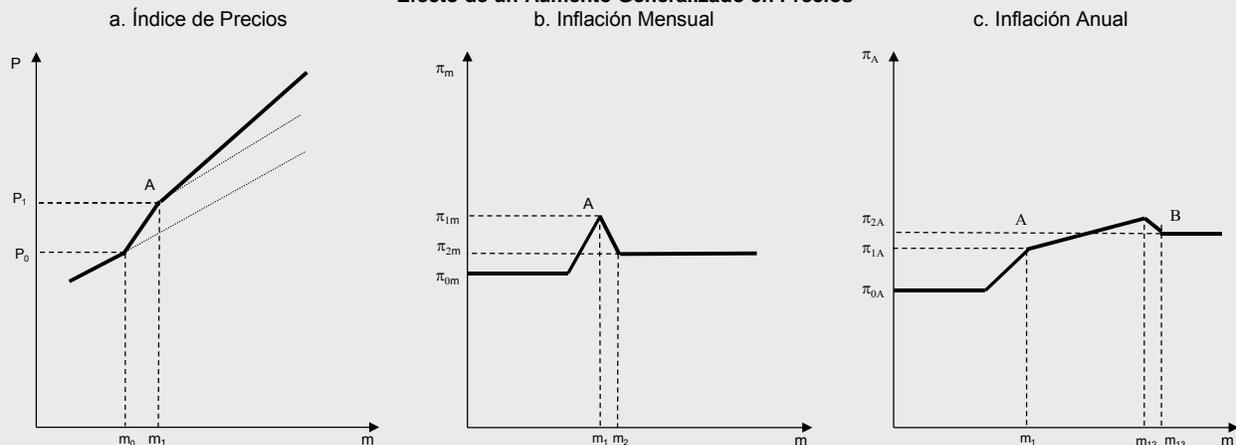
“escalón” del índice de precios en el mes  $m_1$ , el cual cambia de un nivel  $P_0$  inicial a un nivel  $P_1$ . Sin embargo, el traslado hacia otros precios ocasiona que, a partir de ese punto, el índice se incremente a una mayor tasa de crecimiento que en la situación sin traslado.

En segundo lugar, el panel b) de la Gráfica 2 muestra el impacto del aumento generalizado en precios sobre la inflación mensual ( $\pi_m$ ). Como señala el punto A, hay un incremento inicial de la inflación mensual de  $\pi_{0m}$  a  $\pi_{1m}$ , ocasionado por el cambio en precios relativos (“escalón”). Posteriormente, ésta se sitúa en el nivel  $\pi_{2m}$ , por encima del nivel inicial  $\pi_{0m}$ .

Finalmente, el panel c) de la Gráfica 2 muestra el efecto sobre la inflación anual del aumento generalizado en precios. Como en el caso anterior, el punto A muestra el incremento inmediato de la inflación anual en el mes  $m_1$  de un nivel  $\pi_{0A}$  a un nivel  $\pi_{1A}$  ocasionado por el efecto “escalón”. Sin embargo, el indicador de inflación anual mostraría un nivel cada vez mayor, dado el traslado hacia otros precios, y no regresaría a su nivel inicial ( $\pi_{0A}$ ) después de los primeros doce meses. En cambio, como señala el punto B, una vez que se deshace el efecto “escalón”, la inflación anual disminuye a un nivel  $\pi_{2A}$ , el cual es mayor que el nivel inicial  $\pi_{0A}$ .<sup>2</sup>

El ejemplo anterior ilustra un caso en el que los aumentos de precios resultarían de carácter generalizado y darían lugar a que el incremento en la inflación se prolongue, incrementando con ello la posibilidad de que las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se vieran afectadas. Esto a su vez pondría presión adicional sobre el proceso de determinación de precios en la economía y el objetivo de estabilidad de precios podría llegar a comprometerse. Sin embargo, para evitar que un escenario como éste pudiera materializarse y así cumplir con su meta de inflación, los bancos centrales vigilan que el proceso de formación de precios no se contamine. En particular que, ante ajustes en precios relativos en los que es previsible un aumento temporal en la inflación, no se presenten aumentos posteriores y generalizados de precios. Así, cuando la autoridad monetaria percibe que dicho proceso pudiera contaminarse, toma las medidas necesarias para evitar que ello suceda y así asegurar que la inflación converja a la postre a su meta.

**Gráfica 2**  
Efecto de un Aumento Generalizado en Precios



<sup>2</sup> El nivel  $\pi_{2A}$  debe estar por arriba de  $\pi_{0A}$ , pero puede estar por abajo, por arriba, o igual que el nivel de inflación anual alcanzado en  $m_{12}$ .

