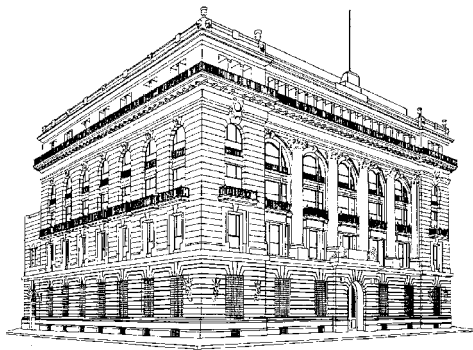


Política Monetaria

Informe sobre el primer
semestre de 2009



BANCO DE MEXICO

SEPTIEMBRE, 2009

JUNTA DE GOBIERNO
GOBERNADOR
GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

SUBGOBERNADORES
ROBERTO DEL CUETO LEGASPI
GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA
MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ
JOSE JULIÁN SIDAOUI DIB

El artículo 51 de la Ley del Banco de México contiene disposiciones para conciliar la autonomía del Instituto Central con la necesaria rendición de cuentas sobre su gestión. La fórmula que el Legislativo ha considerado más apropiada para dicho fin es la presentación por el Banco Central de informes sobre sus políticas y actividades. El artículo citado señala en su fracción II, que en septiembre de cada año este Instituto Central enviará al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión, un informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio de que se trate.

En cumplimiento de lo anterior y por acuerdo de la Junta de Gobierno de este Instituto Central tomado conforme a lo previsto en la fracción IX del artículo 46 de la Ley que lo rige, este Banco de México envía al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión el presente informe sobre la ejecución de la política monetaria durante el primer semestre del ejercicio comprendido del 1º de enero al 31 de diciembre de 2009

En apego al ordenamiento legal, este informe se concentra en las acciones de política monetaria instrumentadas durante el semestre. Cabe mencionar que dichas acciones fueron oportunamente reseñadas en los Informes sobre la Inflación del primero y segundo trimestres del presente año.



I. Introducción

El Banco de México tiene, por mandato constitucional, la encomienda prioritaria de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Lo anterior implica alcanzar y mantener una inflación reducida.

La política monetaria en México en 2009 se conduce bajo un esquema de objetivos de inflación, del cual destacan los siguientes elementos: a) el anuncio de una meta multianual de inflación explícita; b) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; c) la descripción de los instrumentos que utiliza el Banco Central para alcanzar sus objetivos; y, d) una política de comunicación que promueva la transparencia, credibilidad y efectividad de la política monetaria.

El Banco de México conduce su política monetaria con el fin de alcanzar una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento y de mantenerla alrededor de ese nivel. Sin embargo, aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de alcanzar el objetivo planteado, su cumplimiento está sujeto a incertidumbre. Ello debido a las perturbaciones a las que está sujeta la economía y a que la relación entre las acciones de política monetaria y los resultados en el ámbito de la inflación es imprecisa. Por ello, alrededor del objetivo de inflación se ha establecido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual.

Luego de registrarse una fuerte contracción durante el primer trimestre de 2009, la economía mundial mostró una modesta expansión en el segundo trimestre, en buena medida, en respuesta a la flexible instrumentación de políticas fiscal, monetaria y financiera a nivel global, que han apoyado a la demanda y han contribuido a la gradual normalización de las condiciones en los mercados financieros. La trayectoria de la actividad económica ha sido dispar, destacando el mayor ritmo de crecimiento de las economías emergentes, particularmente de Asia.

La ampliación generalizada de las brechas del producto, combinada con precios de los productos primarios inferiores a los observados en 2008, permitió atenuar las presiones inflacionarias. En las economías avanzadas, la inflación general anual al consumidor fue muy baja o incluso negativa, lo que permitió que los bancos centrales de estas economías mantuvieran sus tasas de interés de política en niveles reducidos (en varios casos, cercanos a cero) y que sugirieran la posibilidad mantenerlas así por un período prolongado. Dependiendo de las características particulares de cada economía, varios países han recurrido a una serie de instrumentos para apoyar el proceso de intermediación financiera y crediticia. No obstante lo anterior, persiste la preocupación de que las políticas de estímulo monetario y fiscal implementadas para apoyar la recuperación económica pudieran resultar en presiones inflacionarias en el futuro, de no ponerse en marcha de manera oportuna medidas para revertirlas. Por su parte, la inflación en las economías emergentes también disminuyó, aunque a un ritmo más moderado. En ello influyeron, en algunos casos, el efecto de la depreciación de sus monedas sobre el proceso de formación de precios. Por lo demás, la

implementación de políticas fiscales expansivas en un contexto de instituciones fiscales relativamente más débiles en estas economías, es un factor que les ha restado márgenes de maniobra, ya que podría tener efectos sobre sus perspectivas de inflación de mediano plazo.

Durante los primeros dos meses de 2009, los mercados financieros de las economías emergentes presentaron un marcado deterioro caracterizado por depreciaciones importantes y una mayor volatilidad de sus tipos de cambio, por el incremento en los diferenciales sobre su deuda soberana y privada, y por restricciones de acceso al financiamiento externo.

En este contexto, ante el desplome en los precios del petróleo, la reducción de la demanda externa y las condiciones de astringencia prevalecientes en los mercados financieros, se generó incertidumbre sobre el monto de recursos que estaría disponible para financiar el déficit de cuenta corriente de México esperado en el año. Ante ello, la Comisión de Cambios presentó un análisis del comportamiento esperado de la balanza de pagos, donde se concluyó que para 2009 México no enfrenta problemas para el financiamiento de este déficit.¹ Asimismo, la referida Comisión estableció mecanismos para garantizar que una parte significativa de la acumulación proyectada para el año de reservas internacionales se vendiera al mercado de cambios. Los mecanismos de intervención consistieron en subastas diarias sin precio mínimo, subastas diarias a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior, y ventas extraordinarias de divisas en caso de que el mercado así lo requiera. Adicionalmente, como parte del conjunto de acciones encaminadas a propiciar condiciones ordenadas en el mercado cambiario, se activó con el Fondo Monetario Internacional como medida precautoria una “Línea de Crédito Flexible”, y se llevó a cabo una subasta de créditos en dólares entre instituciones financieras en México con recursos provenientes del mecanismo de intercambio temporal de divisas (conocido como “línea swap”) establecido con la Reserva Federal de los Estados Unidos.^{2,3} Estas acciones contribuyeron a propiciar un clima de mayor estabilidad en el mercado cambiario y, en general, en los mercados financieros domésticos.

Si bien las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales no han regresado a una situación de normalidad, hacia mediados de marzo del presente año comenzaron a mostrar una mejoría significativa. En esta recuperación han sido fundamentales los programas de apoyo implementados por las autoridades de economías avanzadas y emergentes para mejorar las condiciones crediticias y apoyar a sus sistemas financieros. Cabe destacar los esfuerzos de cooperación internacional realizados en el contexto del G20, la creación de la Junta de Estabilidad Financiera a partir de la ampliación del Foro de Estabilidad Financiera y las pruebas de estrés llevadas a cabo en el sistema bancario de Estados Unidos.

¹ Véanse los Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 5 de marzo de 2009, del 29 de mayo de 2009 y del 1 de septiembre de 2009.

² En relación con la “Línea de Crédito Flexible”, véanse los Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de abril y del 17 de abril de 2009.

³ La “línea swap” fue dada a conocer el 29 de octubre de 2008, con una vigencia hasta el 1 de febrero de 2010 (véanse los Comunicados de Prensa del Banco de México del 29 de octubre de 2008, del 3 de febrero de 2009 y del 25 de junio de 2009).

