

Informe sobre la Inflación

Abril – Junio 2010



BANCO DE MEXICO

JULIO, 2010

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

AGUSTÍN GUILLERMO CARSTENS CARSTENS

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

GUILLERMO GÚEMEZ GARCÍA

MANUEL SÁNCHEZ GONZÁLEZ

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB

INFORME SOBRE LA INFLACIÓN

En este informe se analiza la inflación, la evolución económica y el comportamiento de los indicadores económicos del país, para dar cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 51, último párrafo, de la Ley del Banco de México.

ADVERTENCIA

A menos de que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 28 de julio de 2010. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación.....	3
2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2010	3
2.2. Índice Nacional de Precios Productor	10
2.3. Salarios.....	11
3. Entorno Económico y Financiero Prevaliente en el Segundo Trimestre de 2010	12
3.1. Condiciones Externas.....	12
3.1.1. <i>Actividad Económica Mundial</i>	12
3.1.2. <i>Precios de las Materias Primas</i>	14
3.1.3. <i>Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior</i>	15
3.1.4. <i>Mercados Financieros Internacionales</i>	16
3.2. Evolución de la Economía Mexicana	20
3.2.1. <i>Actividad Económica</i>	20
3.2.2. <i>Ahorro Financiero y Financiamiento en el País</i>	25
4. Determinantes de la Inflación	30
5. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2010	35
6. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	39

RECUADRO

1. Dinámica Reciente de las Ofertas de Precios en México: Evidencia de la Base de Micro Datos del INPC	5
---	---



1. Introducción

La reactivación de la economía mundial prosiguió durante el segundo trimestre de 2010, a pesar de las tensiones en los mercados financieros internacionales derivadas, principalmente, de los problemas de riesgo soberano en Europa. El efecto de la crisis europea sobre la actividad global ha sido limitado, pero ha acentuado las diferencias sobre las perspectivas de crecimiento económico entre regiones y países. Es pertinente señalar también que las cifras más recientes indican cierta desaceleración de la economía estadounidense. Esto, en adición al retiro potencial de los estímulos fiscales en varios países industrializados, ha conducido a que se incrementen los riesgos a la baja para el crecimiento mundial.

Las principales economías avanzadas mantuvieron una expansión moderada, sobre todo en lo que se refiere a las actividades asociadas con el comercio internacional y la producción industrial. Sin embargo, los indicadores oportunos apuntan a una recuperación débil de la demanda privada que, a su vez, está expuesta a diversos riesgos en el futuro. En efecto, si bien el estímulo monetario y fiscal excepcional siguió brindando un apoyo importante a la actividad económica en muchos países, la consolidación fiscal requerida ha generado incertidumbre sobre la capacidad de la demanda privada para sostener el crecimiento en el futuro previsible en estos países. Por su parte, las economías emergentes mostraron una expansión más vigorosa durante el segundo trimestre, particularmente las asiáticas, reflejando la fortaleza de sus exportaciones y de su demanda interna.

La inflación se mantiene reducida a nivel mundial, en particular en los países industrializados más importantes. De hecho, la mayoría de éstos muestran brechas del producto negativas así como niveles bajos de inflación y sus expectativas. Teniendo en consideración que los estímulos fiscales empezarán a retirarse, es previsible que en dichos países la holgura en las condiciones monetarias se prolongue por un tiempo. Por otro lado, los bancos centrales de algunas economías avanzadas y emergentes han comenzado el retiro del estímulo monetario debido a la recuperación de su actividad económica.

La incertidumbre en los mercados financieros internacionales aumentó de forma importante en abril de este año frente a la percepción de un mayor riesgo de incumplimiento en la deuda soberana de algunos países europeos. Ante esta situación, el fuerte incremento en el riesgo de contraparte entre las instituciones financieras en Europa propició que algunos mercados dejaran de funcionar adecuadamente, incluso generando entre los inversionistas la percepción sobre la posibilidad de un colapso de los mercados financieros europeos. Como resultado, la cotización del euro frente a otras divisas se depreció considerablemente. En respuesta, en mayo el Banco Central Europeo tomó medidas sin precedente para enfrentar los severos problemas en ciertos segmentos del mercado financiero que estaban obstaculizando el buen funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Además, la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional conjuntaron un paquete con recursos financieros por un máximo de 860 mil millones de euros. Este paquete tiene por objeto otorgar asistencia financiera a países miembros de la Unión Europea en dificultades o severamente amenazados por sucesos excepcionales

fuera de su control. El acceso a los recursos financieros está sujeto a una fuerte condicionalidad.

Las medidas adoptadas contuvieron el deterioro en los mercados financieros y posiblemente evitaron una situación de contagio generalizado. En particular, las condiciones de financiamiento en los mercados internacionales se estabilizaron durante mayo e inclusive han mejorado en las últimas semanas. De ahí que la situación en Europa no haya afectado de forma significativa a los flujos de capital hacia las economías emergentes. No obstante, el reciente episodio hizo patente el mecanismo de propagación de los problemas de deuda soberana que, a través de los bancos, pudieran afectar a otros mercados financieros. A pesar de que se ha avanzado en la atención a los problemas fiscales de algunos países en Europa, esta situación continúa siendo un elemento de vulnerabilidad, y contribuyó a acentuar los riesgos a la baja en el crecimiento económico mundial.

En lo que se refiere a la actividad productiva en México, durante el segundo trimestre de 2010 continuó observándose una trayectoria creciente en la demanda externa y, por ende, en la producción del sector manufacturero. Por su parte, si bien el consumo y la inversión del sector privado permanecen en niveles relativamente bajos, éstos parecerían estar presentando recientemente un cambio favorable de tendencia. Se estima que el PIB haya exhibido una variación trimestral de entre 2.5 y 3.0 por ciento en términos ajustados por factores estacionales durante el segundo trimestre del año, fortaleciéndose así el proceso de recuperación gradual de la actividad productiva que inició en la segunda mitad de 2009. De cualquier manera, se calcula que el PIB continuará por debajo del potencial productivo de la economía.

En el segundo trimestre de 2010 la inflación general anual promedio se ubicó en 3.96 por ciento, lo que implicó una disminución de 0.79 puntos porcentuales con relación al dato del primer trimestre. Ello situó a este indicador 0.54 puntos por debajo del límite inferior del intervalo de pronóstico previsto para ese periodo por el Banco de México. Claramente la evolución de la inflación ha sido mejor que la anticipada, si bien parte de esta mejoría obedece a factores estacionales y coyunturales. Entre los elementos que condujeron a este resultado destacan el fortalecimiento y una menor volatilidad de la paridad cambiaria, una aparente intensificación en la competencia entre diversas cadenas comerciales, así como una oferta abundante de algunas verduras. En general, se considera que el balance de riesgos que enfrenta la inflación ha mejorado.

En este contexto, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.5 por ciento durante los últimos meses. La Junta ha indicado que hará un seguimiento minucioso de la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, de la velocidad con la cual se vaya cerrando la brecha del producto, así como de otros determinantes de la inflación que pudiesen incidir de manera inesperada y generalizada sobre el proceso de formación de precios en la economía. Esto con el fin de que, en esa eventualidad, el Instituto Emisor ajuste la postura monetaria para alcanzar el objetivo de inflación de 3 por ciento hacia finales de 2011.

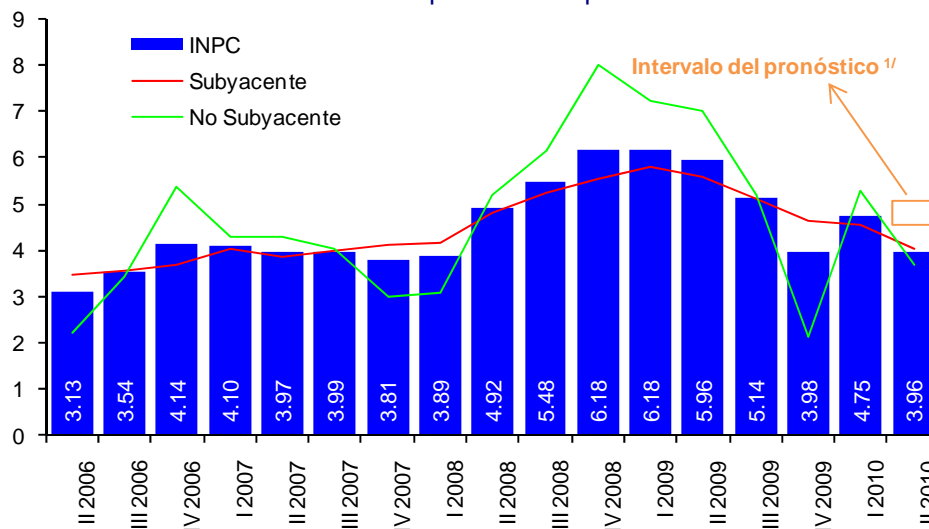
2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Segundo Trimestre de 2010

En el segundo trimestre de 2010 la inflación general anual promedio se ubicó en 3.96 por ciento, mientras que en el trimestre previo fue 4.75 por ciento (Gráfica 1 y Cuadro 1). Esta reducción fue impulsada por los componentes subyacente y no subyacente del INPC. La tasa de crecimiento anual del primero, que refleja en mayor medida la tendencia de mediano plazo de la inflación, alcanzó un nivel promedio de 4.05 por ciento en el periodo de análisis, lo que contrastó con la cifra del primer trimestre de 4.57 por ciento.

La disminución de la inflación durante el segundo trimestre de 2010 fue mayor a la esperada. En particular, la inflación general anual en este periodo resultó 0.54 puntos porcentuales menor que el límite inferior del intervalo de pronóstico para ese periodo previsto por Banco de México (Gráfica 1). La reducción de la inflación se debió en parte a efectos estacionales y coyunturales que se reflejaron en el comportamiento de los precios de los alimentos (procesados y no procesados) y de las mercancías no alimenticias.

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



Fuente: Banco de México.

1/ Este pronóstico fue publicado originalmente en el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009. Dicha proyección se ha mantenido sin cambios.

La reducción de la inflación subyacente anual reflejó una menor inflación del subíndice de precios de las mercancías, cuya variación anual promedio pasó de 5.46 a 4.34 por ciento entre el primer y segundo trimestres de 2010 (Gráfica 2a y Cuadro 1). El menor ritmo de crecimiento de este subíndice se asocia, en lo principal, a dos elementos: primero, al fortalecimiento de la paridad cambiaria y, segundo, a una aparente intensificación en los niveles de competencia entre diversas cadenas comerciales (durante el periodo que se analiza el número de ofertas tanto de alimentos como de mercancías no alimenticias aumentó 37 por ciento con relación al mismo periodo del año previo,

lo que se estima contribuyó a reducir la inflación general en 0.13 puntos porcentuales, Recuadro 1).

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
 Variaciones anuales promedio por trimestre en por ciento

	Variación Anual		Incidencias ^{1/}		Diferencia
	Promedio		Promedio		
	Trim I	Trim II	Trim I	Trim II	
	2010	2010	2010	2010	(b-a)
	(a)	(b)	(a)	(b)	(b-a)
INPC	4.75	3.96	4.75	3.96	-0.79
Subyacente	4.57	4.05	3.34	2.98	-0.36
Mercancías	5.46	4.34	1.94	1.56	-0.38
Alimentos	5.81	4.58	0.94	0.75	-0.19
Resto de Mercancías	5.17	4.14	1.00	0.81	-0.19
Servicios	3.72	3.77	1.40	1.42	0.02
Vivienda	2.78	2.74	0.47	0.46	-0.01
Educación	4.15	4.11	0.26	0.25	0.00
Resto de Servicios	4.62	4.83	0.67	0.70	0.03
No Subyacente	5.26	3.71	1.42	0.98	-0.43
Agropecuarios	7.15	0.70	0.65	0.07	-0.59
Frutas y Verduras	16.31	2.99	0.56	0.11	-0.45
Jitomate	38.83	-14.84	0.14	-0.08	-0.21
Papa	46.36	-0.44	0.09	0.00	-0.09
Frijol	5.33	-10.52	0.02	-0.04	-0.06
Pecuarios	1.62	-0.74	0.09	-0.04	-0.13
Huevo	0.70	-8.99	0.01	-0.08	-0.09
Administrados y Concertados	4.29	5.35	0.76	0.92	0.15
Administrados	3.99	4.76	0.37	0.41	0.04
Electricidad	6.46	8.24	0.19	0.20	0.00
Gas Doméstico	0.65	-0.55	0.02	-0.01	-0.03
Gasolina de Bajo Octanaje	4.32	6.37	0.14	0.20	0.07
Gasolina de Alto Octanaje	3.51	3.59	0.02	0.02	0.00
Concertados	4.61	5.95	0.40	0.51	0.11
Colectivo	3.54	7.19	0.07	0.14	0.07
Derechos por el Suministro de Agua	10.55	12.86	0.09	0.11	0.02

1/ La incidencia se refiere a la contribución en puntos porcentuales de cada componente del INPC a la inflación general. Esta se calcula utilizando los ponderadores de cada subíndice, así como los precios relativos y sus respectivas variaciones. En ciertos casos, la suma de los componentes de algún grupo de subíndices puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

La baja de la inflación subyacente fue limitada por la inercia que mostró la inflación de los servicios, cuyo promedio aumentó de 3.72 por ciento en el primer trimestre de 2010 a 3.77 por ciento en el segundo (Cuadro 1). El aumento del referido subíndice fue consecuencia, en gran parte, de la inflación que registraron los servicios de alimentación y turismo, que forman parte del rubro "resto de servicios" en el Cuadro 1 y Gráfica 2b. Cabe señalar que, en el mismo periodo del año previo las cotizaciones de los servicios mencionados fueron afectadas por el brote de influenza A(H1N1), lo que en el trimestre que se analiza implicó una baja base de comparación para el cálculo de la variación anual del rubro "resto de los servicios".