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

El escenario macroeconómico base que prevé el Banco de México se sustenta en las siguientes consideraciones, mismas que se derivan del análisis llevado a cabo en las secciones anteriores de este Informe:

- i) La economía de Estados Unidos seguirá su recuperación durante los siguientes trimestres. Ello como consecuencia de las políticas de estímulo fiscal y monetario, además de la retroalimentación positiva que ha habido entre la actividad real y las condiciones financieras. No obstante, es probable que la pérdida de riqueza de las familias, la lenta recuperación del mercado laboral, así como el proceso de desendeudamiento de los hogares, impliquen que el ritmo al que se recupere la economía durante los próximos años será moderado. Para 2010 y 2011 el consenso de los analistas prevé que la expansión del PIB se ubique en alrededor de 2.8 y 3.1 por ciento, y que la producción industrial registre un crecimiento de 4.2 y 4.4 por ciento.
- ii) Se espera que los mercados financieros internacionales continúen con la recuperación iniciada en el segundo trimestre de 2009 y que empiecen a ser un factor de apoyo cada vez más importante al crecimiento de la economía global. No obstante, las condiciones en dichos mercados no se han normalizado completamente y continúan siendo susceptibles a cambios repentinos.

Teniendo en consideración lo anterior, se prevé el siguiente escenario base para la economía de México:

**Crecimiento:** Como se mencionó en la sección 3.2 de este Informe se estima que en el último trimestre de 2009 la economía haya crecido por encima de 1 por ciento respecto al trimestre anterior con datos desestacionalizados (contracción en términos anuales menor al 3 por ciento). Con este resultado, para el año se calcula que la economía haya mostrado una caída anual inferior al 7 por ciento.

Para 2010 y 2011 se prevén crecimientos anuales de la economía mexicana de entre 3.2 y 4.2 por ciento. Esta trayectoria está determinada, en buena medida, por la reactivación de la economía mundial y, en especial, por el repunte esperado en la actividad industrial de Estados Unidos. Este impulso, a su vez, se irá transmitiendo gradualmente al mercado interno. Así, se espera que en 2010 se observe una aceleración gradual en el ritmo de crecimiento trimestral del PIB en términos desestacionalizados (Gráfica 32a).<sup>35</sup> En virtud de los niveles de actividad particularmente bajos que se registraron en el primer semestre de 2009 se estima que el PIB tendrá variaciones anuales más elevadas en los primeros dos trimestres que en los últimos dos de 2010 (Gráfica 32b).

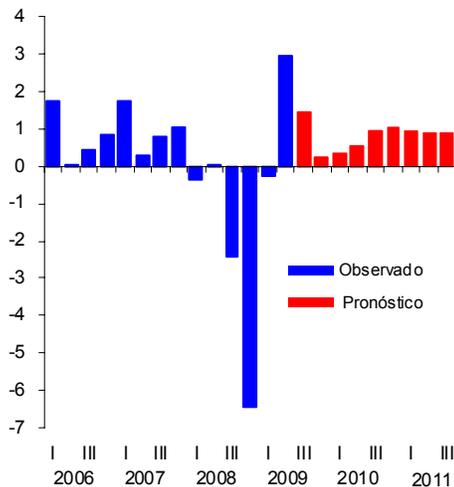
<sup>35</sup> Como se mencionó en el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2009, se estima que el crecimiento trimestral en el cuarto trimestre de 2009 podría estar reflejando todavía cierto "rebote" respecto de los niveles bajos de actividad que se han observado en algunos sectores de la economía y, por ende, será superior a las tasas trimestrales de crecimiento que se espera observar en 2010.

A pesar de la expansión prevista de la economía se anticipa que la actividad productiva permanezca por debajo de su nivel potencial y, por ende, que la brecha del producto se ubique en terreno negativo durante 2010 y 2011 (Gráfica 33).<sup>36</sup> Lo anterior es consecuencia de dos factores. Por un lado, la evolución reciente de la inversión privada aún no muestra un cambio de tendencia, mientras que diversos determinantes del consumo privado, tales como los niveles de confianza del consumidor y la masa salarial, sugieren que la reactivación de la demanda interna en 2010 será moderada. Por el otro, es posible que el crecimiento potencial de Estados Unidos se haya visto afectado y que le tome un tiempo relativamente largo cerrar su brecha del producto, lo cual afectaría el dinamismo de la demanda externa que enfrenta México. Respecto de este segundo factor, ello proviene de la pérdida de riqueza de las familias y del proceso de desendeudamiento al que están siendo expuestas, de la lenta recuperación del mercado laboral en ese país y de la necesidad de las instituciones financieras de reconstituir sus balances.

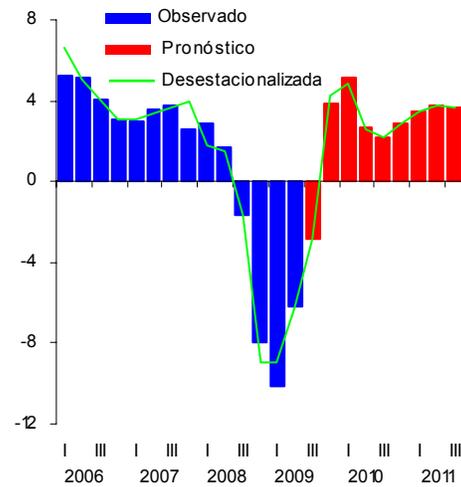
**Gráfica 32**  
**Producto Interno Bruto**