Durante el primer semestre de 2009, se observó una fuerte contracción de la actividad económica en México. En efecto, la tendencia negativa de la actividad productiva que se venía observando desde la segunda mitad de 2008, producto de la contracción de la demanda externa, se vio acentuada en el primer trimestre de 2009 por la transmisión de este choque al mercado interno. En el segundo trimestre del año, este entorno se vio exacerbado de manera adicional por otros eventos de índole temporal. Entre éstos destacaron: i) el efecto del brote de influenza A(H1N1) sobre los niveles de producción de actividades consideradas de alto riesgo de contagio (restaurantes, hoteles, esparcimiento, comercio al menudeo, entre otras); y, ii) el paro de actividades en las plantas automotrices de dos empresas armadoras cuyas matrices en Estados Unidos iniciaron procesos de concurso mercantil. A lo anterior se adicionó el efecto de la Semana Santa sobre los niveles de actividad productiva en abril, lo cual condujo a que en el segundo trimestre se observara una caída especialmente acentuada de la actividad productiva. A pesar de lo anterior, las perspectivas de una gradual recuperación de la economía estadounidense durante la segunda mitad de 2009, junto con el desvanecimiento de los eventos temporales anteriormente listados, sugieren que la economía mexicana podría empezar a registrar un cambio de tendencia a partir del tercer trimestre de 2009.

Por su parte, durante el primer semestre de 2009 la inflación general anual mostró una trayectoria descendente, si bien el ritmo de reducción de la inflación general ha sido relativamente moderado, al considerarse las condiciones recesivas por las que atravesó la economía en el periodo de análisis. A la baja en la inflación general contribuyó tanto el componente subyacente, como el no subyacente. El comportamiento del primer indicador fue influido principalmente por las bajas en las tasas de variación anual de los precios del subíndice de los servicios, dada la pronunciada caída en la actividad económica y, en alguna medida, la contingencia sanitaria por el brote de influenza A(H1N1), la cual contrajo la demanda por servicios asociados al turismo y a la alimentación. No obstante, la caída de la inflación de los servicios fue compensada parcialmente por el incremento que presentó la inflación de las mercancías, en parte como resultado del efecto de la depreciación cambiaria sobre este último componente. Por su parte, la reducción en la inflación no subyacente fue consecuencia, en lo principal, del menor ritmo de crecimiento que se observó en los precios del grupo de los bienes y servicios administrados y concertados.

En sus comunicados de política monetaria de los primeros seis meses del año la Junta de Gobierno del Banco de México señaló que, en el contexto de una fuerte contracción en la actividad económica, había habido un deterioro más significativo en el balance de riesgos por el lado de la actividad económica que en lo tocante a la inflación. Ante ello, la Junta de Gobierno del Instituto Central redujo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 50 puntos base en enero, 25 puntos base en febrero, y en 75 puntos base en los meses de marzo, abril y mayo. Asimismo, la Junta anunció una reducción de 50 puntos base en su comunicado correspondiente al mes de junio. De esta manera, durante el primer semestre de año, dicho objetivo disminuyó de un nivel de 8.25 por ciento en diciembre de 2008 a 4.75 por ciento en junio. Posteriormente, en su comunicado de julio, la Junta de Gobierno del Banco de México redujo en 25 puntos base adicionales la tasa de referencia, para situarla en 4.5 por ciento, y decidió hacer una pausa en el ciclo de relajación monetaria que ha mantenido en agosto y septiembre.

II. Entorno Económico en el Primer Semestre

En esta sección se examina, en primer lugar, la evolución del entorno internacional. Posteriormente, se describe la evolución de la demanda y de la oferta agregadas en la economía mexicana. Este análisis se complementa con el estudio de la cuenta corriente y la cuenta de capital. Asimismo se revisa la trayectoria del empleo y los salarios. Finalmente, se reporta la evolución de la inflación medida a través de los distintos índices de precios.

Después de la considerable contracción registrada a finales del año pasado y principios de éste, la actividad económica mundial registró una modesta expansión durante el segundo trimestre de 2009, aunque la recuperación fue dispar entre regiones y al interior de las mismas. Algunas de las principales economías avanzadas, como es el caso de Francia, Alemania y Japón, registraron tasas de crecimiento económico positivas, mientras que Estados Unidos y la zona del euro moderaron significativamente el ritmo de caída de su producto. En el caso de las economías emergentes, la recuperación ha sido más marcada, destacando el caso de Asia. Por su parte, la inflación registró una tendencia descendente en economías avanzadas y emergentes, reflejando brechas del producto cada vez más amplias y precios de los productos primarios todavía relativamente bajos, a pesar del repunte observado a lo largo del segundo trimestre. Las condiciones en los mercados financieros mejoraron, en general, durante el periodo abril-junio. Cabe señalar que, aunque la posibilidad de un problema sistémico en los mercados financieros se ha reducido significativamente, la situación en éstos dista de ser normal y muchos de ellos continúan dependiendo del apoyo público.

La economía de Estados Unidos se contrajo 1.0 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el segundo trimestre de 2009 (3.9 por ciento en relación al mismo trimestre del año anterior), una mejoría significativa respecto a la caída de 6.4 por ciento observada en el primer trimestre. Ésta se debió fundamentalmente a una moderación en el ritmo de contracción de la inversión bruta, particularmente en equipo y software, y a la contribución positiva del gasto público. Por otra parte, se espera que la economía estadounidense se fortalezca de manera gradual durante el segundo semestre de 2009, en respuesta a una menor desacumulación de inventarios, a las medidas de estímulo fiscal y monetario y a las mejores condiciones en los mercados financieros. No obstante, los principales retos para las autoridades en el futuro previsible continúan siendo la normalización de la situación del sistema financiero, el diseño de una estrategia de disminución de los enormes déficit fiscales previstos para los próximos años, y la definición de una estrategia de salida de las medidas de relajamiento crediticio implementadas por el Banco de la Reserva Federal para apoyar a los sectores financiero y real.

En otras economías avanzadas también se observó una menor debilidad de la actividad económica durante el segundo trimestre. En la zona del euro, el PIB se contrajo 0.5 por ciento a tasa trimestral anualizada en este lapso, comparado con una caída de 9.5 por ciento en el primer trimestre. Por su parte, la

economía japonesa registró un crecimiento de 2.3 por ciento a tasa trimestral anualizada, luego de una contracción de 12.4 por ciento en el trimestre previo. El Reino Unido redujo su ritmo de contracción del PIB: en el segundo trimestre éste disminuyó 2.6 por ciento a tasa trimestral anualizada, después de registrar durante el primer trimestre su peor desempeño desde 1958 (caída de 9.3 por ciento a tasa trimestral anualizada).

Las economías emergentes están mostrando una recuperación más pronunciada, encabezadas por el mayor dinamismo de Asia, particularmente China y la India, aunque con una diferenciación importante entre regiones y países. En China, en parte gracias a las medidas de estímulo fiscal y monetario implementadas desde el año pasado, durante el periodo abril-junio el PIB creció a una tasa anual de 7.9 por ciento (6.1 por ciento en el primer trimestre). La actividad económica en otras economías emergentes de Asia también se fortaleció, apoyada en parte por la expansión de la demanda en China, que ha impulsado los flujos de comercio regional. Por su parte, la economía rusa continuó inmersa en una situación de debilidad. En América Latina, el PIB se contrajo durante el primer trimestre de 2009 a tasa trimestral anualizada. En el segundo trimestre las economías de la región registraron un comportamiento dispar. Así, por ejemplo, mientras que Brasil, Argentina y Colombia observaron una expansión, la actividad económica en Chile y Perú continuó contrayéndose.