Recuadro 1**Dinámica Reciente de las Ofertas de Precios en México: Evidencia de la Base de Micro Datos del INPC****Introducción**

En este recuadro se lleva a cabo un análisis estadístico de la dinámica reciente de las ofertas en los precios de los bienes y servicios que integran la muestra del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). Los resultados sugieren que la competencia entre cadenas comerciales se intensificó durante el primer semestre de 2010. Ello se manifestó en un aumento significativo en el número de ofertas, principalmente en supermercados, aunque esto también se observó en clubes de precios, tiendas departamentales, de conveniencia y especializadas. Así, en el primer trimestre de 2010 las ofertas aumentaron 39 por ciento respecto al mismo periodo de 2009, mientras que para el segundo trimestre de 2010, el incremento fue de 37 por ciento respecto al año previo.

El origen de este ciclo de ofertas podría asociarse a dificultades financieras que enfrentaron algunos participantes de la industria y/o a la fase del ciclo en la que se encuentra la economía. En particular, los participantes de una industria –que tienen capacidad de ejercer cierto poder de mercado– al reactivarse la demanda tienen mayores incentivos a ampliar su participación de mercado.

La intensificación de la competencia entre las cadenas comerciales se estima que contribuyó a reducir la inflación general –medida por el INPC– del primer y segundo trimestres de 2010 en 6 y 13 puntos base, respectivamente. Si bien se observa un efecto generalizado de este fenómeno sobre la inflación, el mayor impacto provino de las ofertas en las frutas y verduras (esto más allá de lo usual, inclusive considerando variaciones en el volumen de las cosechas), siendo también notable en las cotizaciones de productos pecuarios, alimentos procesados y mercancías no alimenticias.

El recuadro se organiza de la siguiente manera: en la primera sección se presenta una breve reseña de la literatura sobre ciclos de ofertas. En la segunda se describen las características de los datos del INPC que se utilizan para realizar el análisis de la dinámica de las ofertas. En la tercera sección, se presentan los resultados del análisis estadístico sobre la frecuencia de las ofertas en México, así como una estimación de su posible impacto en la inflación. En la cuarta se presentan algunas consideraciones finales.

1. Revisión de la Literatura

En ciertas circunstancias las empresas que cuentan con poder de mercado disminuyen sus precios en respuesta a una reducción de precios inicial de una empresa que trata de ampliar su participación de mercado. Ello reduce las utilidades de todos los participantes de la industria, por lo que en principio, desde la perspectiva de las empresas, esta situación es indeseable. En efecto, la mera posibilidad de que esto ocurra facilita el que se establezca un equilibrio en el que los precios a los consumidores son altos con relación a los costos. En otras palabras, bajo ciertas condiciones empresas con poder de mercado tienen el incentivo de actuar de manera colusoria. La estabilidad de este equilibrio depende de varios factores, entre los que destacan: el comportamiento de la demanda, la estructura de costos, la tasa de descuento intertemporal, el marco regulatorio y el número de competidores.

La literatura académica sobre este tipo de episodios (donde ocurren ciclos de ofertas de precios) ha analizado las causas, la naturaleza y el impacto de éstos en la estructura de mercado y en la actividad económica, así como su relación con las estrategias y características de las distintas empresas que pertenecen a una industria o sector. Por ejemplo, Porter (1983a) y Green y Porter (1984) desarrollan un modelo en el cual la mayor competencia se inicia en respuesta a fluctuaciones no anticipadas en la demanda, y su ocurrencia aumenta con el número de empresas en la industria y en los casos en los que existe una empresa dominante a la cual puede disputársele su

participación de mercado. En este modelo la duración de estos episodios depende inversamente del número de empresas.

Rotemberg y Saloner (1986) analizan la respuesta de industrias con poder de mercado ante fluctuaciones en la demanda. El principal resultado es que la colusión entre empresas se vuelve más difícil cuando la demanda es relativamente alta. Esto se debe a que cuando la demanda crece, el beneficio para una empresa de reducir su precio es mayor, ya que así obtiene una mayor fracción del mercado, por lo menos hasta que las otras empresas son capaces de cambiar sus precios. Por otro lado, el costo que implica una desviación del equilibrio colusorio resulta menor dado el propio estado de la demanda, pues éste se paga en el futuro hasta cuando la demanda se vuelva a encontrar en un nivel normal. Por tanto, existen circunstancias (e.g. cuando la demanda es alta) donde los beneficios de romper con el equilibrio colusorio se vuelven mayores a los costos de no hacerlo, conduciendo a una intensificación de la competencia a través de episodios de ofertas de precios.

Milgrom y Roberts (1982) y Elzinga y Mills (1999) analizan los antecedentes de ciclos en que se presentan ofertas, señalando a la entrada de nuevas empresas como detonante del inicio de los mismos. Otra rama de la literatura analiza la relación entre los menores precios, las características y las estrategias de mercado de las empresas. Las organizaciones con altas barreras de salida (Heil y Helsén 2001), y elevada participación en el mercado o con una situación financiera deteriorada (Busse 2002) son más propensas a iniciar una reducción en sus precios. En principio, las empresas buscan reducir el número de participantes en la industria e incrementar sus utilidades en el largo plazo como resultado de una menor competencia (Fudenberg y Tirole 1986 y Klemperer 1989).

Existen diversos estudios empíricos que analizan los efectos y duración de los ciclos de ofertas en distintos países, periodos y condiciones económicas. Algunos de estos estudios muestran que ciertas industrias alternan entre periodos de comportamiento colusorio y competitivo. Así, Bresnahan (1987) estudia la industria automotriz en Estados Unidos en la década de los cincuenta y encuentra que el equilibrio competitivo caracteriza mejor los años con un mayor crecimiento económico y que el equilibrio colusorio se ajusta mejor a los datos de los años con menor crecimiento. Porter (1983b) estudia el cártel de los ferrocarriles que operó hacia finales del siglo XIX en la ruta entre Chicago y Nueva York. El autor encuentra que en los años en los que se dieron las mayores reducciones de precios fueron los de mayor demanda por servicios de carga.

Levenstein (1997) estudia el mercado del bromo en el periodo de 1885 a 1914 en el cual identifica 6 periodos en los que se presentan ciclos de bajas en los precios. El autor encuentra que la duración de las fases colusivas es mayor que la de las competitivas. Behringer y Filistrucchi (2009) analizan los ajustes de precios que tuvieron lugar en el Reino Unido entre los principales periódicos durante los años noventa. The Times previó un choque positivo de demanda por publicidad en su periódico y utilizó este hecho para reducir su precio de portada con el fin de obtener una mayor proporción del mercado, lo cual consiguió al desplazar a sus competidores.

Busse (2002) estudia las tarifas y estados financieros de 14 de las más grandes aerolíneas en Estados Unidos entre 1985 y 1992 concluyendo que las aerolíneas con problemas financieros tienen una mayor probabilidad de iniciar un ciclo de ofertas con relación a las que no los tienen. Lo anterior concuerda con el estudio que Borenstein y Rose (1995) realizaron sobre las más grandes quiebras en el sector entre 1989 y 1993. Ellos encuentran que el precio promedio de las empresas es más bajo que el del mercado meses antes de su quiebra. En contraste, Morrison y Winston (1996), argumentan que la intensificación en la competencia es más probable

por estimaciones incorrectas de la demanda por parte de los participantes de la industria.

Van Heerde, Gijbrecchts y Pauwels (2008) documentan uno de los episodios más recientes de intensificación en la competencia entre supermercados en Holanda, el cual duró dos años y concluyó con una recomposición de la estructura industrial en la que una de las cadenas de supermercados cerró.

2. Base de Datos

El análisis que se presenta en este recuadro se sustenta en una base de micro datos que contiene las cotizaciones específicas que realiza Banco de México para construir el INPC. La base de datos contiene información de precios de poco más de 83,500 productos recolectados en más de 18,000 establecimientos (entre los que se incluyen mercados populares, tiendas de conveniencia, tiendas departamentales, supermercados, clubes de precios, puntos de venta especializados, etc.), distribuidos en las 46 localidades en que se recaba información para el INPC. En el Cuadro 1 se indica la distribución de la muestra acorde al tipo de giro comercial y en el Cuadro 2 se lista la distribución por componente del INPC. La información disponible permite analizar la dinámica de las ofertas de precios durante el periodo comprendido entre enero de 2009 y junio de 2010.

Las cotizaciones de los alimentos y bebidas, transporte aéreo y servicios turísticos en paquete tienen una frecuencia de levantamiento semanal, mientras que en el resto de los bienes y servicios la información se recaba quincenalmente. La base de datos permite identificar los bienes o servicios que los comercios o proveedores de servicios declaran como una oferta o rebaja (independientemente de si el precio disminuyó o no), siempre y cuando ésta no se encuentre condicionada. Asimismo, las ofertas que implican una mayor cantidad del bien cotizado son identificadas; sin embargo, si la oferta implica el regalo de un bien distinto al cotizado esto no debe contabilizarse para fines del cálculo del INPC.¹ Por tanto, es posible que en un episodio de intensificación de la competencia en que aumenta el número de ofertas incondicionadas y condicionadas, la información del INPC tienda a subestimar el efecto favorable sobre el costo de vida de la población.

Cuadro 1
Composición de Específicos de la Muestra del INPC por Tipo de Establecimiento
Promedio trimestral

	Número de específicos	Por ciento
INPC	83,580	100.00
Supermercado	30,685	36.71
Mercado público	5,169	6.18
Tienda especializada ^{1/}	29,705	35.54
Tianguis o comercio informal	476	0.57
Tienda de conveniencia	1,983	2.37
Tienda departamental	11,852	14.18
Club de precios	1,695	2.03
Otros ^{2/}	2,015	2.41

1/ Establecimientos que se enfocan a la venta de artículos bien definidos como farmacias, hospitales, tintorerías, etc.

2/ Incluye conceptos de gasto que requieren tratamiento especial (electricidad, telefonía, vivienda propia, etc).

3. Dinámica de las Ofertas en el INPC

El primer semestre de 2010 se caracterizó por un aumento importante en el número de ofertas dentro de las cotizaciones que se

emplean en la construcción del INPC. En particular, en el primer y segundo trimestres de 2010 se registraron en promedio respectivamente 4.11 y 4.54 por ciento de bienes y servicios marcados como ofertas en el INPC. Ello contrasta con los porcentajes que se captaron en los mismos periodos de 2009, que fueron de 2.95 y 3.31 por ciento (Cuadro 3 y Gráfica 1). Lo anterior implicó un incremento en el número de ofertas de 39.3 y 37.2 por ciento en los trimestres referidos.