Variación trimestral en por ciento

a) Variación trimestral en por ciento; datos desestacionalizados



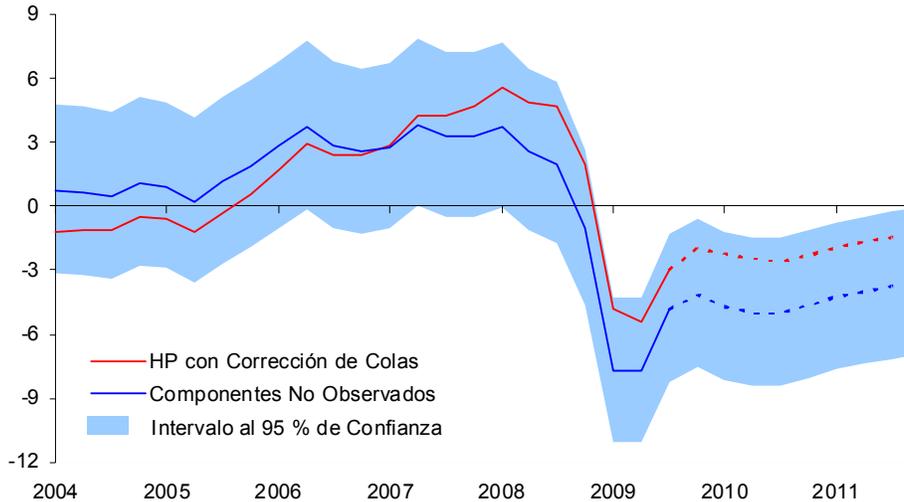
b) Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.  
Pronóstico del Banco de México a partir del IV trimestre de 2009.

<sup>36</sup> Estas estimaciones se realizaron utilizando el método Hodrick-Prescott (HP) con corrección de colas y un modelo de componentes no observados. Dichos métodos se describen en el Informe sobre la Inflación correspondiente al segundo trimestre de 2009; ver Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril – Junio 2009", pág. 74.

**Gráfica 33**  
**Estimaciones de la Brecha del Producto**  
 Por ciento



**Empleo:** De acuerdo con el repunte que mostró el número de trabajadores asegurados en el IMSS a finales de 2009, y con el crecimiento de la economía previsto para 2010, se estima que este año el empleo se incremente entre 350 mil y 450 mil personas. Asimismo, se calcula que la evolución de la actividad económica anticipada para 2011 podría conducir a un aumento de entre 500 mil y 600 mil empleos formales en ese año.

**Cuenta Corriente:** Tomando en consideración el déficit de la balanza comercial de 4.7 miles de millones de dólares (0.5 por ciento del PIB) observado en 2009, se estima para ese año que el déficit de la cuenta corriente haya sido de alrededor de 5.2 miles de millones de dólares (0.6 por ciento del PIB). Estos déficit reflejan el ajuste que registró el gasto interno durante 2009, lo cual condujo a una contracción importante en las importaciones de bienes y servicios.

Para 2010 se prevé que el mayor dinamismo de la demanda interna y la actividad productiva se refleje en mayores niveles de importación de bienes y servicios. El efecto de lo anterior sobre los saldos de la balanza comercial y la cuenta corriente se vería parcialmente contrarrestado por la expansión de las exportaciones de bienes y servicios, resultado de la recuperación de la economía global. Así, se espera que la balanza comercial y la cuenta corriente registren en 2010 déficit mayores a los observados en 2009, si bien aún en niveles moderados (11.7 miles de millones de dólares, ó 1.2 por ciento del PIB, en ambos casos).<sup>37</sup>

Por otro lado, no se anticipa que la economía enfrente problemas de financiamiento externo durante 2010. Esto se debe a la combinación de diferentes factores, entre los que destacan: 1) el relativamente reducido déficit esperado de la cuenta corriente; 2) el elevado nivel de reservas internacionales que se ha alcanzado; 3) el hecho de que el Gobierno Federal ha avanzado significativamente en cubrir sus necesidades de refinanciamiento para 2010; y 4)

<sup>37</sup> El hecho de que se calcule que el déficit de la cuenta corriente será similar al de la balanza comercial en 2010, se deriva de que se estima que el superávit de la balanza de transferencias contrarrestará los déficit provenientes de las balanzas de servicios factoriales y de no factoriales.

el flujo de financiamiento externo que se espera continúe, en la medida en que la economía global cobre dinamismo y mejoren las condiciones financieras internacionales.

No obstante, el escenario previsto para la economía global en 2010 no está exento de riesgos que, si bien no son inminentes, deben de ser considerados cuidadosamente. Entre éstos destacan:

- a) El efecto que pudiera tener el retiro de los estímulos fiscales y monetarios en los países avanzados sobre la aún endeble recuperación económica. En particular, se espera que el estímulo fiscal en la mayoría de los países no se prolongue por mucho más tiempo, ya que a la postre se requerirán de ajustes significativos para reducir la deuda gubernamental a niveles consistentes con un crecimiento sostenible en el largo plazo.
- b) El eventual retiro del apoyo monetario pudiera conducir a una corrección abrupta en los precios de los activos. Este es, sin duda, uno de los factores de riesgo más importantes para las economías emergentes que han observado un fuerte aumento en sus entradas de capital y una fuerte apreciación de sus tipos de cambio.
- c) La consecución de tasas de crecimiento mundial más elevadas y sostenibles en el mediano y largo plazos requerirá de ajustes en la composición de la demanda mundial. Para esto, entre otras cosas, debe observarse una apreciación del tipo de cambio de las economías con un elevado superávit en su cuenta corriente, particularmente China.