Durante el segundo trimestre, la inflación general al consumidor en los países avanzados continuó con la tendencia descendente observada desde la segunda mitad del año pasado. Lo anterior reflejó fundamentalmente la debilidad de la actividad económica en estos países y la caída de los precios de los productos primarios desde sus máximos históricos. Cabe señalar que, con excepción de Japón, la reducción de la inflación subyacente ha sido de mucho menor magnitud que en el caso de la inflación general.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor mostró variaciones anuales negativas durante el segundo trimestre. La inflación subyacente, por su parte, se contrajo ligeramente a lo largo del periodo abril-junio, cerrando el trimestre en 1.7 por ciento. En la zona del euro, la inflación general registró en junio una cifra negativa en términos anuales (-0.1 por ciento) por primera vez desde el inicio de la serie en 1997. Por su parte, la inflación subyacente fue de 1.4 por ciento en ese mes. La inflación en el Reino Unido se ha mantenido más elevada que en el resto de las principales economías avanzadas, aunque ha mostrado también una disminución importante desde la segunda mitad del año pasado. En las economías emergentes se ha observado una moderación de la inflación general, aunque en algunos casos la depreciación de los tipos de cambio nominales y el alza en las cotizaciones de la energía, han atenuado las presiones a la baja sobre la misma.

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

incertidumbre. En este sentido, las distintas facilidades de liquidez y acceso al crédito implementadas por la Reserva Federal de Estados Unidos desde finales de 2007, ayudaron significativamente a la prevención de un colapso del sistema financiero y a evitar la prolongación de las condiciones de extrema astringencia en los mercados de crédito. Conforme las condiciones han ido mejorando, la Reserva Federal ha retirado algunas de estas iniciativas, manteniendo o adecuando otras dependiendo de la situación particular de cada uno de los segmentos de mercado.

En el segundo trimestre de 2009, se adoptaron una serie de medidas adicionales que contribuyeron de manera importante a fortalecer la confianza en los mercados financieros internacionales. Destacan las acciones anunciadas a principios de abril por el G20, las cuales incluyeron el objetivo de fortalecer el marco internacional de regulación y supervisión financiera, un incremento sustancial de los recursos disponibles para los principales organismos financieros internacionales, y la creación de la Junta de Estabilidad Financiera a partir de la ampliación del Foro de Estabilidad Financiera, entre otras.

Las medidas de estabilización financiera, conjuntamente con la aplicación de políticas contracíclicas, han resultado en una mejora significativa de las condiciones financieras globales. Sin embargo, como se señaló, la situación en los mercados financieros internacionales dista de haber regresado a una situación de normalidad y se requiere mantener muchas de las medidas de apoyo mientras no estén sentadas bases firmes de una recuperación. El proceso de saneamiento financiero en las economías avanzadas ha sido dispar, registrándose mayores avances en Estados Unidos y el Reino Unido en relación a la zona del euro.

El entorno de recesión global y restricción de financiamiento que prevaleció durante el primer semestre de 2009 condujo a una fuerte disminución de las exportaciones y a una importante propagación de este choque al mercado doméstico de nuestro país. Como consecuencia de lo anterior, durante ese periodo el PIB registró una contracción a tasa anual de 9.2 por ciento, continuando así con la tendencia negativa que se venía observando en la actividad productiva desde el segundo semestre del año anterior.

Es relevante mencionar que la tendencia negativa de la actividad productiva descrita anteriormente se vio acentuada durante el segundo trimestre del año por tres eventos de índole temporal: i) el efecto del brote de influenza A(H1N1) sobre los niveles de producción de actividades consideradas de alto riesgo de contagio (restaurantes, hoteles, esparcimiento, comercio al menudeo, entre otras); ii) el paro de actividades en las plantas automotrices de las empresas armadoras cuyas matrices en Estados Unidos estuvieron sujetas a procesos de concurso mercantil; y, iii) el efecto de la Semana Santa sobre los niveles de actividad productiva en abril. Así, mientras que durante el primer trimestre del año el PIB disminuyó 8 por ciento anual, el ritmo de contracción anual de este agregado se acentuó en el segundo trimestre, al registrarse una caída de 10.3 por ciento.

También es importante destacar que la caída en la actividad económica fue en buena medida generalizada, tanto en términos de los diferentes componentes de la demanda agregada, como en términos de los distintos sectores productivos. En efecto, el ambiente recesivo mundial condujo a una fuerte contracción de la demanda externa, lo cual a su vez afectó adversamente a los niveles de actividad de los sectores productores de bienes comerciales. Por su parte, la propagación del choque externo al mercado doméstico se reflejó en un importante ajuste de los niveles de gasto interno y, en consecuencia, en una reducción significativa de la producción de bienes y servicios no comerciables. Cabe señalar en relación con este punto que, en buena medida, el ajuste de la demanda doméstica se llevó a cabo a través de una contracción del gasto privado. En cambio, el componente público de la demanda agregada (consumo e inversión) mostró una evolución positiva durante el primer semestre del presente año, de manera congruente con la política fiscal que se instrumentó ante la coyuntura que enfrentó la economía.

Profundizando en lo anterior, durante el primer semestre de 2009 los distintos componentes de la demanda agregada registraron caídas importantes en términos anuales. En particular, en el semestre de referencia el consumo total presentó una disminución anual de 7.7 por ciento, tasa que contrasta con el crecimiento de 1.4 por ciento registrado en 2008. Hacia dentro de este agregado, el gasto en consumo privado disminuyó en 9.2 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que el consumo del sector público aumentó en 2.3 por ciento anual.

Por su parte, la formación bruta de capital fijo, medida a precios constantes, registró en el primer semestre de 2009 una reducción anual de 11.5 por ciento, lo cual contrasta con el aumento de 4.9 por ciento observado en 2008. La referida caída de la inversión fue resultado de la combinación de una reducción de 19 por ciento anual en la efectuada por el sector privado y de un aumento de 26 por ciento en la del sector público. Cabe mencionar que, a lo largo del periodo que se reporta, se acentuó la tendencia negativa de la inversión, al mostrar ésta caídas de 7.3 y 15.2 por ciento anual en el primero y segundo trimestres, respectivamente. La evolución registrada por la inversión privada fue congruente con: un clima de negocios desfavorable; la persistencia de condiciones astringentes en los mercados financieros internacionales y en el mercado crediticio nacional; las expectativas de menores ventas ante el deterioro de la demanda externa y del consumo interno; y, la reducción en las utilidades de las empresas observada durante el primer semestre del año.

En lo que corresponde a los niveles de actividad de los distintos sectores productivos, cabe destacar que la caída del PIB en el primer semestre del año fue resultado de importantes disminuciones tanto en el sector industrial, como en el de los servicios. En particular, la producción industrial registró una reducción anual de 10.7 por ciento, en tanto que los servicios se contrajeron en 9 por ciento. En cambio, las actividades primarias aumentaron en 1.3 por ciento anual durante el periodo de referencia.

En relación con lo anterior, la trayectoria negativa que venía mostrando la producción industrial desde la segunda mitad del año anterior se vio acentuada en el segundo trimestre de 2009 de manera importante por los paros técnicos llevados a cabo por algunas empresas ensambladoras de vehículos y por el

efecto de la Semana Santa. Al interior de este sector, la actividad manufacturera es la que mostró la mayor contracción al verse afectada, en adición a los referidos paros técnicos, por la profundización de la caída de las exportaciones y por un mayor debilitamiento de la demanda interna por sus productos. Por su parte, en lo referente al sector servicios, su caída durante el primer semestre de 2009 reflejó, entre otros, los siguientes factores: i) la tendencia negativa que mostró la masa salarial; ii) la condiciones de mayor astringencia en los mercados financieros, lo cual contribuyó a que disminuyera el financiamiento a los consumidores; iii) la caída de los niveles de inversión, lo cual pudo haber conducido a una menor demanda por servicios de apoyo a los negocios y por servicios financieros; y, iv) el hecho de que algunos servicios se vieron especialmente afectados por la caídas en la producción manufacturera y en los volúmenes de comercio exterior, como lo son el comercio y el transporte de carga. Debe mencionarse también que la tendencia negativa de estas actividades se vio acentuada en el segundo trimestre por las medidas preventivas adoptadas por las autoridades ante el brote del virus de influenza y por los efectos de este último sobre la demanda que enfrentan algunos servicios particulares (turismo, restaurantes, esparcimiento, comercio al menudeo, entre otros).