Cuadro 2
Composición de Específicos de la Muestra del INPC por Componente
Promedio trimestral

	Número de específicos	Por ciento
INPC	83,580	100.00
Subyacente	63,873	76.42
Mercancías	52,935	63.33
Alimentos	15,743	18.84
Otras mercancías	37,192	44.50
Servicios	10,938	13.09
Vivienda	2,307	2.76
Educación privada	1,454	1.74
Otros servicios	7,177	8.59
No Subyacente	19,707	23.58
Agropecuarios	16,289	19.49
Frutas y verduras	11,648	13.94
Pecuarios	4,641	5.55
Administrados y concertados	3,418	4.09
Administrados	524	0.63
Concertados	2,894	3.46

Los mayores aumentos en el número de ofertas se observaron en la mayor parte de los grupos que integran al INPC, siendo esto más relevante en las mercancías, servicios distintos a la educación y vivienda, y productos agropecuarios. La elevación en el número de ofertas en el último grupo señalado fue más notoria hacia el segundo trimestre, ya que la frecuencia en dicho periodo de 2009 a 2010 pasó de 3.75 a 4.89 por ciento (Cuadro 3).

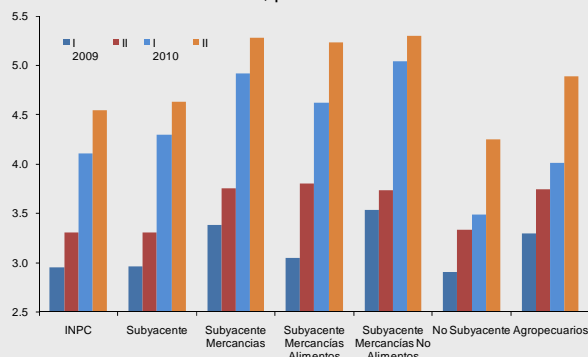
Cuadro 3
Frecuencia de Ofertas y Componentes del INPC
Promedio trimestral

	1er Trimestre (%)		2do Trimestre (%)		Variación porcentual	
	2009 (A)	2010 (B)	2009 (C)	2010 (D)	1er Trimestre (B)/(A)	2do Trimestre (D)/(C)
INPC	2.95	4.11	3.31	4.54	39.3	37.2
Subyacente	2.97	4.30	3.30	4.63	45.1	40.3
Mercancías	3.39	4.92	3.75	5.28	45.2	40.8
Alimentos	3.04	4.62	3.80	5.23	51.9	37.7
Otras mercancías	3.53	5.04	3.73	5.30	42.7	42.1
Servicios	0.94	1.34	1.12	1.49	43.0	32.7
Vivienda	1.37	1.60	1.96	2.05	17.5	4.8
Educación privada	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
Otros servicios	0.99	1.52	1.08	1.61	54.4	48.9
No Subyacente	2.90	3.49	3.34	4.25	20.3	27.3
Agropecuarios	3.30	4.01	3.75	4.89	21.5	30.5
Frutas y verduras	2.88	3.13	3.15	4.38	8.4	39.2
Pecuarios	4.35	6.22	5.25	6.17	43.1	17.5
Administrados y concertados	1.00	1.01	1.38	1.19	1.5	-14.1
Administrados	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-
Concertados	1.18	1.20	1.64	1.41	1.5	-14.1

Un análisis de las ofertas por punto de venta muestra que los mayores aumentos en su número y frecuencia se concentran en los establecimientos asociados primordialmente al canal moderno de distribución tales como supermercados, clubes de precios, tiendas departamentales, de conveniencia y especializadas (Cuadro 4). El mayor cambio porcentual en número de ofertas ocurre en el caso de los supermercados. Al respecto, la frecuencia de ofertas en éstos aumentó de 3.99 por ciento en el primer trimestre de 2009 a 6.02 por ciento en los mismos meses de 2010. En el segundo trimestre de 2009 la frecuencia fue 4.73 por ciento y en el mismo periodo de 2010 fue 7.08 por ciento.

¹ Acorde con las mejores prácticas internacionales en cuanto a compilación de índices de precios, no deben considerarse ofertas condicionadas (a un cierto medio de pago o a la compra de una cantidad mayor a la unidad) y regalos de productos distintos al que se cotiza (véase Manual del Índice de Precios al Consumidor. Teoría y Práctica (2006). p. 65, 110, 564). La racionalidad de esto es que el acceso a las ofertas condicionadas es restringido para una fracción de la población, mientras que en el caso de las ofertas que incluyen un regalo distinto al bien que se cotiza su valuación podría ser fuente de imprecisiones en el cálculo del índice de precios.

Gráfica 1
Subíndices con Mayores Incrementos en la Frecuencia de Ofertas
Por ciento, promedio trimestral



Cuadro 4
Frecuencia de Ofertas por Tipo de Giro Comercial
Promedio trimestral

	1er Trimestre (%)		2do Trimestre (%)		Variación porcentual	
	2009 (A)	2010 (B)	2009 (C)	2010 (D)	1er Trimestre (B)/(A)	2do Trimestre (D)/(C)
INPC	2.96	4.11	3.31	4.64	39.3	37.2
Supermercado	3.99	6.02	4.73	7.08	50.9	49.6
Mercado público	2.02	1.12	1.57	1.53	-44.5	-2.9
Tienda especializada ^{1/}	1.94	2.56	2.24	2.80	32.4	24.5
Tianguis o comercio informal	1.68	0.63	1.44	0.28	-62.5	-80.5
Tienda de conveniencia	2.99	3.61	3.58	4.32	20.5	20.7
Tienda departamental	3.86	5.30	3.77	4.78	37.3	26.7
Club de precios	2.26	3.98	2.44	3.59	76.1	47.2
Otros ^{2/}	0.00	0.01	0.00	0.00	-	-

1/ Establecimientos que se enfocan a la venta de artículos bien definidos como farmacias, hospitales, tintorerías, etc.

2/ Incluye conceptos de gasto que requieren tratamiento especial (electricidad, telefonía, vivienda propia, etc).

3.1 Impacto de las Ofertas en la Inflación

El efecto del mayor número de ofertas durante el segundo semestre de 2010 en el cálculo del INPC se estimó mediante la construcción de un "contrafactual". Así, se calculó un índice de precios en el que a los bienes y servicios en oferta se les imputó un precio igual al que prevaleció antes de que entrara en vigor la referida oferta, manteniendo dicho nivel hasta que la oferta terminara. Finalmente, las variaciones anuales del índice de precios sin ofertas se comparan con las que arroja el INPC (que incluye a las ofertas).

El procedimiento descrito muestra que el índice de precios sin ofertas hubiese registrado en el primer y segundo trimestres de 2010 variaciones anuales promedio de 4.82 y 4.09 por ciento, respectivamente. Al comparar estos resultados con los del INPC se observa que la inflación de este último resultó en los trimestres referidos 6 y 13 puntos base más baja (Cuadro 5).

Cuadro 5
INPC y Estimación del Índice de Precios Excluyendo Ofertas
Variación anual promedio en por ciento

	INPC		INPC sin ofertas		Diferencia	
	(A)	(B)	(C)	(D)	(C) - (A)	(D) - (B)
INPC	4.75	3.96	4.82	4.09	0.06	0.13
Subyacente	4.57	4.05	4.64	4.18	0.08	0.13
Mercancías	5.46	4.34	5.60	4.58	0.14	0.24
Alimentos	5.81	4.58	5.93	4.78	0.12	0.20
Otras mercancías	5.17	4.14	5.33	4.41	0.16	0.27
Servicios	3.72	3.77	3.73	3.79	0.02	0.02
Vivienda	2.78	2.74	2.78	2.74	0.00	0.00
Educación privada	4.15	4.11	4.15	4.11	0.00	0.00
Otros servicios	4.62	4.83	4.66	4.87	0.04	0.04
No Subyacente	5.26	3.71	5.29	3.84	0.03	0.13
Agropecuarios	7.15	0.70	7.23	1.13	0.08	0.43
Frutas y verduras	16.31	2.99	16.25	3.70	-0.05	0.70
Pecuarios	1.62	-0.74	1.76	-0.49	0.14	0.25
Administrados y concertados	4.29	5.35	4.29	5.33	0.00	-0.02
Administrados	3.99	4.76	3.99	4.76	0.00	0.00
Concertados	4.61	5.95	4.60	5.90	-0.01	-0.04

4. Consideraciones Finales

Un análisis estadístico de la base de micro datos del INPC muestra una intensificación en la competencia entre cadenas comerciales en el primer semestre de 2010. Ello se ha reflejado primordialmente en un mayor número de ofertas. Esta estrategia ha contribuido a limitar el ritmo de crecimiento de los precios durante el período referido. Sin embargo, la duración y el resultado final de este fenómeno es difícil de predecir, ya que bien pudiera intensificarse o bien revertirse, dependiendo de las condiciones que se presenten en la demanda o en el número de participantes. Es pertinente considerar que, al concluir el ciclo de ofertas que al parecer han experimentado diversas cadenas comerciales, es posible que ocurra una recomposición de la industria en la que disminuya el número de participantes. A su vez, ello podría conducir a que se restablezca un equilibrio de precios incluso mayores a los que prevalecieron antes del inicio del ciclo de ofertas.

Referencias

Behringer S. and Filistrucchi L. (2009). "Price Wars in Two-Sided Markets: The Case of the UK Quality Newspapers". The Networks, Electronic Commerce and Telecommunications (NET) Institute, Working Paper No. 09-26.

Borenstein S. and Rose N.L. (1995). "Bankruptcy and Pricing Behavior in U.S. Airline Markets". American Economic Review, Vol. 85, No.2, pp. 397-402.

Bresnahan T. (1987). "Competition and Collusion in the American Automobile Industry: the 1955 Price War". The Journal of Industrial Economics, Vol. 35, No. 4, pp. 457-482.

Busse M. (2002). "Firm Financial Conditions and Airline Price Wars". RAND Journal of Economics, Vol. 33, No. 2, pp. 298-318.

Elzinga K. and Mills D. (1999). "Price Wars Triggered by Entry". International Journal of Industrial Organization, Vol. 17, No. 2, pp. 179-198.

Fudenberg D. and Tirole J. (1986). "A Theory of Exit in Duopoly". Econometrica, Vol. 54, No.4, pp. 943-960.

Green E. and Porter R. (1984). "Non-cooperative Collusion under Imperfect Price Information". Econometrica, Vol. 52, No.1, pp. 87-100.

Heil O. and Helsen K. (2001). "Toward an Understanding of Price Wars: Their Nature and How They Erupt". International Journal of Research in Marketing, Vol. 18, No. 1-2, pp. 83-98.

Klemperer P. (1989). "Price Wars Caused by Switching Costs". Review of Economic Studies, Vol. 56, No. 3, pp. 405-420.

Levenstein M. (1997). "Price Wars and the Stability of Collusion: A Study of the Pre-World War I Bromine Industry". The Journal of Industrial Economics, Vol. 45, No. 2, pp. 117-137.

Milgrom P. and Roberts J. (1982). "Predation, Reputation, and Entry Deterrence". Journal of Economic Theory, Vol. 27, No. 2, pp. 280-312.

Morrison S. and Winston, C. (1996) "Causes and Consequences of Airline Fare Wars". Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics, Vol. 1996, pp. 85-131.

OIT / FMI / OCDE / Oficina Estadística de las Comunidades Europeas / Organización de las Naciones Unidas / Banco Mundial. (2006). Manual del Índice de Precios al Consumidor: Teoría y Práctica.

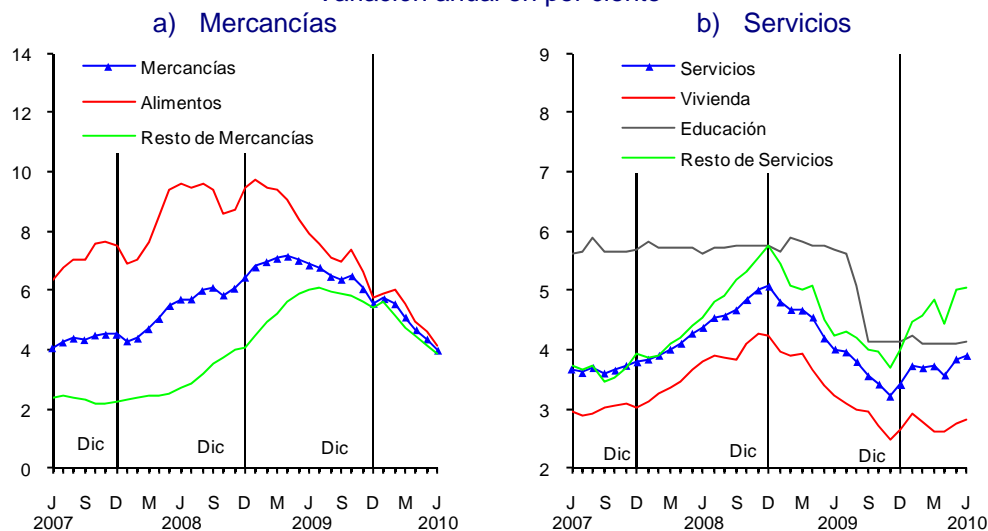
Porter R. (1983a). "Optimal Cartel Trigger-Price Strategies". Journal of Economic Theory, Vol. 29, No.2, pp. 313-338.