**Inflación:** El pronóstico para la inflación general anual en los siguientes dos años es el mismo al que se publicó en el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009. Esta proyección considera un alza en la inflación general anual durante 2010. Ello obedece al efecto que tendrán en el INPC las modificaciones tributarias aprobadas por el H. Congreso de la Unión, a la realineación de los precios de los energéticos con sus referencias internacionales y a los aumentos de precios que determinan gobiernos locales, como es el caso de la tarifa del Metro en el Distrito Federal. Se estima que este incremento en la inflación general se revertirá durante 2011, situándose ésta cerca de la meta de 3 por ciento en el cuarto trimestre de dicho año (Cuadro 8 y Gráfica 34). La trayectoria descendente que se espera exhiba la inflación durante 2011 se fundamenta, en lo principal, en tres elementos:

1. Las modificaciones tributarias típicamente tienen un impacto transitorio sobre la tasa de crecimiento de los precios. Así, si bien se espera que esto lleve a revisiones en los precios al consumidor durante la primera parte de este año, el efecto se desvanecería del cálculo anual de la inflación en el mismo periodo del próximo año.
2. El congelamiento que se mantuvo prácticamente todo el año 2009 en los precios de las gasolinas en el interior del país y, la reducción en los precios del gas licuado, gas natural y tarifas eléctricas de alto consumo implicó un elevado costo fiscal. El reestablecimiento de la política de deslices en los precios de los energéticos durante 2010 contribuirá a disminuir el referido costo fiscal. A su vez, en el año subsecuente

(2011) la inflación anual del rubro de los bienes y servicios administrados no resentiría del efecto aritmético asociado al bajo nivel de comparación que genera una política para los precios de los energéticos con deslices nulos, como será el caso en el presente año.

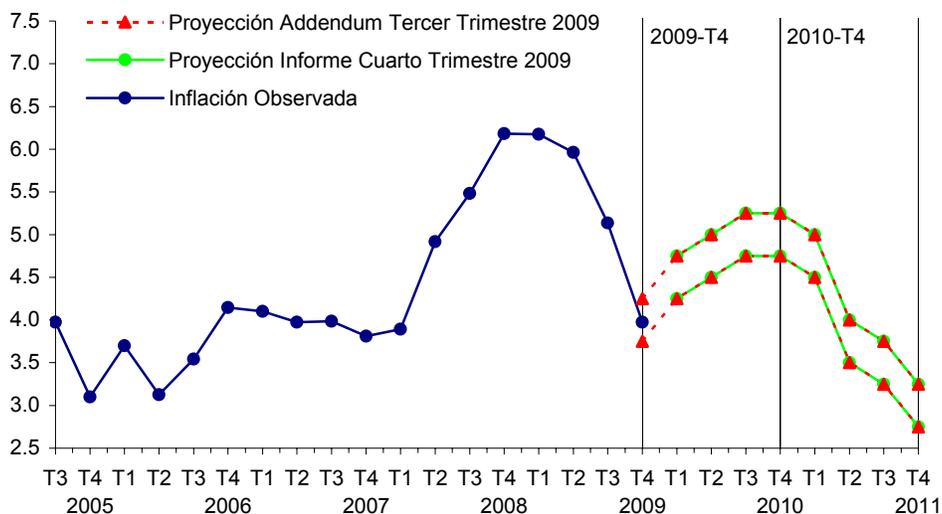
3. Los ajustes previstos para 2010 en los precios y derechos que determinan los gobiernos locales deben traducirse en un uso más eficiente de los recursos con que cuenta la economía. En la medida en que una parte importante de los ajustes se implemente durante este año el próximo podría observarse un menor ritmo de crecimiento en dichos precios.

**Cuadro 8**  
**Proyección Escenario Base de Inflación General Anual**  
**Promedio trimestral en por ciento**

Trimestre	Proyección Addendum al	Proyección
	Informe Tercer Trimestre	Informe Cuarto
	2009	Trimestre 2009
2009-IV	3.75 - 4.25	3.98 <sup>1/</sup>
2010-I	4.25 - 4.75	4.25 - 4.75
2010-II	4.50 - 5.00	4.50 - 5.00
2010-III	4.75 - 5.25	4.75 - 5.25
2010-IV	4.75 - 5.25	4.75 - 5.25
2011-I	4.50 - 5.00	4.50 - 5.00
2011-II	3.50 - 4.00	3.50 - 4.00
2011-III	3.25 - 3.75	3.25 - 3.75
2011-IV	2.75 - 3.25	2.75 - 3.25

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

**Gráfica 34**  
**Inflación General Anual y Proyección de Escenario Base**  
**Promedio trimestral en por ciento**



Es pertinente señalar que las perturbaciones de oferta que previsiblemente incidirán sobre la inflación durante 2010 se verán atenuadas por las condiciones de holgura que, como ya se mencionó, se anticipa enfrente la

economía en este año. Además, las expectativas de inflación para plazos mayores se han mantenido estables y no existen indicios de presiones generalizadas sobre la inflación.