Durante el primer semestre de 2009, las cuentas externas del país se vieron afectadas por la tendencia negativa que registró la demanda externa. Sin embargo, la profundización y generalización de la transmisión del choque externo al mercado doméstico condujo a una contracción de gran magnitud de las importaciones, lo que a su vez propició que, no obstante la caída de las exportaciones, la balanza comercial y la cuenta corriente presentaran menores déficit que en el mismo periodo del año anterior. Ello a pesar de que, en el segundo trimestre de 2009, el brote de influenza exacerbó temporalmente la caída de la demanda externa, al haber provocado una disminución importante en los ingresos por viajeros internacionales. En particular, los principales aspectos que caracterizaron la evolución del sector externo en el semestre que se reporta fueron: i) una contracción anual de las exportaciones no petroleras de 24.3 por ciento (aumento de 5.2 por ciento en 2008); ii) una disminución de las exportaciones petroleras de 55.6 por ciento, reflejo de reducciones tanto del precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, como del volumen exportado; iii) una caída anual de 30.6 por ciento de las importaciones (aumento de 9.5 por ciento en 2008); iv) una disminución anual de 17 por ciento de los ingresos por viajeros internacionales (incremento de 3.4 por ciento en 2008); v) una contracción anual de los ingresos por remesas familiares de 11.9 por ciento, lo cual es congruente con la caída que registró la economía de Estados Unidos y, en particular, su sector de construcción de vivienda; vi) un déficit moderado de la cuenta corriente de la balanza de pagos de 2,928 millones de dólares (déficit de 4,742 millones de dólares en el primer semestre de 2008); vii) un flujo negativo en la cuenta de capital de 4,718 millones de dólares; y, viii) una reducción de las reservas internacionales por 11,260 millones de dólares, si bien se espera, en gran medida, que como resultado de los ingresos provenientes de la cobertura petrolera en el segundo semestre del año, hacia finales del mismo las reservas se ubicarán en un nivel similar al que registraron a finales de 2008.

En el primer semestre de 2009, se observó un deterioro importante en las condiciones prevalecientes en el mercado laboral del país. En particular, la

disminución que registró la actividad económica se vio reflejada en una reducción significativa de la demanda de trabajo y en aumentos en las tasas de desocupación y subocupación. Es importante mencionar que, durante el segundo trimestre de este año, los indicadores de empleo y desempleo y, especialmente, los de subocupación, también se vieron afectados por las medidas preventivas adoptadas por las autoridades para evitar la propagación del virus de influenza A(H1N1) y por los efectos del brote de dicho virus sobre la demanda que enfrentan algunas actividades particulares.

El descenso del empleo en la economía durante el primer semestre de 2009 fue notorio en los datos de trabajadores asegurados en el IMSS. En efecto, al cierre de junio de 2009, el número de trabajadores asegurados (permanentes y eventuales urbanos) se situó en 13,793,761 personas, lo que implicó un decremento anual de 596,200 personas (4.1 por ciento). Esto se compara con las variaciones anuales registradas al cierre de 2008 y del primer trimestre de 2009 de -37,535 trabajadores (-0.3 por ciento) y de -372,289 trabajadores (-2.6 por ciento), respectivamente.

La contracción en los niveles de empleo formal tendió a generalizarse en los distintos sectores productivos, si bien fue más acentuada en el sector industrial, particularmente en las industrias de la transformación y de la construcción. Así, al cierre de junio dicho indicador mostró caídas anuales de 116.1 miles de trabajadores en la construcción (-9.5 por ciento) y de 425.7 miles de personas (-11 por ciento) en el sector de transformación. Por su parte, el empleo formal en el sector de servicios registró una reducción anual de 60.2 miles de personas (-0.7 por ciento). Por otra parte, es de destacar que el menor dinamismo de los trabajadores asegurados abarcó a las diversas regiones del país, pero fue más acentuado en la zona norte, donde el sector industrial tiene una mayor participación relativa en la ocupación.

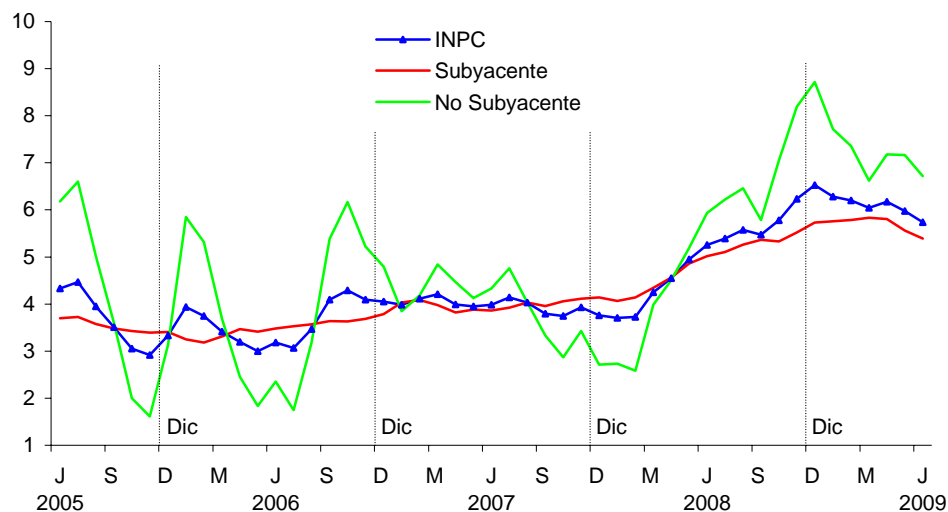
Como consecuencia de la evolución que registraron los niveles de empleo, las tasas de desocupación en el país presentaron aumentos significativos en el periodo de referencia. De acuerdo con la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI, la tasa de desocupación nacional medida con datos desestacionalizados se ubicó en 5.2 por ciento en el primer semestre de 2009, constituyendo esta cifra la tasa más elevada desde que se tiene registro de esta variable, a partir del año 2000. Por su parte, en el mismo periodo, la tasa de desocupación urbana alcanzó un nivel promedio, en términos ajustados por estacionalidad, de 6.5 por ciento. Este nivel sólo es comparable con las tasas alcanzadas a finales de 1996. Por lo que respecta a la población subocupada, la cual se refiere a aquellos trabajadores que manifestaron tener necesidad y disponibilidad para laborar más horas de las que su ocupación actual les permite, ésta se ubicó en 9.6 por ciento de la población ocupada en el primer semestre de 2009 (6.9 por ciento en 2008).

Finalmente, con base en los resultados de la ENOE, se calcula que el ingreso nominal del personal ocupado remunerado total del país registró un incremento promedio de 0.5 por ciento durante el primer semestre de 2009. Esta cifra es menor en 1.9 puntos porcentuales al aumento promedio observado en 2008 (2.4 por ciento). Por su parte, el salario base de cotización al IMSS correspondiente a los trabajadores afiliados a dicho instituto registró una variación anual promedio de 4.9 por ciento durante el primer semestre de 2009, cifra que

se ubica por debajo del 5.3 por ciento observado en promedio durante 2008. En lo que respecta a los salarios contractuales de jurisdicción federal, en el lapso enero-junio de 2009, éstos registraron un incremento promedio de 4.4 por ciento, dato similar al registrado durante el año previo. Por último, es relevante destacar que la masa salarial del sector formal de la economía en términos reales, medida con base en el salario medio de cotización en el IMSS y el número de trabajadores asegurados en dicho instituto, se contrajo 4.1 por ciento anual en el primer semestre de 2009. Esta cifra se compara desfavorablemente con los incrementos de 5.7 y 2.2 por ciento observados en 2007 y 2008, respectivamente.