- (1983b) "A Study of Cartel Stability: The Joint Economic Committee, 1880-1886". Bell Journal of Economics, Vol.14, pp. 301-314.

Rotemberg J. and Saloner G. (1986). "A Supergame-Theoretic Model of Business Cycles and Price Wars During Booms". American Economic Review, Vol. 76, No.3, pp. 390-407.

Van Heerde H., Gijbrecchts E. and Pauwels K. (2008). "Winners and Losers in a Major Price War". Journal of Marketing Research, Vol. 45, No.5, pp. 499-518.

Gráfica 2
Subíndices de Precios Subyacentes de las Mercancías y de los Servicios
 Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

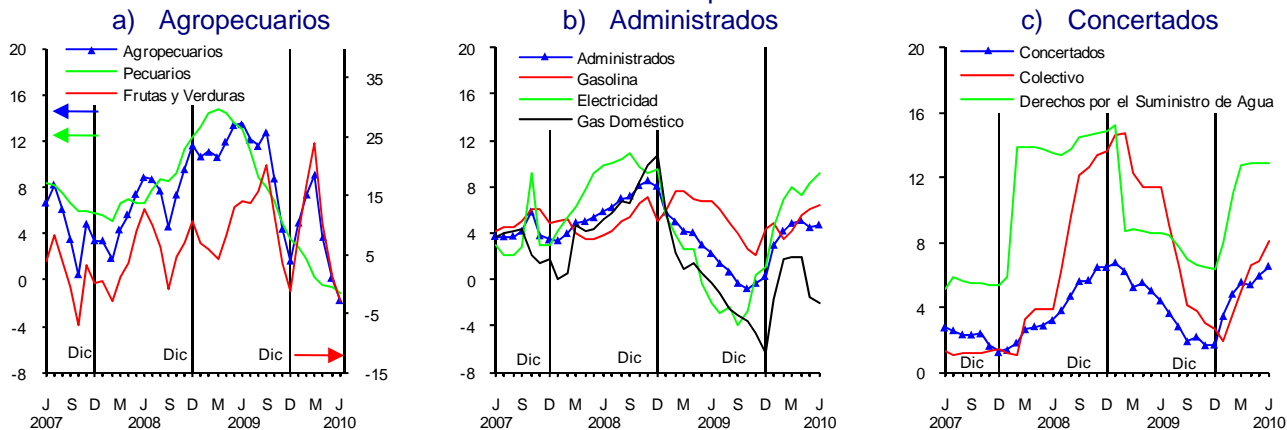
La inflación no subyacente durante el periodo que se analiza registró una variación anual promedio de 3.71 por ciento, lo que implicó un decremento de 1.55 puntos porcentuales respecto al dato del trimestre previo. Esta reducción se explica por la evolución de los precios de los productos agropecuarios, cuya tasa de crecimiento anual pasó de 7.15 a 0.70 por ciento entre el primer y el segundo trimestres de 2010 (Gráfica 3a y Cuadro 1). Esto obedeció tanto a condiciones climáticas favorables que permitieron una oferta abundante de algunas verduras, como al ya mencionado incremento en el número de ofertas en diversas cadenas comerciales (Recuadro 1).

La caída en la inflación no subyacente anual fue limitada parcialmente por el comportamiento del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados y concertados. La variación anual promedio de este subíndice de precios aumentó de 4.29 a 5.35 por ciento entre el primer y el segundo trimestres de 2010. El mayor incremento en este subíndice correspondió al grupo de los bienes y servicios concertados cuyas cotizaciones se determinan principalmente en el ámbito de los gobiernos locales. En los trimestres de referencia la variación anual promedio de este grupo pasó de 4.61 a 5.95 por ciento (Gráfica 3c y Cuadro 1), destacando las alzas que se presentaron en el Área Metropolitana de la Ciudad de México en las tarifas de algunas rutas de transporte colectivo, así como en los derechos por suministro de agua en Puebla, Matamoros y Aguascalientes.

La tasa de crecimiento anual promedio del grupo de los bienes y servicios administrados también se incrementó de 3.99 a 4.76 por ciento del primer al segundo trimestre de 2010. Ello fue consecuencia de la política de deslices en los precios de los energéticos, cuya finalidad ha sido reducir el costo fiscal y económico asociado a la desalineación de los precios internos con sus referencias externas (Gráfica 3b y Cuadro 1). El aumento en la variación anual del grupo de los bienes y servicios administrados fue moderado por la baja que se observó en las cotizaciones del gas natural, que impactaron al genérico gas

doméstico. La tasa de variación anual promedio de dicho genérico pasó de 0.65 a -0.55 por ciento entre el primer y el segundo trimestre de 2010 (Cuadro 1).

Gráfica 3
Subíndices de Precios No Subyacentes
Variación anual en por ciento



Fuente: Banco de México.

La disminución de la inflación general durante el segundo trimestre de 2010 se reflejó también en los indicadores de media truncada de esta variable.¹ Al respecto, en el trimestre mencionado en promedio ésta fue 3.86 por ciento, nivel inferior en 0.14 puntos porcentuales al registrado en el trimestre previo. Esta baja fue menor que la de la inflación general anual en el mismo periodo, de 0.79 puntos (Gráfica 4a), lo que indica que la reducción de la inflación general en parte reflejó variaciones extremas que se presentaron en los precios de un conjunto de bienes y servicios.

Durante el segundo trimestre de 2010 la media truncada del subíndice subyacente fue en promedio 3.79 por ciento, lo que implicó una baja de 0.29 puntos porcentuales con relación al dato del primer trimestre. Este resultado fue producto de un comportamiento diferenciado entre los dos componentes principales de este indicador. Al contrastar en los trimestres referidos los niveles que exhibió la media truncada del subíndice de las mercancías se observa una disminución significativa (Gráfica 4b), mientras que el nivel promedio se mantuvo sin cambio en el indicador truncado correspondiente al subíndice de los servicios (Gráfica 4c). El desempeño del primero sugiere que la menor inflación del subíndice de las mercancías no solo fue resultado de las variaciones extremas en los precios de un número reducido de bienes, sino que fue producto de un comportamiento más generalizado.

La evolución del proceso de formación de precios en la economía durante el primer semestre de 2010 muestra que el impacto de las modificaciones tributarias y de las políticas de precios y tarifas en dicho proceso, ha sido menor a

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

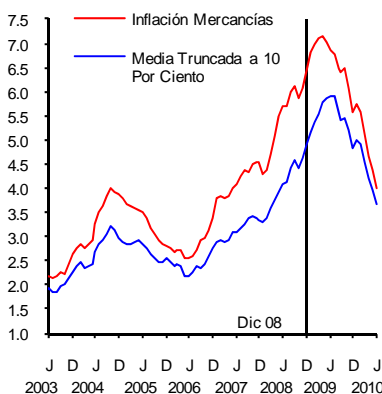
lo estimado anteriormente por el Banco de México.² Si bien el efecto directo fue cercano a lo previsto, a raíz de la amplia brecha de producto que ha registrado la economía mexicana (ver Sección 6) se considera que los efectos indirectos fueron más bajos. Es pertinente señalar que se estima que los efectos asociados a las modificaciones tributarias ya han sido absorbidos sin que al parecer éstos tuviesen impactos de segundo orden sobre el proceso de formación de precios.³ Por otra parte, aún se encuentra en proceso de absorción la perturbación a la inflación que produjo la revisión a las políticas de precios y tarifas de los bienes y servicios administrados y concertados.

Gráfica 4
Inflación Anual e Indicadores de Inflación sin la Contribución de
Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento^{1/}

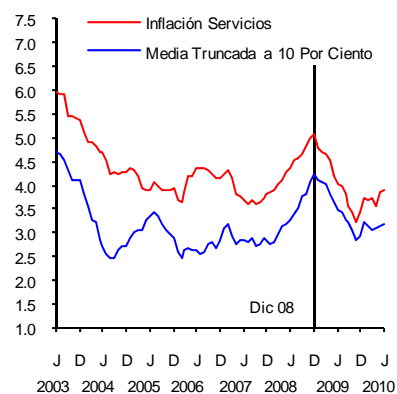
a) Inflación General
Por ciento



b) Inflación Subyacente de
Mercancías
Por ciento



c) Inflación Subyacente de
Servicios
Por ciento



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

2.2. Índice Nacional de Precios Productor

En el segundo trimestre de 2010 el Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, registró una variación anual promedio de 3.85 por ciento (dicha cifra fue 3.29 por ciento en el trimestre previo). Este repunte fue influido principalmente por la evolución de la tasa de crecimiento de los precios de los bienes de la industria manufacturera y del sector de la construcción (Gráfica 5a). En el primer grupo destacó el aumento en la tasa de crecimiento anual de los precios de los vehículos automotores, mientras que en el segundo la mayor aportación correspondió a los productos derivados del acero y al cemento (Gráfica 5b).

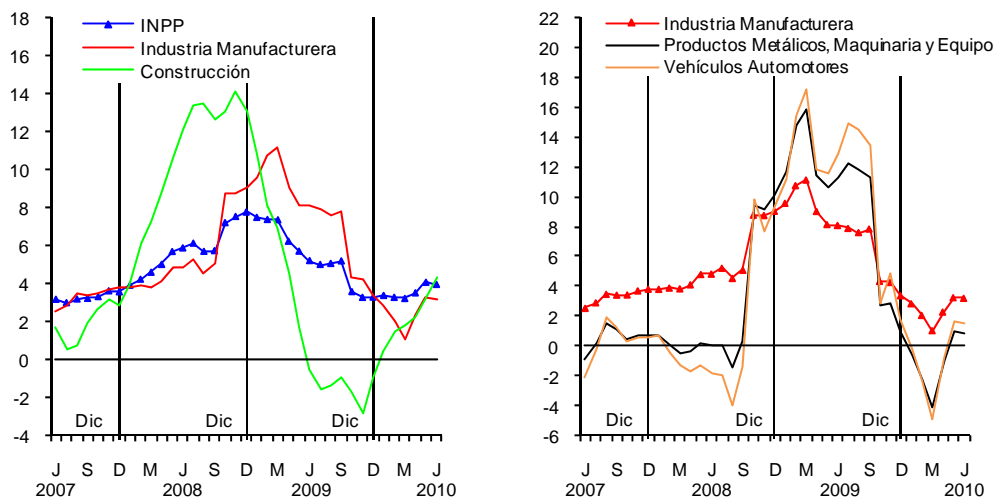
² Las estimaciones del Banco de México sobre el impacto en la inflación asociado a las modificaciones tributarias aprobadas en el paquete fiscal 2010 por el H. Congreso se presentaron en el Addendum al Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2009, cuya publicación se efectuó en diciembre de 2009.

³ Banco de México presentó evidencia sobre la ausencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios asociados a las modificaciones tributarias aprobadas por el H. Congreso de la Unión para 2010 en el Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2010. Es pertinente señalar que al analizar la misma evidencia para el segundo trimestre de 2010 se confirma la ausencia de presiones inflacionarias de segundo orden derivadas de las citadas modificaciones tributarias.

Gráfica 5 Índice Nacional de Precios Productor

Variación anual en por ciento

a) INPP, Manufacturas y Construcción b) Manufacturas, Maquinaria y Equipo, y Vehículos Automotores



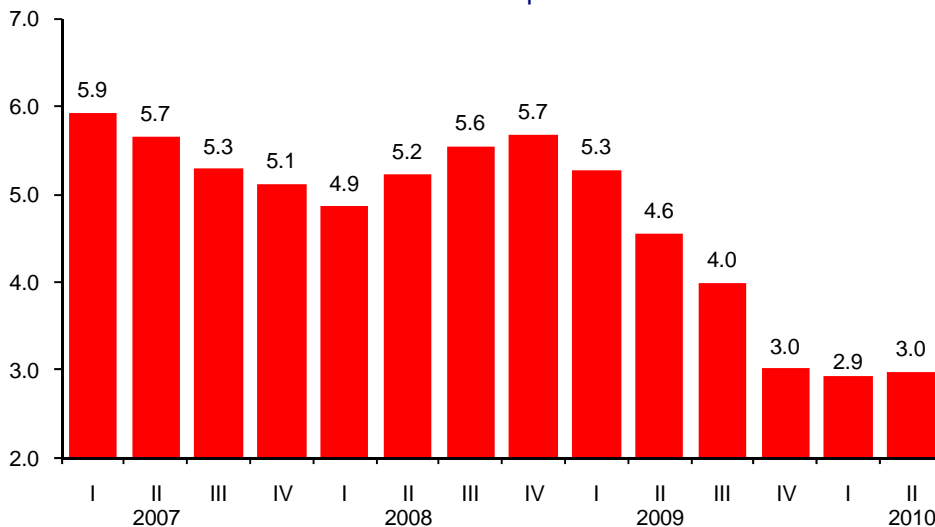
Fuente: Banco de México.