Así, la evolución reciente que han presentado la inflación y la actividad económica, las perspectivas de esta última para los siguientes dos años y, finalmente, algunos ajustes que se realizaron a los supuestos que se utilizaron para construir el pronóstico de la inflación previo, arrojan una trayectoria de la inflación general anual para los siguientes ocho trimestres que se inscribe dentro de los intervalos que se publicaron en el referido Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009.

No obstante, la trayectoria prevista para la inflación general se encuentra sujeta a diversos riesgos, entre los que destacan:

- i) Un deterioro en las expectativas de inflación de largo plazo consecuencia del repunte de inflación que se anticipa. Ello podría generar efectos de segundo orden sobre la inflación si las empresas trasladan sus mayores costos a los precios al consumidor de bienes y servicios no afectados directamente.
- ii) Una magnitud distinta a la estimada en los ajustes previstos a las cotizaciones de los bienes y servicios administrados y concertados.<sup>38</sup>
- iii) Traspaso a precios de las modificaciones tributarias que aprobó el H. Congreso de la Unión distinto del estimado. Ello, debido a la incertidumbre asociada a todo tipo de estimación de parámetros mediante métodos econométricos.<sup>39</sup>
- iv) Condiciones climatológicas que afecten la oferta de frutas y verduras.
- v) Una recuperación de la actividad económica a un ritmo distinto al que se anticipa sin duda incidiría en la trayectoria de la inflación. Si ésta fuese más lenta ello atenuaría las presiones inflacionarias, y lo contrario ocurriría si la reactivación fuese más rápida.
- vi) Reversión de flujos de capital que incida adversamente sobre el tipo de cambio.

A pesar de que se espera que la holgura en la brecha de producto contribuya a atenuar el efecto sobre los precios al consumidor de las medidas tributarias y de los ajustes a los precios y tarifas públicos, para la autoridad monetaria será de fundamental importancia permanecer atenta a que la formación de precios en México no se contamine. En este sentido, para que la inflación retome una tendencia a la baja conducente a la meta de inflación de 3 por ciento anual es de suma importancia que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos permanezcan ancladas, así como que no existan otras indicaciones de presiones generalizadas sobre la inflación. Ello permitirá que, una vez que el repunte previsto en la inflación se desvanezca, ésta muestre una

<sup>38</sup> En el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009 se detallan los impactos previstos sobre la inflación del grupo de los bienes y servicios administrados y concertados.

<sup>39</sup> En el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009 se especifican las características de la estimación que se realizó del impacto sobre precios de las modificaciones tributarias.

fuerte disminución a lo largo de 2011, hasta aproximarse a la meta de 3 por ciento anual hacia finales de ese año.

En adición a un banco central vigilante de la estabilidad de precios, la factibilidad de alcanzar una meta de inflación baja y estable, así como la eficiencia con la que se puede lograr, aumenta en la medida en que se cuente con una economía flexible, que responda con mayor celeridad ante condiciones internas y externas cambiantes. En particular, un mayor grado de competencia y de flexibilidad en los mercados internos evitan rigideces en los procesos de formación de precios. Asimismo, los arreglos institucionales que inciden sobre la productividad resultan de fundamental importancia para determinar las condiciones de oferta que rigen en la economía y, por ende, los costos de vida que enfrenta la población. Al considerar lo anterior, en adición a la posibilidad de que el crecimiento potencial de Estados Unidos se haya visto afectado y su recuperación pueda ser relativamente lenta -mengando la contribución de la demanda externa al dinamismo de la economía nacional-, realza la urgencia de retomar la agenda de reformas estructurales que impulsen el desarrollo de las fuentes internas de crecimiento.

## 6. Programa Monetario para 2010

La Ley del Banco de México establece en su artículo 51 que cada año el banco central debe enviar al Ejecutivo Federal y al H. Congreso de la Unión, en el mes de enero, una exposición acerca de la política monetaria a seguir para el año correspondiente. Para dar cumplimiento a esa disposición se exponen aquí los lineamientos bajo los cuales se conducirá la política monetaria durante 2010.

Desde 2001 el Banco de México conduce la política monetaria bajo un esquema de objetivos de inflación, que se ha considerado el más adecuado para cumplir con el mandato del Banco: procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. En el Programa Monetario para 2001 se presentan algunas consideraciones sobre la elección de este esquema. De forma específica, el Instituto Central se propone alcanzar, en el mediano plazo, una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento.

Sin embargo, y aun cuando la política monetaria se conduzca apegada a la consecución de dicha meta, existe algún margen de incertidumbre respecto del cumplimiento exacto y puntual, dada la variedad de factores que inciden en el fenómeno inflacionario. En atención a ese grado de incertidumbre se ha establecido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo del 3 por ciento. No se trata, en modo alguno, de un margen de indiferencia o de tolerancia, sino de la forma práctica de representar la incertidumbre asociada al comportamiento de la inflación y, por tanto, al cumplimiento puntual de la meta trazada.