Durante el primer semestre de 2009 la inflación general anual mostró una trayectoria descendente, pasando de 6.53 por ciento en diciembre de 2008 a 5.74 por ciento en junio de 2009 (Gráfica 1). Con excepción de abril, el dato de la variable referida fue a la baja a lo largo de los seis meses analizados. No obstante, si se consideran las condiciones recesivas que enfrentó la economía durante el periodo de referencia, la baja en el ritmo de crecimiento general de precios ha sido relativamente moderada. Cabe comentar, que la evolución observada en la inflación general se explica por el comportamiento tanto del componente subyacente, como por el no subyacente.

Gráfica 1
INPC e Índices de Precios Subyacente y No Subyacente
 Variación anual en por ciento



La inflación subyacente mostró una trayectoria a la baja entre diciembre de 2008 y junio de 2009, al pasar de 5.73 a 5.39 por ciento, en tanto que sus principales subíndices presentaron patrones opuestos. Como se señaló, se considera que la depreciación cambiaria ha influido en la inflación del subíndice subyacente de las mercancías, la cual aumentó de 6.45 por ciento en diciembre de 2008, a 6.87 por ciento en junio de 2009. A este respecto, el grupo de las mercancías no alimenticias fue el más afectado por el ajuste en la paridad cambiaria. En contraste, en el grupo de los alimentos procesados, los efectos sobre los precios de la depreciación cambiaria se vieron diluidos por la presencia de varios efectos aritméticos en virtud de que aumentos de precios que ocurrieron

en algunos genéricos en 2008, no se repitieron con la misma magnitud durante 2009 (destacan en este sentido, aceites y grasas vegetales comestibles, arroz y pan dulce). Ello dio lugar a la disminución en su inflación anual.

En lo que respecta al subíndice subyacente de los servicios, éste registró menores tasas de inflación anual durante los primeros seis meses del año, pasando de 5.07 a 4.01 por ciento entre diciembre de 2008 y junio de 2009. De igual forma, en las fechas señaladas, los tres grupos que integran el subíndice mencionado (vivienda, educación y resto de servicios) disminuyeron el ritmo de crecimiento de sus precios. En el caso de la vivienda, su perfil inflacionario se debió a los menores costos en varios materiales para la construcción, en tanto que la desaceleración económica y el brote del virus de la influenza incidieron a la baja en los precios de varios genéricos asociados a los servicios de turismo y alimentación.

En el caso de la inflación no subyacente, sus variaciones de precios a tasa anual disminuyeron de 8.72 por ciento en diciembre de 2008, a 6.72 por ciento en junio de 2009. A este resultado contribuyó la evolución descendente en la tasa de variación anual de las cotizaciones del subíndice de los bienes y servicios administrados y concertados, la cual pasó de 7.27 a 3.32 por ciento en los meses señalados. En el semestre de referencia, el grupo de los bienes y servicios administrados presentó una menor tasa de crecimiento en sus precios, principalmente en lo que se refiere a las tarifas de electricidad y de gas para uso doméstico, las cuales tuvieron incrementos importantes en 2008, mismos que no se repitieron en igual proporción durante el presente año. Una situación similar provocó que las cotizaciones de los bienes y servicios concertados también disminuyeran sus tasas de variación anual en el primer semestre de 2009, pues durante dicho lapso, las tarifas de transporte urbano y los derechos por suministro de agua presentaron aumentos inferiores a los ocurridos en 2008.

Por su parte, la tasa de inflación anual del subíndice de productos agropecuarios aumentó de 11.63 por ciento en diciembre de 2008, a 13.47 por ciento en junio de 2009. El grupo de las frutas y verduras se caracterizó por tener fluctuaciones en las tasas de variación de sus precios a lo largo del primer semestre de 2009; sin embargo, en las fechas referidas, su inflación pasó de 10.58 a 14.08 por ciento como resultado de factores que restringieron la oferta de algunos perecederos como jitomate, papa, chile poblano y aguacate, y que provocaron aumentos en sus cotizaciones, sobre todo, en el segundo trimestre. Aunado a lo anterior, el grupo de los productos pecuarios presentó mayores variaciones en sus precios, principalmente durante los primeros tres meses de 2009, las cuales comenzaron a moderarse a partir de marzo; no obstante lo anterior, la tasa de inflación anual de dicho grupo pasó de 12.34 a 13.09 por ciento entre diciembre de 2008 y junio de 2009.

En los primeros seis meses de 2009 el Índice del Costo de la Construcción Residencial registró una disminución en su tasa de variación anual, al pasar de 9.57 por ciento en diciembre de 2008, a -2.63 por ciento en junio de 2009. La baja mostrada por este indicador se debió a las menores cotizaciones que durante el semestre presentaron los productos de alambre, cuya tasa de inflación anual pasó de 24.71 por ciento al cierre de 2008, a -35.06 por ciento en junio de 2009.

III. La Política Monetaria durante el Primer Semestre de 2009

III.1. Acciones de Política Monetaria

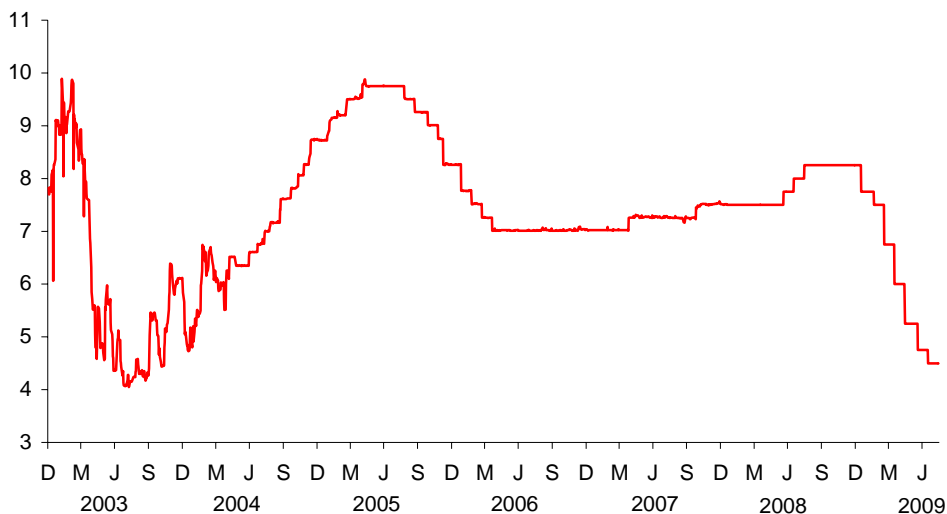
Durante el primer semestre de 2009, la economía mexicana estuvo afectada por el entorno recesivo que caracterizó a la economía mundial en este periodo. Ello, aunado a ciertos factores internos de índole temporal como se ha mencionado en secciones previas de este Informe, propició un debilitamiento importante de la actividad económica en nuestro país. Por su parte, la inflación mostró un punto de inflexión en diciembre de 2008 y comenzó a mostrar una mejoría en el periodo de referencia, si bien su reducción fue relativamente lenta al considerar la fuerte contracción de la economía en dicho periodo.