2.3. Salarios

El salario base de cotización al IMSS –que es un indicador de las remuneraciones de los trabajadores del sector formal de la economía– registró durante el segundo trimestre de 2010 una variación anual de 3.0 por ciento (el trimestre previo dicha cifra fue 2.9 por ciento, Gráfica 6). Ello, en combinación con otros indicadores salariales (Sección 4), sugiere que las remuneraciones de los trabajadores no representaron un elemento de presión adicional sobre la estructura de costos de las empresas durante el periodo de análisis y, por tanto, sobre la inflación.

Gráfica 6 Salario Base de Cotización al IMSS^{1/}

Variación anual en por ciento



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

1/ Durante el periodo abril-junio de 2010 se registraron en promedio 14.3 millones de cotizantes en dicho Instituto.

3. Entorno Económico y Financiero Prevaleciente en el Segundo Trimestre de 2010

3.1. Condiciones Externas

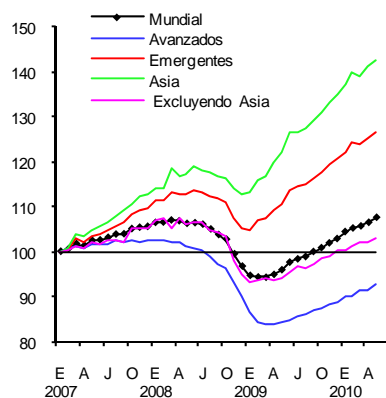
3.1.1. Actividad Económica Mundial

La reactivación de la economía mundial continuó durante el segundo trimestre de 2010. La mayoría de las economías avanzadas mostraron una recuperación moderada, en tanto que las economías emergentes registraron, en general, un fuerte crecimiento. Destaca el persistente aumento de la producción industrial y del comercio (Gráfica 7). Esto sucedió a pesar de las perturbaciones en los mercados financieros por los problemas de riesgo soberano en Europa, cuyo efecto sobre la actividad global ha sido limitado.

Gráfica 7

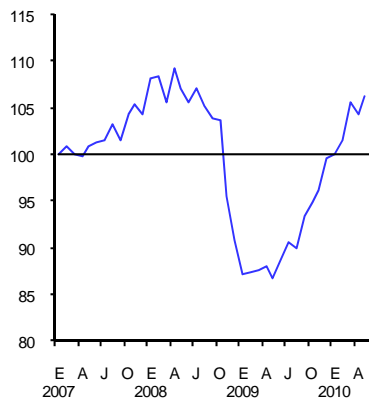
Actividad Económica Mundial

a) Producción Industrial Mundial
Índice enero 2007=100, a. e.



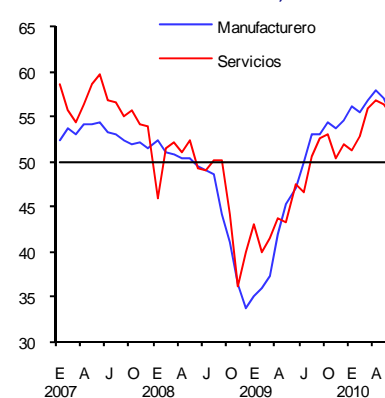
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: CPB Netherlands.

b) Volumen de Comercio Mundial
Índice enero 2007=100, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: CPB Netherlands.

c) Índices de Gerentes de Compras Globales (PMI) Manufacturero y de Servicios
Índice de difusión, a. e.



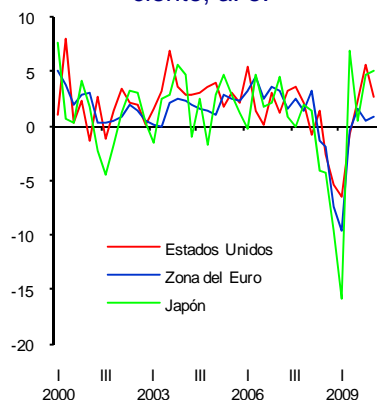
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: JP Morgan.

El PIB de Estados Unidos creció 2.7 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el primer trimestre de 2010 (Gráfica 8), apoyado por la reconstitución de inventarios y una significativa contribución del consumo privado. Durante el segundo trimestre la producción industrial continuó recuperándose, aunque a un ritmo más moderado (variación trimestral anualizada de 6.6 por ciento comparada con 7.0 por ciento en el primer trimestre). Esta dinámica ha favorecido al sector exportador de México. Aunque la actividad en el sector industrial se encuentra todavía muy por debajo de sus niveles anteriores a la crisis, este crecimiento reflejó tanto el dinamismo del comercio exterior como la continuación del proceso de reposición de inventarios. Por su parte, la actividad en el sector servicios siguió expandiéndose de forma moderada mientras que persistió la debilidad en la construcción. En suma,

diferentes indicadores apuntan a que todavía existe una considerable holgura en la capacidad instalada.⁴

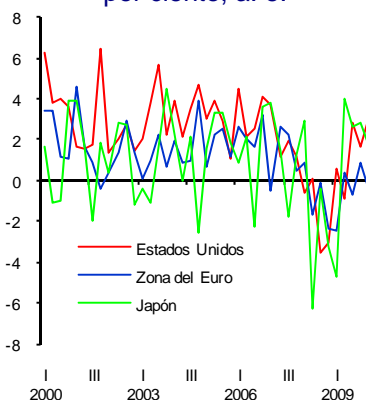
Gráfica 8
Actividad Económica en las Principales Economías Avanzadas

a) Producto Interno Bruto Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



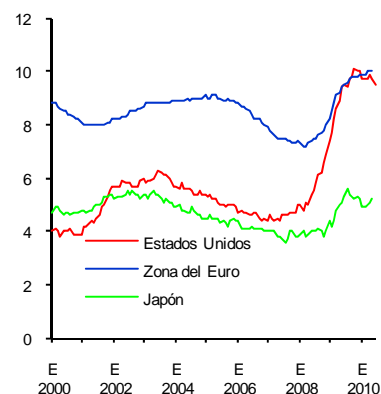
a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA, Eurostat, y Cabinet Office.

b) Consumo Privado Real
Variación trimestral anualizada en por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BEA, Eurostat, y Cabinet Office.

c) Tasa de Desempleo
En por ciento, a. e.



a. e. / Cifras con ajuste estacional.
Fuente: BLS, Eurostat y Statistics Bureau.

El gasto en consumo privado en Estados Unidos moderó su tasa de crecimiento durante el segundo trimestre, limitado por el elevado desempleo, el ajuste en la riqueza neta de los hogares, así como por las condiciones crediticias que continúan siendo restrictivas. Por su parte, el gasto de las empresas en equipo y software siguió aumentando de manera significativa, a lo que contribuyó el crecimiento de las utilidades corporativas y la necesidad de reconstituir el acervo de capital. Sin embargo, la inversión en estructuras no residenciales continuó débil y la construcción residencial parece haberse debilitado nuevamente, luego del fin del estímulo fiscal.⁵

Si bien el mercado laboral siguió recuperándose, lo hizo lentamente, por lo que no tuvo un impacto importante en la tasa de desempleo. La nómina no agrícola privada se incrementó durante la primera mitad de 2010 a un ritmo mensual promedio de 99 mil plazas. Este incremento resulta bajo con relación a la pérdida neta en empleos durante la crisis, que a junio todavía sumaba 7.9 millones de puestos.

Las condiciones financieras en Estados Unidos continúan siendo, en general, poco favorables para apoyar el crecimiento económico. El crédito bancario siguió contrayéndose y la colocación de valores privados disminuyó durante el segundo trimestre de 2010 (Gráfica 11c). En particular, las condiciones crediticias para las empresas pequeñas y los hogares son todavía restrictivas.

⁴ El índice de capacidad instalada de la producción industrial de Estados Unidos se situó en 74.1 por ciento en junio de 2010, por debajo de su promedio histórico de 81 por ciento (1967-2010).

⁵ El programa denominado "American Recovery and Reinvestment Act of 2009" otorgaba un crédito fiscal por hasta 8,000 dólares a primeros compradores de casa habitación durante enero-noviembre de 2009. En noviembre 6 de 2009, el programa se extendió para casas habitación adquiridas o bajo contrato hasta el 30 de abril de 2010, y se amplió el programa, otorgándose también un crédito por hasta 6,500 dólares a familias que, habiendo vivido en su actual residencia por al menos 5 años, desearan adquirirla.

En el primer trimestre de 2010, la economía de la zona del euro creció apenas 0.8 por ciento a tasa trimestral anualizada. Para el segundo trimestre, la depreciación del euro y la mayor actividad en otras regiones estimularon las exportaciones de la zona, lo cual propició un crecimiento importante en Alemania y, en menor medida, en Francia, si bien en otros países del área el panorama resultó ser menos favorable. La crisis de deuda soberana en algunos países de la región y el efecto inmediato de los ajustes fiscales anunciados se han reflejado en menores tasas de crecimiento esperadas para la región en su conjunto. No obstante, en la medida en que la implementación de estos ajustes sea congruente con trayectorias de cuentas externas y fiscales sostenibles en el largo plazo, se esperaría que los programas de consolidación fiscal tuvieran un efecto positivo sobre las perspectivas de crecimiento potencial de la región. Por su parte, en Japón se ha observado un repunte de la actividad económica superior al esperado al inicio del año. No obstante, en el segundo trimestre la recuperación se moderó, siendo desigual entre industrias y regiones.

Continuando con la tendencia observada en los trimestres anteriores, las economías emergentes, particularmente las de Asia, mostraron un crecimiento económico vigoroso durante abril-junio, apoyadas por la fortaleza de sus exportaciones y de su demanda interna. Sin embargo, existen indicadores oportunos que han venido mostrando un menor dinamismo. La tasa de crecimiento de la producción industrial en China registró una disminución en el segundo trimestre, ubicándose en 13.7 por ciento en junio, comparada con 18.1 por ciento en marzo. Por su parte, la información disponible sugiere que la producción industrial en India continuó creciendo en el segundo trimestre. De acuerdo con los resultados del PIB del primer trimestre y la información disponible para el segundo trimestre, la actividad económica en América Latina siguió repuntando durante los primeros seis meses del año, impulsada por la mayor demanda de bienes primarios. Asimismo, hay señales de mejoría en los países emergentes de Europa, aunque con disparidades considerables.

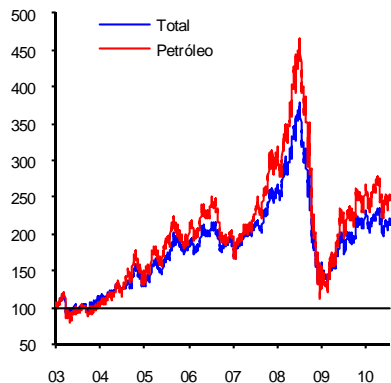
3.1.2. Precios de las Materias Primas

Como se menciona en la sección 3.1.4, durante mayo se observó un aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, que dio lugar a que los precios de los productos primarios detuvieran temporalmente su trayectoria ascendente (Gráfica 9). Posteriormente, los precios mostraron una recuperación, luego de que la volatilidad en los mercados financieros se moderara. Los precios que se vieron más afectados fueron los correspondientes a los energéticos y a los metales industriales, que incluso disminuyeron.