El mandato constitucional que le ordena al Banco de México procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional, se fundamenta en poderosas y muy buenas razones para mantener la inflación bajo control. Conviene recordar las principales:

1. La inflación es uno de los impuestos más regresivos, ya que al disminuir el valor real del dinero (billetes y monedas) afecta más que a nadie a los grupos de población de bajos recursos que mantienen una mayor proporción de sus ingresos en efectivo; esto es: la inflación grava más a quien menos tiene.
2. Una tasa de inflación elevada induce a las empresas a realizar frecuentes cambios de precios, lo que les genera costos. Ello a su vez propicia que las variaciones de precios en un entorno de alta inflación no sean uniformes ni constantes; esto es que no afecten por igual a todos los bienes y servicios ni lo hagan al mismo tiempo. Esto significa que a mayor inflación hay una mayor variabilidad en los precios relativos, lo cual provoca severas distorsiones e ineficiencia en la asignación de los recursos. Ello podría ocurrir si, en este contexto, los productores confunden cambios a nivel agregado con cambios en el precio relativo de sus productos. La ineficiencia en la asignación de los recursos se traduce invariablemente en una pérdida de competitividad y de actividad.
3. Al aumentar la frecuencia, la dispersión y la intensidad de las variaciones de precios es inevitable que se acorten, para todos los

agentes económicos (hogares, empresas, instituciones sociales y de gobierno), los horizontes de planeación. Esto inhibe las inversiones productivas y el empleo, desalienta la formación de patrimonios y el ahorro, e impide la construcción de obras de infraestructura que requieren de un plazo largo de ejecución; y,

4. La evidencia, a lo largo de la historia y en diversas naciones, indica que los periodos de alta inflación coinciden con los de magro crecimiento económico y empleo, estancamiento y hasta retroceso de la actividad económica. En este sentido, parece no tener fundamento la conjetura de que la inflación estimule de alguna forma el crecimiento económico; por el contrario, la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda es una condición necesaria, aunque no suficiente, para el crecimiento económico sostenido.

En efecto, es pertinente observar que mantener la inflación bajo control no es un objetivo que esté en contra del crecimiento económico. Por el contrario, inflaciones altas han coincidido con periodos de bajo crecimiento en diversos países, y de manera muy marcada en el nuestro también. Ello se debe a que los costos sociales que impone la inflación aumentan cuando ésta se eleva y pueden llegar a tener un efecto colectivo importante sobre el crecimiento. De la misma forma, dichos costos son moderados cuando la inflación es baja, lo que favorece un entorno propicio para el desarrollo de actividades productivas. Sobra decir que, de existir una relación positiva entre inflación y crecimiento económico, simplemente no habría países que tuvieran problemas de desarrollo o de pobreza.

A la vista de estas razones, la Junta de Gobierno del Banco de México reitera, en este programa monetario para 2010, la importancia crucial que para el bienestar de todos los mexicanos y para el crecimiento económico representa el mantener una política monetaria cuya prioridad invariable sea preservar en el mediano y largo plazos el poder adquisitivo de la moneda.

Para alcanzar la meta de inflación el Banco Central debe considerar que las acciones de política monetaria inciden con ciertos rezagos sobre la economía y, en especial, sobre la evolución de los precios, y que dichos rezagos son variables. Por ello, la autoridad monetaria debe tomar sus decisiones tras una cuidadosa evaluación de la coyuntura económica, ponderando las condiciones monetarias y financieras prevalecientes, así como las perspectivas para la inflación futura, entre otros factores.

En este sentido, el Banco de México ajusta su política monetaria cuando percibe que la inflación esperada para el mediano plazo se aleja de forma sensible de la meta del 3 por ciento anual. El instrumento que utiliza el Banco Central para operar su política monetaria es la Tasa de Interés Interbancaria a un día. Ésta se conoce también como tasa de referencia.

Con el fin de ilustrar los mecanismos de transmisión a través de los cuales actúa la política monetaria es útil considerar algunos ejemplos.

Un primer ejemplo sería mostrar cómo actuaría un alza en la tasa de interés de referencia ante un incremento excesivo de la demanda agregada. Esto es, un aumento tal en la demanda agregada que hiciese prever que el

crecimiento del gasto total sobrepasará el que sería congruente con el potencial productivo de toda la economía. Dicho exceso de demanda daría lugar a presiones generalizadas sobre los precios que alejarían las expectativas de inflación de mediano plazo de la meta de 3 por ciento anual. En esa eventualidad – que ciertamente no es la que experimenta actualmente la economía mexicana – el Instituto Central podría reaccionar incrementando su objetivo de tasa de interés a corto plazo.