Teniendo en consideración lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México señaló en sus comunicados de política monetaria de los primeros seis meses del año que la fuerte contracción económica implicó un deterioro más significativo del balance de riesgos por el lado de la actividad económica que en lo tocante a la inflación. Ante ello, la Junta de Gobierno del Instituto Central redujo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 50 puntos base en enero, 25 puntos base en febrero, y en 75 puntos base en los meses de marzo, abril y mayo (Gráfica 2). Asimismo, la Junta de Gobierno del Banco de México anunció una reducción de 50 puntos base en su comunicado correspondiente al mes de junio y señaló que su ciclo de relajación estaba cerca de concluir. Posteriormente, en el comunicado del mes de julio el objetivo referido se redujo 25 puntos más, decidiéndose hacer una pausa en el ciclo de relajación monetaria que se ha mantenido en agosto y septiembre. Con estas acciones, dicho objetivo disminuyó de un nivel de 8.25 en diciembre de 2008, a 4.50 por ciento en julio del presente, acumulando con ello una reducción de 375 puntos base.

En un contexto en el que el tipo de cambio real en México registró una depreciación considerable, era previsible un incremento en el precio relativo de las mercancías respecto del de los servicios. Ello implica que, temporalmente, los incrementos en los precios de las mercancías tenderían a ser mayores a los de los servicios. En efecto, durante el primer semestre se observó que las variaciones en los precios del subíndice subyacente de las mercancías fueron mayores que las correspondientes a los precios del subíndice subyacente de los servicios.

Es importante mencionar que, a partir de finales de 2008, cuando la inflación en México llegó a su punto más alto, tanto la magnitud como la velocidad con las que ha disminuido han sido menores que las observadas en países desarrollados y en otras economías emergentes.

Gráfica 2
Tasas de Interés
 Tasa de Interés Interbancaria a 1 Día
 Por ciento anual



Sin embargo, es necesario considerar que la caída en la demanda agregada no es el único choque que ha afectado a la dinámica de la inflación en México durante los últimos trimestres. En efecto, en este periodo los precios se han visto afectados por otras perturbaciones, algunas de las cuáles actúan en dirección contraria al choque de demanda agregada. Entre éstas destacan: i) la depreciación cambiaria, que en algún momento llegó a ser mayor al 40 por ciento, y que además ha sido acompañada por una alta volatilidad; ii) la falta de competencia en ciertos sectores de la economía, que al interactuar con otro tipo de rigideces y distorsiones, podría conducir a que los precios en la economía se ajusten menos y con menor rapidez ante diversos choques, y a que la respuesta de los precios pudiera ser asimétrica ante choques de costos; y, iii) la heterogeneidad en la frecuencia de ajuste de precios entre distintos sectores también podría estar afectando la velocidad de ajuste de la inflación.⁴

En los siguientes trimestres, se espera que persistan condiciones en la economía que conduzcan a que la inflación continúe con su tendencia decreciente. En este sentido, en la medida en que los analistas económicos habían venido revisando a la baja sus expectativas de crecimiento para la economía de Estados Unidos, también ajustaron sus expectativas de crecimiento para la economía mexicana. Sin embargo, en los últimos meses las expectativas correspondientes a la actividad económica estadounidense en 2009 han tendido a mejorar. En este contexto, si bien las expectativas correspondientes a la economía mexicana también presentaron un deterioro en el primer semestre del año, conviene destacar que en este caso también existen diversos indicadores que muestran un cambio de tendencia en la segunda mitad de 2009.

Con base en lo anterior, un elemento de gran importancia para evaluar el impacto de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía sobre la inflación es la evolución de la brecha del producto. En efecto, dada la fuerte contracción de

⁴ Para mayor detalle ver la sección 4 del Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2009.

la actividad productiva en el país durante el primer semestre del año, diversos indicadores de brecha del producto sugieren que ésta se amplió de manera importante en ese periodo. Al cierre del primer semestre del año, la economía mostraba un exceso de capacidad productiva manufacturera, un grado importante de holgura en el mercado laboral y, como se mencionó, una fuerte caída del gasto doméstico. Teniendo esto en consideración, a pesar de que se espera que el ritmo de actividad comience a mostrar una recuperación en la segunda mitad del año, para lo que resta de 2009 y posiblemente una parte importante de 2010, es previsible que la brecha del producto continúe siendo importante. Esto es, no obstante de que se estima que diversos indicadores de la actividad productiva comiencen a mostrar mejores cifras, el crecimiento de la economía esperado para los siguientes trimestres es inferior al que se considera es su crecimiento potencial, por lo que se espera que las condiciones de holgura en la economía persistan.

En suma, la tendencia a la baja de la inflación subyacente de servicios se espera continúe en los siguientes meses. Asimismo, si bien la inflación subyacente de mercancías aumentó en los primeros meses del año, es de esperarse que la disminución que ésta registró desde mayo pueda prolongarse en la medida en que el efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios de las mercancías parece ya haberse absorbido en su mayor parte. Por consiguiente, es previsible que los efectos de la fase cíclica por la que atraviesa la economía se manifiesten con mayor claridad sobre la inflación general en la segunda mitad de 2009.

En lo que respecta a las expectativas de inflación para el mediano y largo plazo, diversos indicadores sugieren que durante el primer semestre del año éstas se mantuvieron relativamente bien ancladas.

Por lo que se refiere a la evolución de la curva de rendimientos, a raíz de las acciones de política monetaria antes mencionadas, las tasas de interés de menor plazo registraron una disminución importante de enero a julio, manteniéndose relativamente sin cambio en los meses de agosto y septiembre. Por su parte, en virtud de la incertidumbre que se generó en torno a los posibles efectos de la depreciación del tipo de cambio sobre la inflación y acerca de la disponibilidad de recursos para el financiamiento de las cuentas externas de la economía mexicana, durante los primeros dos meses del año se registró un incremento en las primas de riesgo que condujo a un aumento en las tasas de mayor plazo, propiciando un empinamiento de la curva de rendimientos. No obstante, hacia finales del primer trimestre se revirtió dicho aumento debido a las acciones adoptadas por las autoridades financieras en México que contribuyeron a despejar la incertidumbre que prevalecía en los mercados nacionales, y a un panorama global más favorable para los mercados emergentes, a raíz de los anuncios para la canalización de recursos de las economías avanzadas a las primeras. En los meses de junio y julio las tasas de interés de mayor plazo volvieron a registrar un incremento. Ello pudo obedecer, entre otros factores, a mayores primas de riesgo demandadas por los inversionistas, ante la fuerte contracción que sufrió durante el primer semestre la actividad económica en México, ya que como se mencionó previamente, durante este episodio las expectativas de inflación de mediano y largo plazo se mantuvieron relativamente bien ancladas. Finalmente, durante agosto y septiembre, las referidas tasas de

interés registraron cierta disminución, revirtiéndose parte del incremento antes señalado y conduciendo a un nuevo aplanamiento de la curva de rendimientos.

Por otra parte, después de que durante los primeros meses del año se observaron caídas importantes en los precios de diversos activos en las economías emergentes, incluidos los tipos de cambio, durante el segundo trimestre se observó una mejora considerable en el apetito por riesgo en los mercados internacionales que revirtió parte de dichas caídas. En el caso de México, las medidas adoptadas por las autoridades financieras también contribuyeron a que se revirtiera parte del incremento en el indicador de riesgo país, así como de la depreciación cambiaria que se había registrado en los meses anteriores y a que la volatilidad en el mercado cambiario disminuyera durante el segundo trimestre del año.⁵

III.2. Agregados Monetarios y Crediticios

En el primer semestre de 2009, la base monetaria continuó presentando tasas de crecimiento anual elevadas y superiores a las observadas en 2008, registrando una variación anual promedio de 19.6 por ciento (14.2 por ciento en el segundo semestre de 2008).⁶ No obstante, como resultado de factores estacionales, en el primer semestre de 2009 la base monetaria se redujo en 45,912 millones de pesos. Por su parte, en este mismo periodo, los activos internacionales netos se redujeron en 13,721 millones de dólares, lo que en su valuación en moneda nacional representó un flujo efectivo negativo de 196,124 millones de pesos. La mayor reducción de los activos internacionales netos que de la base monetaria implicaron, en el primer semestre, un incremento en el crédito interno neto del Banco de México de 150,211 millones de pesos.