Gráfica 9

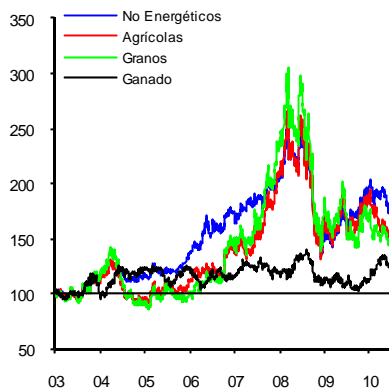
Precios de Productos Primarios
Índice 31 de diciembre de 2002=100

a) Precio de Productos Primarios y del Petróleo



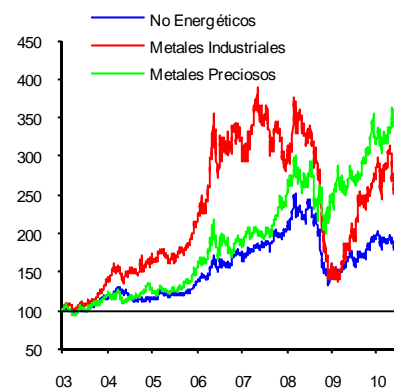
Fuente: S&P GSCI.

b) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Agrícolas



Fuente: S&P GSCI.

c) Precio de Productos Primarios No Energéticos, Metales



Fuente: S&P GSCI.

3.1.3. Tendencias Generales de la Inflación en el Exterior

La inflación y sus expectativas en las principales economías avanzadas se mantuvieron en niveles bajos en el segundo trimestre de 2010, a lo que contribuyó la caída de los precios de los productos energéticos. De hecho, al cierre del segundo trimestre más que expectativas de una aceleración de la inflación, el temor más bien era de una deflación potencial en el futuro. Por su parte, en algunas economías emergentes persistió la preocupación sobre posibles presiones inflacionarias (Gráfica 10).

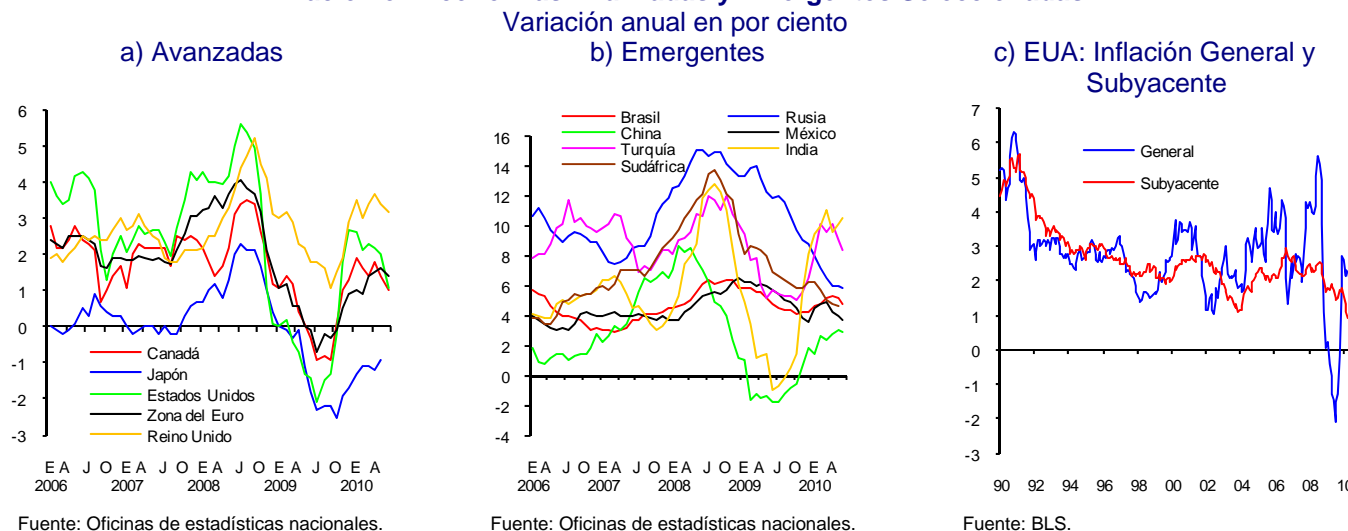
En Estados Unidos, la inflación general al consumidor siguió su trayectoria descendente, situándose en 1.1 por ciento a tasa anual en junio, cifra menor a la observada en marzo (2.3 por ciento). A lo anterior contribuyó la tendencia descendente del componente subyacente (Gráfica 10c), cuyo crecimiento anual fue 0.9 por ciento en junio (1.1 por ciento en marzo). La amplia brecha del producto y la elevada tasa de desempleo siguieron contribuyendo a mantener la inflación y sus expectativas en niveles bajos. Ante ello, la Reserva Federal mantuvo sin cambio su tasa de política en el intervalo de 0 a 25 puntos base y reiteró que prevé un periodo prolongado de bajas tasas de interés.

En la zona del euro, la inflación general anual se situó en 1.4 por ciento en junio (1.4 por ciento en marzo), en tanto que la subyacente se ubicó en 0.9 por ciento (1.0 por ciento en marzo). En el Reino Unido la inflación fue de 3.2 por ciento en junio luego de haber alcanzado 3.7 por ciento en abril. Finalmente, en Japón, las variaciones anuales de los índices general y subyacente continuaron ubicándose en terreno negativo durante el segundo trimestre. Los bancos centrales de la zona del euro, del Reino Unido y de Japón no modificaron sus tasas de política monetaria.

Cabe reiterar que en la mayoría de las economías avanzadas prevalecen expectativas de inflación bajas. Teniendo en consideración que los estímulos fiscales comienzan a retirarse y que predomina una amplia holgura en la capacidad instalada, los analistas han pospuesto el momento en que se espera

inicie el retiro del estímulo monetario en la gran mayoría de las principales economías avanzadas. En consecuencia, se espera que las condiciones monetarias a nivel global permanezcan acomodaticias por un periodo prolongado.

Gráfica 10
Inflación en Economías Avanzadas y Emergentes Seleccionadas



Por otro lado, los bancos centrales de algunas economías avanzadas y emergentes, primordialmente productoras de materias primas, han comenzado el retiro del estímulo monetario, ante la recuperación de su actividad económica y preocupaciones de posibles presiones inflacionarias. En general, los analistas anticipan que continúe dicho retiro, si bien ha aumentado la incertidumbre sobre la velocidad de ajuste en las tasas de referencia ante los posibles efectos sobre la economía global de un menor crecimiento en Europa y la expectativa de un aumento más moderado en los precios de las materias primas.

3.1.4. Mercados Financieros Internacionales

Desde octubre del año pasado comenzaron a surgir algunas preocupaciones con respecto a la situación de sostenibilidad fiscal de varios países europeos (en particular Grecia, Portugal, España, Irlanda e Italia). En abril de este año la situación se agravó una vez que Grecia entró en crisis. Esto generó una importante revaluación del riesgo soberano, presentándose efectos de contagio principalmente en las economías con perspectivas fiscales más débiles. Ante el fuerte incremento en la percepción de riesgo de contraparte entre las instituciones financieras en Europa, algunos mercados dejaron de funcionar adecuadamente y se observó una depreciación considerable del euro frente a otras divisas.

En respuesta, Grecia ingresó en un programa del Fondo Monetario Internacional (FMI) con apoyo de la Unión Europea, y la mayoría de los países de la Unión adoptaron medidas de ajuste.⁶ Además, las autoridades europeas, en coordinación con el FMI, implementaron un paquete de apoyo sin precedente.

⁶ No solamente Grecia, España e Irlanda adoptaron medidas de restricción fiscal, también Alemania, Francia y el Reino Unido dieron a conocer importantes programas de consolidación presupuestal que tienen como uno de sus principales objetivos disminuir la deuda pública como porcentaje del PIB en los próximos años.

Ello sirvió para restaurar la confianza y salvaguardar la estabilidad del sistema financiero. Por su parte, en mayo de este año el Banco Central Europeo (BCE) puso en marcha diversas acciones para enfrentar los severos problemas en ciertos segmentos del mercado financiero y de deuda soberana:

- i. Provisión de liquidez en dólares. Con el objetivo de mejorar las condiciones de liquidez en los mercados con grandes necesidades de financiamiento en dólares, el BCE restableció la línea de liquidez (línea *swap*) con la Reserva Federal de los Estados Unidos.
- ii. Provisión de liquidez en euros. En las Operaciones Regulares de Refinanciamiento a más Largo Plazo (LTROs) se volvió a adoptar el mecanismo de subastas a tasa fija con adjudicación plena.
- iii. Restablecimiento del mercado de deuda. A través del programa para los mercados de valores, el BCE compra títulos de deuda pública y privada en los mercados secundarios para restablecer liquidez en el mercado de dichos instrumentos y restaurar el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Estas compras son esterilizadas para evitar un cambio en la postura monetaria.

Asimismo, la Unión Europea aprobó el establecimiento del Mecanismo Europeo de Estabilización, cuyos componentes principales son: i) un procedimiento de ayuda financiera a mediano plazo para apoyar a los países miembros, con un fondo disponible de 60 mil millones de euros; y, ii) la denominada Facilidad Europea de Estabilidad Financiera para la zona del euro con recursos por 440 mil millones de euros en fondos o garantías aportados por los países miembros de la zona. Además, el Fondo Monetario Internacional ha señalado que cooperará con la Unión Europea para apoyar a países en dificultades, de acuerdo a las solicitudes individuales de los países (alrededor de 250 mil millones de euros). Este Mecanismo es adicional a los 110 mil millones de euros destinados al programa de apoyo a Grecia para el periodo 2010-2012.

La serie de medidas descritas significa un paquete de apoyo sin precedente a la deuda soberana de los países de Europa y, de hecho, a la integridad de la unión monetaria del euro. Si bien las medidas han funcionado en el corto plazo, queda por verse su operatividad en el largo plazo, pues los retos fiscales de algunos países son enormes.

En su conjunto, las medidas adoptadas contuvieron el deterioro de los mercados financieros internacionales y evitaron una situación de contagio generalizada. Debido a esto, las condiciones de financiamiento en diversos mercados se estabilizaron a fines de mayo e inclusive han mejorado en las últimas semanas. No obstante, si bien se ha avanzado en la atención a los problemas fiscales de algunos países de Europa, éstos continúan siendo un elemento de vulnerabilidad que ha aumentado los riesgos para el crecimiento económico mundial.

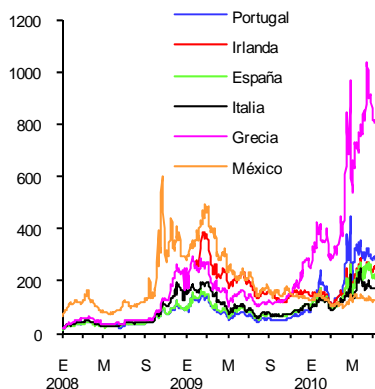
Como se señaló, la volatilidad se acentuó a principios de mayo, cuando surgieron dudas sobre la disposición y capacidad de los principales países de la zona del euro con posiciones fiscales más sólidas para otorgar apoyo financiero a los miembros en una situación más débil (Gráfica 11a). La incertidumbre

contribuyó a caídas de los principales índices accionarios y a un aumento en el costo de financiamiento para las empresas, que generó una baja temporal en la colocación de valores privados en las principales economías avanzadas (Gráfica 11c). Ante la moderación de la incertidumbre, las condiciones financieras en los mercados internacionales han venido recuperándose y con ello la colocación de deuda.

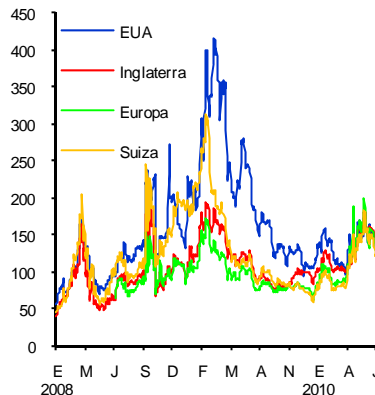
Debido a la percepción de fragilidad del sistema financiero en Europa, las autoridades publicaron en julio los resultados de una serie de pruebas de estrés bajo posibles escenarios negativos. Los resultados indican una fortaleza general del sistema bancario de la Unión Europea ante potenciales perturbaciones macroeconómicas y financieras negativas. A pesar de que las pruebas arrojaron la necesidad de elevar el nivel de capital en un número reducido de bancos y por un monto menor al esperado, todavía existe incertidumbre sobre la fortaleza del sistema bancario europeo ante perturbaciones de mayor envergadura que las consideradas.⁷

Gráfica 11
Indicadores de Condiciones Financieras

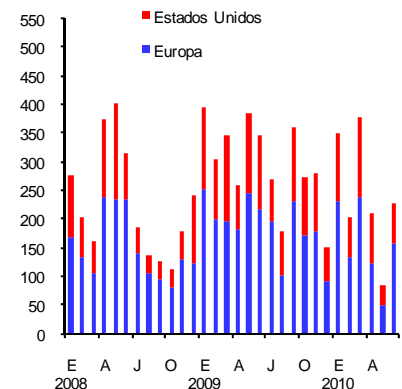
a) Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago Puntos base



b) Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago de Bancos^{1/} Puntos base



c) Emisión de Deuda Corporativa Miles de millones de dólares



1/ Promedio simple. Bancos de Estados Unidos: Bank of America, Citigroup y JP Morgan; Eurozona: Banco Santander, BNP Paribas, Crédit Agricole, Deutsche Bank, ING Groep, Société Générale y Unicredit; Reino Unido: Barclays, HSBC, RBS y Lloyds; Suiza: Crédit Suisse.
Fuente: Bloomberg.