¿Cómo funcionaría el instrumento de política monetaria, la tasa de referencia, en el ejemplo anterior? Al incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día, la autoridad monetaria afecta las condiciones bajo las cuales abastece de liquidez al mercado de dinero, lo que por lo general debe impactar las tasas de interés para todos los horizontes. Sin embargo, el mayor efecto tendería a darse en las tasas de corto plazo, en tanto que el efecto sería menor en las tasas de más largo plazo. El impacto sobre las tasas a diferentes plazos depende, principalmente, de tres factores: 1) la trayectoria esperada de las tasas de interés de corto plazo en el futuro; 2) las expectativas de inflación de largo plazo; y, 3) primas de riesgo determinadas en los mercados financieros. A su vez, estos se ven influidos por la credibilidad que tenga el Banco Central respecto de su compromiso para mantener la estabilidad de precios. Ante un aumento en el objetivo de tasa de interés, las tasas de más largo plazo tendrán menores presiones al alza en la medida en que el Instituto Central goce de mayor credibilidad. Ello como consecuencia del anclaje de las expectativas de inflación de mediano y largo plazo. De hecho, una elevada credibilidad puede generar que las tasas de más largo plazo se impacten muy poco e, inclusive, que disminuyan, lo que hace que la curva de rendimientos se “aplane” ante aumentos en el objetivo de tasa de interés de corto plazo.

Siguiendo con el ejemplo de un exceso de demanda agregada, la política monetaria, a través de sus distintos canales, buscaría moderar su incremento de forma que ésta fuera congruente con el potencial productivo de la economía. Así, el Instituto Central evitaría que tengan lugar presiones generalizadas sobre los precios, y pueda cumplir con la meta de inflación.

En este sentido, un primer canal de transmisión se da directamente a través de la tasa de interés. Un incremento en la tasa de interés real afecta las decisiones de ahorro e inversión de los hogares y de las empresas. Esto ocurre ya que los hogares encuentran mayores incentivos para posponer su consumo, dado que la tasa de interés real refleja el precio relativo del consumo de hoy respecto del consumo en el futuro, lo cual reduce hoy la demanda agregada. Por otra parte, las empresas encuentran que el costo del financiamiento se incrementa, lo que tiende a reducir su inversión.<sup>40</sup> Estos efectos mitigan el ritmo de expansión de la demanda agregada, lo cual ayuda a disminuir las presiones generalizadas sobre los precios.

El aumento en tasas de interés también puede afectar a la demanda agregada a través de su efecto sobre la oferta de crédito. A este respecto hay dos posibles canales: el canal del crédito bancario y el canal amplio de crédito. Con relación al primero, es posible que los deudores dispuestos a tomar créditos a mayores tasas de interés busquen proyectos más riesgosos, por lo que los

<sup>40</sup> No obstante, como la inversión depende más de las tasas de mayor plazo, si el incremento en la tasa de corto plazo aplanar la curva de rendimientos, la inversión podría disminuir menos que en una situación en la que no están ancladas las expectativas de inflación.

bancos pueden restringir el otorgamiento de crédito. Las condiciones de la oferta de financiamiento también pueden verse afectadas por un canal más amplio de crédito. Una mayor tasa de interés puede generar cambios en los ingresos netos esperados de las empresas y en su balance de activos y pasivos, de manera tal que su riesgo se incremente y, por tanto, deban pagar una prima de riesgo adicional por sus créditos.<sup>41</sup> En ambos canales, la reducción del financiamiento disminuye las presiones de demanda agregada sobre los precios.

La política monetaria también tiene un efecto sobre la inflación a través de su impacto sobre el tipo de cambio. En una economía pequeña y con libre movilidad de capitales, cuando las tasas de interés internas aumentan respecto de las internacionales, se puede esperar, en el margen, una apreciación del tipo de cambio. Lo anterior debido a que los instrumentos financieros en moneda nacional se vuelven más atractivos que los de los mercados externos. Ante esta situación, existen dos canales de transmisión: un canal de oferta y otro de demanda. Por el lado de la oferta, una apreciación cambiaria puede ocasionar una reducción en los costos de los insumos importados por las empresas y contribuir de esta forma a una menor presión sobre la inflación. Por el lado de la demanda, una apreciación del tipo de cambio puede ocasionar un encarecimiento de los bienes domésticos con relación a los que se producen en el extranjero. Esto puede conducir a una disminución de las exportaciones netas, que eventualmente se traduce en una reducción de la demanda agregada y, por tanto, en una menor inflación.

El incremento en las tasas de interés puede contribuir a reducir el gasto a través de un canal adicional, el denominado canal de precios de los activos. Éste surge debido a que los incrementos en las tasas de interés pueden modificar el precio de activos como son los valores de deuda, públicos y privados, las acciones y los precios de bienes raíces. Un aumento en la tasa de interés que reduce el precio de estos activos puede reducir el gasto de los hogares y las empresas a través de sus efectos sobre la riqueza de los mismos hogares y empresas. Ello disminuye la demanda agregada y da lugar a una menor presión sobre los precios. Cabe señalar que este canal opera de una manera más fuerte en economías desarrolladas, en cuyos sistemas financieros se intercambia una amplia gama de activos financieros e inmobiliarios, algunos de los cuales pueden ser utilizados como respaldo para financiar gasto en consumo e inversión. Por ejemplo, en algunas economías avanzadas este canal operó en los años previos al episodio de crisis reciente para permitir que, antes del estallido de los problemas con las hipotecas de baja calidad, los hogares pudieran financiar una expansión importante de su gasto de consumo utilizando como respaldo sus activos, principalmente los inmobiliarios. Lo anterior, desde luego, en un contexto de tasas de interés que permanecieron en niveles reducidos por un periodo de tiempo prolongado.