El deterioro en las perspectivas de los ingresos externos y las condiciones de astringencia en los mercados de capitales generaron, en los dos primeros meses de 2009, incertidumbre con respecto al monto de recursos que estaría disponible para financiar el déficit en cuenta corriente. Con la finalidad de disipar esta incertidumbre, en marzo de 2009, la Comisión de Cambios dio a conocer un análisis del comportamiento esperado para el año de la balanza de pagos, en el cual se concluye que en este año México no enfrenta problemas para el financiamiento del déficit estimado de la cuenta corriente.⁷

Posteriormente, en mayo de 2009 la Comisión de Cambios presentó una revisión del comportamiento esperado de la balanza de pagos para 2009. Si bien en dicho ejercicio se redujo el superávit esperado de la cuenta de capital, como resultado de una mayor disminución en la inversión extranjera directa respecto a lo originalmente previsto, también se ajustó a la baja el déficit de la cuenta corriente proyectado para el año. Esto, reflejando una mayor contracción de la economía nacional a la previamente anticipada. Dadas las cifras implícitas en ese escenario, se concluyó nuevamente que México enfrenta condiciones

⁵ Para mayor detalle de las medidas implementadas ver sección 3.2.2.2 del Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2009 y la misma sección del Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2009.

⁶ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

⁷ Véase el Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 5 de marzo de 2009.

favorables para el financiamiento del déficit de la cuenta corriente en 2009.⁸ Adicionalmente, México tiene acceso, con carácter precautorio, a los recursos de una “Línea de Crédito Flexible” (FCL por sus siglas en inglés) del Fondo Monetario Internacional, por un monto de 31,528 millones de Derechos Especiales de Giro (alrededor de 47 mil millones de dólares) a un plazo de un año, con posibilidades de renovación, línea que en las condiciones actuales no se anticipa utilizar.⁹ Por otra parte, el 21 de abril de 2009, el Banco de México realizó una subasta de créditos en dólares entre la banca comercial y la banca de desarrollo del país, utilizando para tal efecto recursos provenientes del mecanismo temporal para el intercambio de divisas (conocido como “línea swap”) establecido con la Reserva Federal de Estados Unidos. En esta subasta, por un monto de 4,000 millones de dólares, se asignaron 3,221 millones de dólares.¹⁰ De esta forma, como resultado del mejoramiento de las condiciones financieras en los mercados internacionales y las medidas adoptadas en México, se ha observado una menor volatilidad en el tipo de cambio y es posible que prevalezcan condiciones menos restrictivas en el otorgamiento de crédito proveniente del exterior.

Dado el interés de las autoridades financieras de promover condiciones ordenadas en el mercado cambiario, y con la finalidad de sincronizar los ingresos de divisas con su uso, la Comisión de Cambios consideró oportuno establecer mecanismos para garantizar que una parte significativa de la acumulación proyectada de reservas internacionales durante 2009 se vendiera en el mercado cambiario. Los mecanismos de intervención establecidos para el periodo del 9 de marzo al 8 de junio fueron: i) el inicio de subastas diarias sin precio mínimo por 100 millones de dólares; ii) la reducción de las subastas diarias, que se realiza a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior, de 400 a 300 millones de dólares; y, iii) mantener la posibilidad de realizar ventas extraordinarias de divisas en caso de que el mercado así lo requiera.¹¹ Posteriormente, a partir del 9 de junio de 2009, con vigencia al 8 de septiembre de este año, estos mecanismos se modificaron, reduciendo el monto de subasta diaria sin precio mínimo de 100 a 50 millones de dólares y de la subasta con precio mínimo de 300 a 250 millones de dólares.¹²

En el primer semestre de 2009, las subastas de dólares ascendieron a 11,735 millones de dólares. Las ventas de dólares a través de subastas de dólares sin precio mínimo ascendieron a 7,000 millones de dólares, mientras que las asignadas mediante subastas con precio mínimo fueron de 2,900 millones de

⁸ Véase el Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 29 de mayo de 2009. Posteriormente, esta Comisión señaló que la actualización del comportamiento esperado de la balanza de pagos confirma que México enfrenta un panorama favorable para el financiamiento del déficit de la cuenta corriente para 2009 (véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de septiembre de 2009).

⁹ Véanse Comunicados de Prensa de la Comisión de Cambios del 1 de abril y del 17 de abril de 2009.

¹⁰ Véanse Comunicados de Prensa del Banco de México del 3 de abril y del 21 de abril de 2009.

¹¹ Las subastas diarias a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior se iniciaron el 9 de octubre de 2008, mientras que la primera venta extraordinaria de divisas se realizó el 8 de octubre de 2008 (véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 8 de octubre de 2008).

¹² El 1 de septiembre de 2009, la Comisión de Cambios tomó las siguientes medidas: i) continuar con la subasta diaria sin precio mínimo por 50 millones de dólares hasta el 30 de septiembre y suspenderla a partir del 1 de octubre; ii) seguir realizando subastas diarias con precio mínimo por 250 millones de dólares; y, iii) mantener la posibilidad de realizar ventas extraordinarias de divisas.

dólares. En este periodo, la ventas extraordinarias de dólares ascendieron a 1,835 millones de dólares.

Por otra parte, como resultado de la desaceleración de la economía y de las condiciones de astringencia que aún prevalecen en los mercados financieros internacionales, los flujos internos y externos de ahorro financiero se han reducido. La información sobre las fuentes y usos de recursos financieros de la economía, disponible a junio de 2009, muestra que el flujo revalorizado anual de las fuentes totales de recursos financieros representó 4.3 por ciento del PIB, inferior al flujo anual registrado al cierre del primer semestre del año anterior, 4.8 por ciento del producto (Cuadro 1).

Cuadro 1
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujos Anuales a Junio de:			Saldo	
	2007	2008	2009	Jun-09	Estructura %
Total de fuentes	3.1	4.8	4.3	74.4	100.0
Financiamiento interno ^{1/}	4.4	5.3	5.1	57.2	76.8
Financiamiento externo	-1.4	-0.4	-0.8	17.3	23.2
Total de usos	3.1	4.8	4.3	74.4	100.0
Sector público ^{2/}	0.7	1.5	3.4	38.4	51.5
Estados y municipios	0.1	0.1	0.3	1.5	2.1
Sector privado	3.9	3.5	0.4	30.9	41.4
Hogares	1.6	1.5	0.0	12.9	17.3
Consumo	1.0	0.6	-0.6	4.1	5.5
Vivienda ^{3/}	0.6	0.9	0.6	8.8	11.8
Empresas	2.3	2.0	0.4	18.0	24.1
Crédito de intermediarios financieros ^{4/}	1.6	1.3	0.6	8.7	11.6
Emisión de instrumentos de deuda	0.1	0.4	0.1	1.9	2.6
Externo	0.6	0.2	-0.3	7.4	9.9
Reserva internacional ^{5/}	-0.9	1.4	-1.3	8.3	11.2
Otros conceptos ^{6/}	-0.8	-1.6	1.4	-4.6	-6.2

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo. Los flujos anuales revalorizados y los saldos son expresados en por ciento del PIB nominal promedio de los últimos cuatro trimestres.