En junio, la Reserva Federal cerró su Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respaldados por Activos (TALF, por sus siglas en inglés) como había sido previamente anunciado. Este instrumento era la última de las facilidades de liquidez extraordinarias implementadas por la Reserva Federal que permanecía abierta. Por otra parte, en julio se aprobó una importante reforma financiera en los Estados Unidos que, entre sus puntos más relevantes, establece una regulación de los mercados de derivados, límites a las actividades de inversión de la banca y medidas que fortalecen la protección al consumidor.

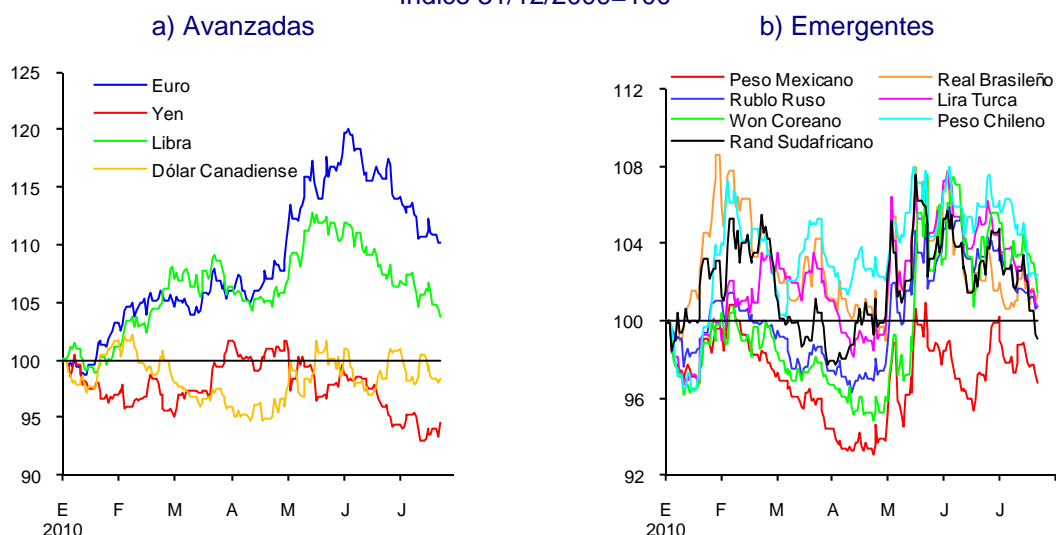
⁷ El 23 de julio el Comité de Supervisores Bancarios Europeos publicó los resultados de pruebas de estrés realizadas a 91 bancos representando el 65 por ciento del mercado europeo en términos de activos totales. El ejercicio se llevó a cabo para un horizonte de dos años (2010 y 2011) y se consideraron escenarios negativos extremos. El objetivo del mismo es dimensionar los riesgos de crédito y de mercado bajo condiciones extremas tomando en cuenta la exposición de los bancos a deuda soberana. A partir de los resultados, se observó que siete bancos podrían experimentar una caída en la razón de Capital Básico sobre Activos por debajo de 6 por ciento, lo que se traduce a requerimientos de capital adicionales por alrededor de 3.5 miles de millones de euros.

Adicionalmente, se incrementa la capacidad de las autoridades reguladoras para supervisar a los intermediarios financieros de mayor tamaño.

Como resultado del incremento en la aversión al riesgo en los mercados internacionales, durante mayo se observó una depreciación en la mayoría de las divisas frente al dólar, con la excepción del yen (Gráfica 12). Sin embargo, en la medida en que las condiciones en los mercados financieros en Europa han venido mejorando, en las últimas semanas se ha visto una reversión de las depreciaciones cambiarias señaladas, principalmente en el caso de las economías emergentes.

La revaluación del riesgo soberano originó en mayo una desaceleración temporal de los flujos de capital dedicados a economías emergentes, un incremento de los índices de riesgo soberano y una caída en los mercados accionarios (Gráfica 13). Sin embargo, estos efectos ya se han comenzado a revertir, en mayor medida en países como México, que han realizado un esfuerzo de consolidación fiscal.

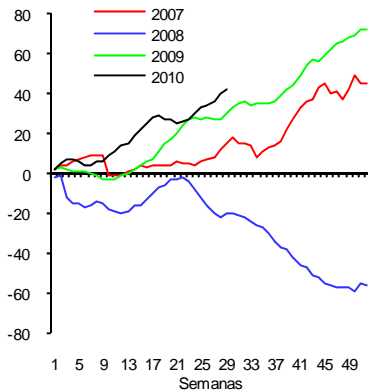
Gráfica 12
Tipos de Cambio de Monedas de Economías Avanzadas y Emergentes Frente al Dólar ^{1/}
 Índice 31/12/2009=100



^{1/} Un incremento del índice equivale a una depreciación frente al dólar.
 Fuente: Bloomberg.

Gráfica 13
Indicadores Financieros en Economías Emergentes

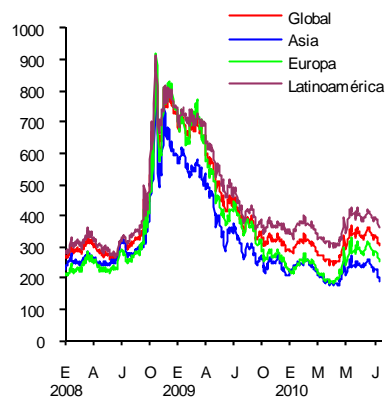
a) Flujo Acumulado a Economías Emergentes (Acciones y Deuda)^{1/}
Miles de millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

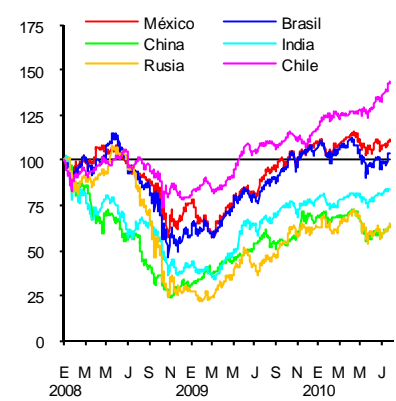
1/ La muestra cubre fondos utilizados para la compra-venta de acciones y bonos de países emergentes, registrados en mercados de países avanzados. Los flujos excluyen el desempeño de la cartera y variaciones en el tipo de cambio.

b) Márgenes de Riesgo Soberano (EMBI)
Puntos base



Fuente: Bloomberg.

c) Mercados Accionarios de Países Emergentes Seleccionados
Índice 01/01/2008=100



Fuente: Bloomberg.

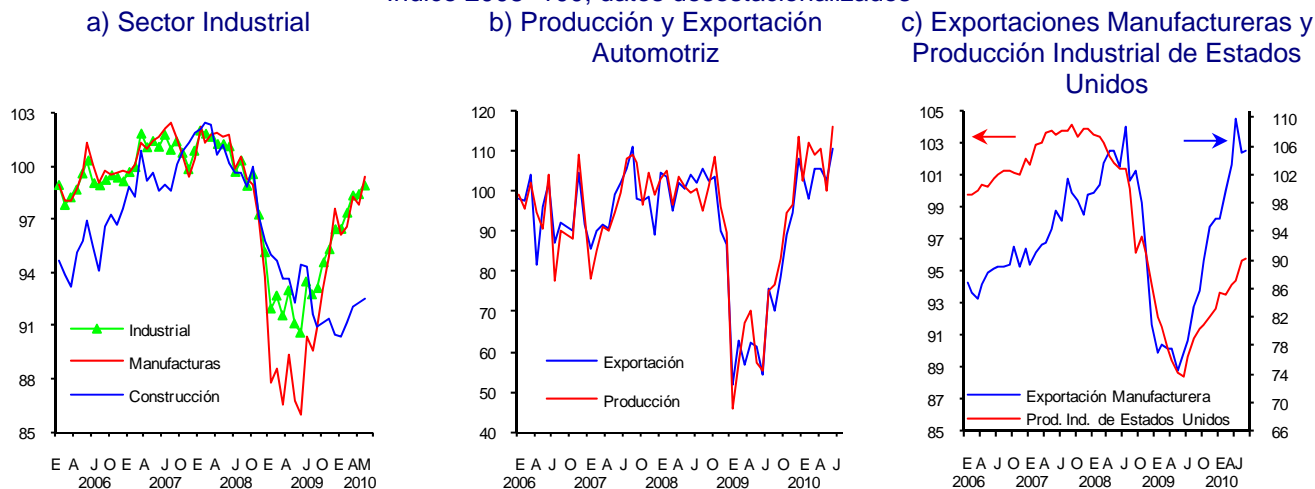
3.2. Evolución de la Economía Mexicana

3.2.1. Actividad Económica

La información disponible acerca de la producción manufacturera a mayo de 2010, en combinación con los importantes incrementos en términos mensuales ajustados por efectos estacionales que registraron la exportación y la producción del sector automotriz en junio, sugieren que el sector industrial presentó un aumento importante en sus niveles de actividad durante el segundo trimestre de 2010 (Gráfica 14a y b). De este modo, en ese periodo continuó la trayectoria positiva que han mostrado las manufacturas desde la segunda mitad de 2009. Esto refleja además de la depreciación del tipo de cambio real, el elevado dinamismo que ha mostrado la demanda externa, resultante del crecimiento que han venido registrando las actividades industriales de Estados Unidos desde la segunda mitad de 2009 (Gráfica 14c).

En el segundo trimestre de 2010 las exportaciones manufactureras alcanzaron niveles 7.0 por ciento superiores a lo observado en el primer trimestre del año, en términos ajustados por factores estacionales. Esta evolución reflejó aumentos de 3.1 y de 8.5 por ciento en las exportaciones de la industria automotriz y del resto de las manufacturas, respectivamente, en comparación con los niveles del trimestre previo. Con estos resultados, las exportaciones manufactureras lograron alcanzar montos similares a los observados antes de que iniciara la crisis global. A su vez, esta evolución contribuyó a que, en el bimestre abril-mayo de 2010, la producción manufacturera fuera 12.8 por ciento superior a lo registrado el mismo periodo del año anterior, lo cual se compara favorablemente con las variaciones anuales de -1.4 y 9.9 por ciento en el último trimestre de 2009 y el primero de 2010, respectivamente.

Gráfica 14
Sector Industrial, Producción y Exportación Automotriz,
Exportaciones Manufactureras y Producción Industrial de Estados Unidos
 Índice 2008=100; datos desestacionalizados



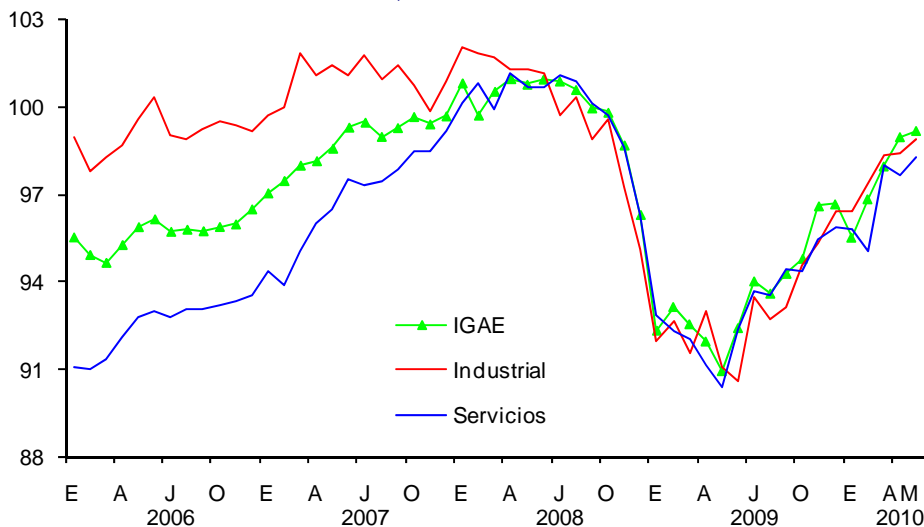
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

Fuente: Elaborado por Banco de México con información de la AMIA y ANPACT.