La política monetaria también afecta la formación de precios a través de su impacto sobre las expectativas de inflación. La transmisión de los efectos a través de este canal depende de la credibilidad en el Banco Central respecto de su compromiso para mantener la estabilidad de precios. Cuando esta credibilidad es elevada, y en el caso de percibir presiones inflacionarias, los hogares y las empresas anticipan que el Banco Central tomará las medidas necesarias para contrarrestarlas y de acuerdo con ello determinan sus precios. De esta forma, la

---

<sup>41</sup> El incremento en las tasas de interés puede afectar los balances de las empresas al reducir el flujo de efectivo, incrementar el valor de la deuda, así como reducir el precio de los activos de las empresas.

credibilidad en la política monetaria permite anclar las expectativas de inflación. A su vez, esto permite un funcionamiento más rápido de los otros canales de transmisión y que un movimiento en el objetivo para la tasa de interés tenga un mayor efecto sobre la inflación. Lo anterior contribuye a disminuir los costos asociados al combate de ésta.

En los párrafos anteriores, se analizó el mecanismo de transmisión de la política monetaria ante un incremento excesivo de la demanda agregada. Otra perturbación a la trayectoria de la inflación se podría presentar en caso de que, por alguna razón, las expectativas de inflación de mediano y largo plazo cambien de forma tal que se ponga en peligro la convergencia al objetivo de estabilidad de precios. Esto debido a que el cambio en las expectativas de inflación puede afectar la trayectoria de la inflación. Un ejemplo de lo anterior puede darse ante un cambio en impuestos. En general, el cambio en un impuesto afecta los precios relativos de una sola vez, por lo que tiene un efecto temporal sobre la inflación.

Dado que los efectos de la política monetaria sobre la inflación toman cierto tiempo en materializarse, en general es poco efectivo que un banco central intente contrarrestar un aumento temporal en la inflación como el derivado de cambios en los impuestos y de los precios públicos y, en adición, intentarlo puede tener repercusiones no deseables sobre la economía y los mercados financieros nacionales (Recuadro 1). Sin embargo, existe el riesgo de que el ajuste en precios relativos afecte la percepción de la gente respecto del nivel general de precios, deteriorando sus expectativas de inflación. Ello podría conducir a que se presenten efectos de segundo orden sobre la inflación, como sucedería si las empresas trasladan sus mayores costos a los precios de bienes y servicios no afectados directamente. Ante estas circunstancias, el Instituto Central podría ajustar su objetivo de tasa de interés de corto plazo para afectar, a través de sus distintos canales, las expectativas de inflación y la trayectoria de la misma de tal forma que ésta sea congruente con su meta.

Este segundo ejemplo es relevante para 2010, ya que la tendencia a la baja que presentó la inflación durante 2009 se verá interrumpida como resultado de los efectos sobre el INPC que se espera tengan los cambios en materia impositiva y en la política de precios y tarifas del sector público. En este contexto, es importante considerar los siguientes elementos con relación al aumento que se espera para la inflación en 2010:

- i) A pesar de la recuperación económica prevista para este año y para el siguiente, se anticipa que la brecha de producto continúe siendo negativa y que, en consecuencia, las condiciones de holgura en la economía contribuyan a atenuar los incrementos en precios derivados de las modificaciones tributarias y del cambio en la política de precios y tarifas del sector público.
- ii) Dado que se prevé que los flujos de capitales hacia el país continúen en el futuro previsible, se espera que el comportamiento del tipo de cambio contribuya a mejorar el panorama para la inflación durante 2010.
- iii) El aumento que se espera en la inflación para el año en curso refleja cambios en materia fiscal. Estas medidas implican un avance en el fortalecimiento de las finanzas públicas. Como es bien sabido, una postura fiscal sólida coadyuva a reducir la percepción de riesgo en la

economía. Ello contribuye tanto a mantener ancladas las expectativas de inflación, como a disminuir las primas por riesgo inflacionario, reduciéndose así las tasas de interés de largo plazo y creándose un entorno propicio para el crecimiento económico.

A pesar de las consideraciones anteriores, ante la perspectiva de un repunte en la inflación, existe el riesgo de que en 2010 se presenten efectos de segundo orden sobre ésta y de que se deterioren las expectativas de mediano y largo plazo, tal y como se detalló en el segundo ejemplo descrito previamente. En este caso, se podría llegar a poner en riesgo el objetivo de estabilidad de precios. Por ello, es sumamente importante que en episodios como este, en los que se prevé un aumento temporal en la inflación, el Banco Central se mantenga atento para evitar que el proceso de formación de precios en la economía se contamine.

Así pues, y tomando en cuenta los canales de transmisión con los que opera la política monetaria, a lo largo de 2010 el Banco de México vigilará cuidadosamente la evolución de la inflación y de sus expectativas respecto de la meta que ha establecido. En caso de que se presente una diferencia notoria entre ambas y que ésta no sea causada por perturbaciones de naturaleza transitoria, tales como las resultantes de cambios impositivos, el Instituto Central ajustará su política monetaria a través de su objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día. De esta manera, el Banco de México cumplirá con el mandato constitucional que se le ha asignado.