- 1/ Los flujos revalorizados anuales de las Fuentes Internas excluyen del agregado monetario M4 el efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE, debido a que no representó un flujo de recursos financieros, sino únicamente el reconocimiento de un pasivo por parte del sector público y la formación de un activo a favor de los trabajadores que decidieron cambiarse de régimen. La información sobre el saldo de las Fuentes Internas corresponde al agregado monetario M4, que si incluye este efecto.
- 2/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y el saldo como por ciento del PIB se refiere a su saldo histórico (SHRFSP), reportados por la SHCP. Las cifras de los flujos revalorizados excluyen el impacto de la reforma a la Ley del ISSSTE sobre los RFSP. La información del SHRFSP si incluye el efecto de esta reforma sobre la deuda pública.
- 3/ Cartera total de los intermediarios financieros y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT). Incluye programas de reestructura.
- 4/ Cartera total de los intermediarios financieros. 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.

La reducción del ahorro financiero interno ha presentado dos patrones principales. Por un lado, el crecimiento real de los agregados monetarios más líquidos (billetes y monedas en poder del público y la captación bancaria líquida), se ha estabilizado, después de haber presentado un mayor dinamismo desde finales de 2008. En el primer semestre de 2009, el agregado monetario M1 registró una variación real anual promedio de 6.8 por ciento. Por otra parte, el ahorro financiero en instrumentos a plazo ha mostrado una moderación en su

crecimiento, principalmente como resultado del efecto de la desaceleración económica sobre el ahorro voluntario. En cuanto al ahorro financiero forzoso, éste continúa presentando un crecimiento a tasa anual elevado, debido a cambios en la valuación de los valores en poder de las Siefores y al efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE sobre el saldo de este ahorro. De esta forma, el agregado monetario M4, en enero-junio de 2009, registró un crecimiento real anual promedio de 8.4 por ciento y de 4.8 por ciento sin considerar el efecto del cambio en la Ley del ISSSTE.

Con respecto al financiamiento de la economía se observa, por un lado, una reducción en el flujo de recursos disponibles y, por otro, un incremento del uso de recursos por parte del sector público y una reducción en los destinados al financiamiento del sector privado no financiero (Cuadro 1). La información de fuentes y usos de recursos financieros muestra que ha habido una reducción continua en el flujo revalorizado anual destinado al financiamiento del sector privado no financiero, el cual, a junio de 2009, representó 0.4 por ciento del PIB (3.5 por ciento del PIB en el mismo periodo de 2008). Por su parte, el respectivo flujo de financiamiento anual al sector público (incluyendo Estados y Municipios) se incrementó a lo largo de 2008 y el primer semestre de 2009, para representar a junio de 2009 3.7 por ciento del PIB (1.6 por ciento del PIB al segundo trimestre de 2008).

En el contexto de la fuerte contracción en la actividad económica que se ha observado y la situación de astringencia y reducida liquidez que continúa prevaleciendo en los mercados financieros, se observó una desaceleración del financiamiento al sector privado. Por la forma en como se está ajustando la economía, resulta difícil determinar cómo han contribuido la demanda y oferta de crédito a la contracción del financiamiento. No obstante, es claro que se ha dado una retroalimentación de este menor financiamiento al sector real de la economía, a través de su efecto sobre el gasto privado en consumo e inversión.

A pesar de que se observó una cierta mejoría en las condiciones de los mercados financieros internacionales en el segundo trimestre de 2009, el financiamiento a las empresas mexicanas en estos mercados continuó siendo limitado. La emisión de deuda por parte de empresas mexicanas en los mercados financieros internacionales se ha reducido, tal que en el primer semestre del año el saldo en dólares de este financiamiento presentó una disminución anual promedio de 13.5 por ciento. No obstante, en meses recientes un número reducido de empresas mexicanas han tenido acceso al financiamiento en estos mercados.

En lo que respecta al financiamiento interno, los choques que ha enfrentado la economía han implicado, por un lado, condiciones más restrictivas a causa de los cambios en la percepción de las condiciones de riesgo e incrementos en la morosidad de las carteras de crédito y, por otro, una reducción en la demanda de financiamiento, resultado de la contracción en la actividad económica y la incertidumbre sobre su evolución. El crédito directo vigente de la banca comercial al sector privado no financiero creció a una tasa real anual

promedio de 0.9 por ciento en este periodo, mientras que durante la segunda mitad de 2008 reportó un crecimiento de 10.6 por ciento.¹³

El crédito directo vigente de la banca comercial a los hogares presentó tasas negativas de crecimiento, registrando una disminución real anual de 7.3 por ciento durante el primer semestre de 2009 (en el último semestre de 2008 registró un crecimiento promedio anual de 4.2 por ciento). El crédito al consumo es el que mostró una mayor contracción. Desde el último trimestre de 2008, el crédito directo vigente de la banca comercial al consumo ha presentado tasas de crecimiento real anual negativas cada vez mayores. Adicionalmente, la calidad de la cartera de crédito de la banca comercial al consumo ha continuado deteriorándose. En el primer trimestre de 2009, el promedio del Índice de Morosidad ascendió a 8.3 por ciento, mientras que en el segundo trimestre fue de 9.2 por ciento.

En lo que se refiere al financiamiento a las empresas, en el periodo enero-junio de 2009, el crédito directo vigente de la banca comercial presentó en promedio una variación real anual de 11.6 por ciento, cifra que se ubica por abajo del promedio registrado en el segundo semestre de 2008 (22.4 por ciento). Por su parte, el financiamiento a través de la emisión de instrumentos de deuda en el mercado interno, que en los primeros tres trimestres de 2008 había crecido de forma importante, representando una alternativa de financiamiento para algunas empresas, en el primer semestre de 2009 presentó un crecimiento real anual promedio de 3.7 por ciento (23.1 por ciento en el segundo semestre de 2008).

IV. Conclusiones

Durante el primer semestre de 2009, la inflación general anual exhibió una tendencia decreciente. No obstante, debe señalarse que el ajuste a la baja en la inflación general, dada la magnitud en la contracción de la actividad productiva, ha sido relativamente moderado.

Como se mencionó previamente, lo anterior se debe, en parte, al efecto de la depreciación cambiaria sobre los precios de las mercancías. Se estima que el impacto del ajuste cambiario ya haya sido traspasado en su mayor parte a los precios al consumidor de las mercancías. Por su parte, la inflación subyacente de servicios se redujo de manera importante. Así, en la medida en que el tipo de cambio y el precio de las materias primas permanezcan estables y que se mantenga la actual política de precios administrados, es previsible que el efecto de la contracción económica sobre la inflación se haga más evidente en la segunda mitad de 2009.

El panorama para la inflación en México está sujeto a distintos riesgos, entre los que destacan:

¹³ Estas cifras incluyen, a partir de marzo de 2008, la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial.

- i) Aumentos en las cotizaciones internacionales de las materias primas, las cuales son muy sensibles a condiciones que afectan a la oferta, como factores de índole climático y geopolítico.
- ii) Modificaciones a la actual política de precios administrados en 2010.
- iii) Dada la elevada participación de insumos de importación en la producción nacional, nuevos episodios de ajuste cambiario o incrementos en la volatilidad de la paridad podrían tener efectos sobre la inflación en el corto plazo.
- iv) Por otra parte, en la medida en que la recuperación de la actividad económica fuese más lenta o de menor magnitud, ello implicaría una mayor permanencia de la actual brecha del producto, pudiendo conducir a que el descenso de la inflación fuese mayor y más rápido que lo previsto.

Como se ha señalado, la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para mejorar el bienestar de la sociedad consiste en promover el crecimiento económico sostenido a través de la provisión de un entorno de estabilidad de precios. El Banco de México considera que el “anclaje” de las perspectivas inflacionarias de mediano y largo plazo es fundamental para tal propósito. En este contexto, el Instituto Central continuará vigilando estrechamente el balance de riesgos sobre la inflación, con miras al cumplimiento de la meta de inflación de 3 por ciento anual.