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

Por su parte, como se describe más adelante, durante el segundo trimestre de 2010 los niveles de actividad productiva también se vieron favorecidos por un cambio de tendencia en la demanda interna, si bien ésta aún permanece en niveles relativamente bajos. Esto, a su vez, se habrá traducido en un mayor dinamismo del sector servicios (Gráfica 15).

Gráfica 15
Indicadores de la Actividad Económica
 Índice 2008=100; datos desestacionalizados



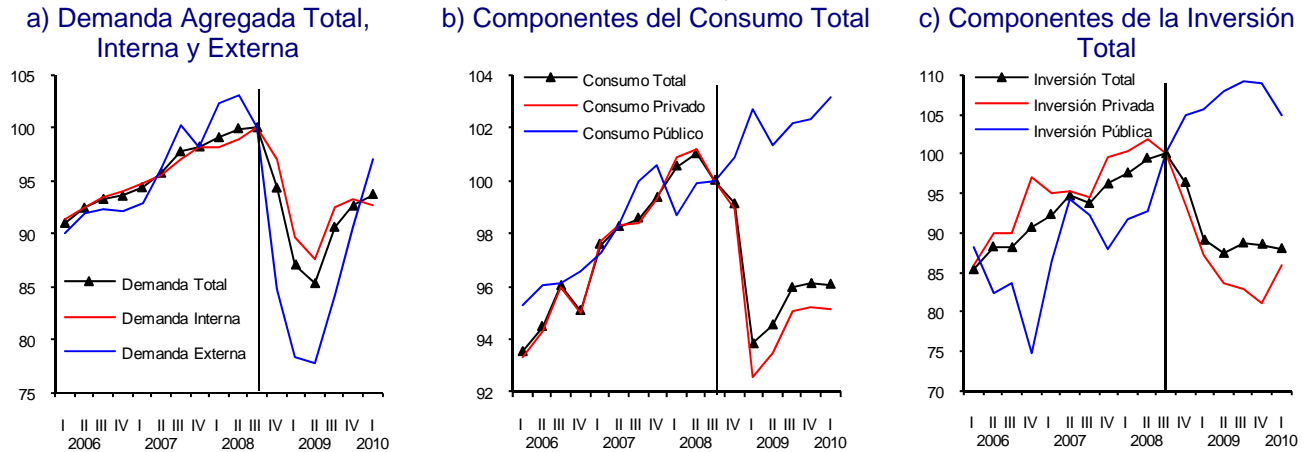
Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

En relación con esto último, hasta el primer trimestre de 2010 el gasto doméstico había exhibido un fuerte rezago respecto a la reactivación que ya venía mostrando la demanda externa. En efecto, en contraste con la elevada expansión trimestral de las exportaciones de bienes y servicios durante el primer

trimestre del año (7.01 por ciento en términos desestacionalizados), el consumo total se mantuvo en el mismo nivel del cuarto trimestre de 2009 y la formación bruta de capital fijo incluso cayó en 0.63 por ciento respecto del trimestre previo, en ambos casos con cifras ajustadas por efectos estacionales (Gráfica 16).

Gráfica 16
Demanda Agregada

Índices Tercer Trimestre de 2008=100; datos desestacionalizados



Fuente: Elaborado por Banco de México con datos del Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

En contraste con lo anterior, se estima que en el segundo trimestre el gasto interno habrá mostrado una expansión respecto del nivel del trimestre previo, si bien su crecimiento habrá sido aún significativamente menor que el de la demanda externa. En particular, destacan los siguientes resultados:

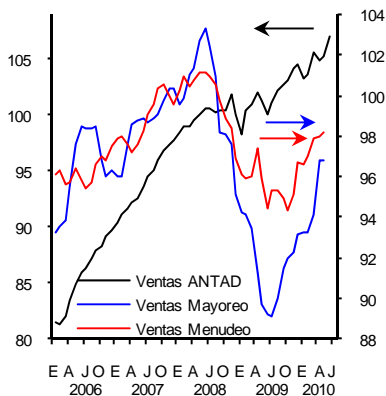
- I. En lo correspondiente al consumo, en el segundo trimestre de 2010 las ventas desestacionalizadas de la ANTAD presentaron un crecimiento de 1.37 por ciento con respecto al primero, mayor a la variación de 0.25 por ciento registrada en el trimestre previo. De manera similar, las ventas en establecimientos comerciales han tendido a exhibir una recuperación relativamente más acelerada en los meses recientes (Gráfica 17a).
- II. Los indicadores oportunos de la inversión sugieren que ésta pareciera estar transitando por un punto de inflexión, a pesar de que continúa mostrando volatilidad. En particular, si bien durante abril de 2010 la formación bruta de capital fijo registró un descenso mensual de 1.06 por ciento con cifras ajustadas por estacionalidad, este resultado se presenta después de haber experimentado una modesta trayectoria creciente durante los seis meses previos (Gráfica 17b). A pesar de ello, la inversión continuó ubicándose en un nivel 12.1 por ciento inferior al máximo alcanzado en julio de 2008. Un indicador cuya mejoría reciente parecería sugerir que en los próximos meses pudiera observarse una recuperación más plena de la inversión, es el relativo a la percepción de los empresarios del sector manufacturero y de los especialistas en economía del sector privado respecto a si se considera que la coyuntura actual en las empresas es favorable para realizar inversiones (Gráfica 17c).

Gráfica 17

Indicadores de Gasto Doméstico

a) Ventas Totales de la ANTAD y en Establecimientos Comerciales

Índice 2008=100; promedio móvil de dos meses; datos desestacionalizados^{1/}

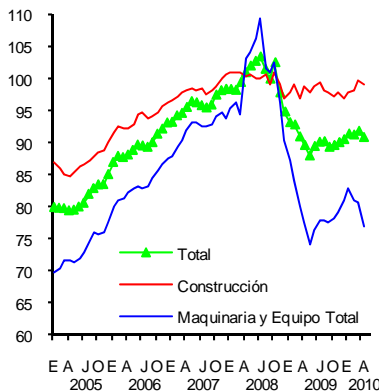


Fuente: INEGI y elaboración de Banco de México con datos de la ANTAD.

1/ En esta gráfica se utilizan promedios móviles hasta el final del periodo presentado para evitar que la volatilidad de estas series afecte la identificación de su trayectoria más reciente.

b) Inversión Fija Bruta y sus Componentes

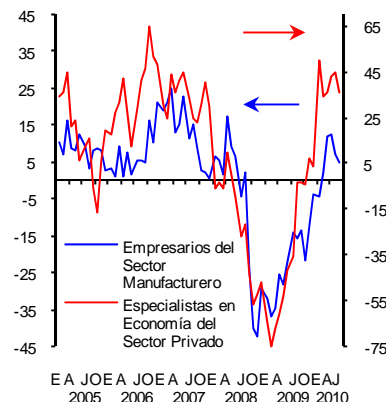
Índice 2008=100; promedio móvil de tres meses, excepto a partir de 2008; datos desestacionalizados



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI.

c) Coyuntura Actual para Realizar Inversiones

Balance de respuestas: porcentaje^{1/}



Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero y Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado. Banco de México.

1/ El balance se refiere al porcentaje de quienes consideraron el momento actual como bueno para invertir, menos el porcentaje de quienes opinan lo contrario.

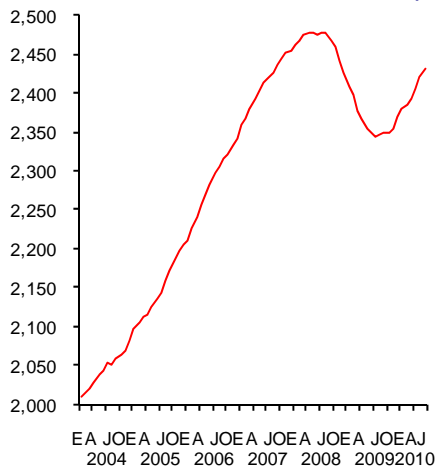
Algunos de los determinantes del gasto interno parecerían ya estar manifestando de manera más clara un cambio positivo de tendencia. En particular, la masa salarial en el sector formal de la economía continúa presentando una trayectoria positiva, a la vez que el índice de confianza del consumidor empezó a mostrar de manera más evidente un cambio favorable de tendencia en el segundo trimestre de 2010 (si bien aún permanece en niveles especialmente bajos; Gráfica 18). De manera similar, a partir de noviembre de 2009 las remesas familiares empezaron a registrar una trayectoria ascendente, pero aún se sitúan en niveles significativamente inferiores a los observados antes de la crisis global (Gráfica 19a).⁸ Finalmente, como se verá en la sección 3.2.2. de este Informe, el financiamiento de la banca comercial, sobre todo el dirigido a las empresas, parecería estar mostrando cierta recuperación. En lo que corresponde al financiamiento a hogares, el crédito al consumo ha dejado de caer en los últimos meses y, en el caso particular del crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero y otros, éste mostró un cambio de tendencia favorable en el trimestre que se reporta (Gráfica 19b).

⁸ Los ingresos por remesas familiares ascendieron a 1,885 millones de dólares en junio de 2010. Esta cifra implica una disminución anual de 2.0 por ciento, lo cual se observa después de aumentos anuales de 0.2 y 12.6 por ciento en abril y mayo, respectivamente. Con estos resultados, en el segundo trimestre del presente año las remesas sumaron 5,808 millones de dólares, lo que significó un incremento de 3.7 por ciento con respecto al mismo trimestre de 2009.

Gráfica 18

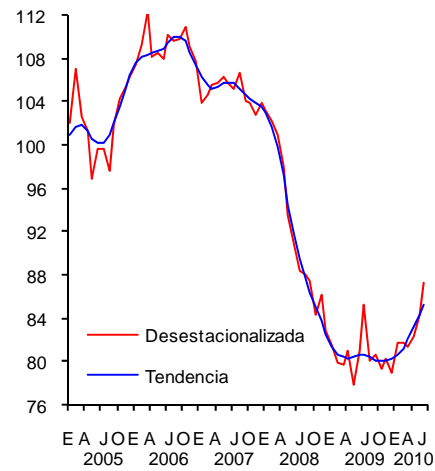
Masa Salarial Real e Índice de Confianza del Consumidor

a) Masa Salarial Real en el Sector Formal
Datos desestacionalizados; millones de pesos



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

b) Índice de Confianza del Consumidor
Enero 2003=100



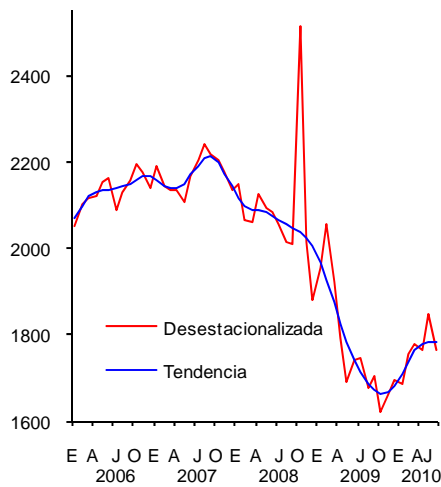
Fuente: INEGI y Banco de México.

Gráfica 19

Remesas Familiares y Financiamiento

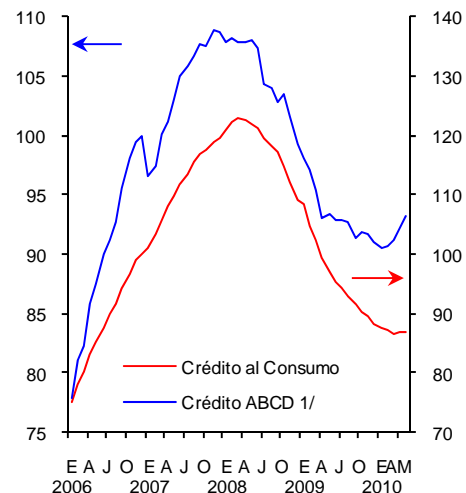
Datos desestacionalizados

a) Remesas Familiares
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

b) Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo y para la Adquisición de Bienes de Consumo Duradero (ABCD) y Otros
Índice diciembre 2006=100

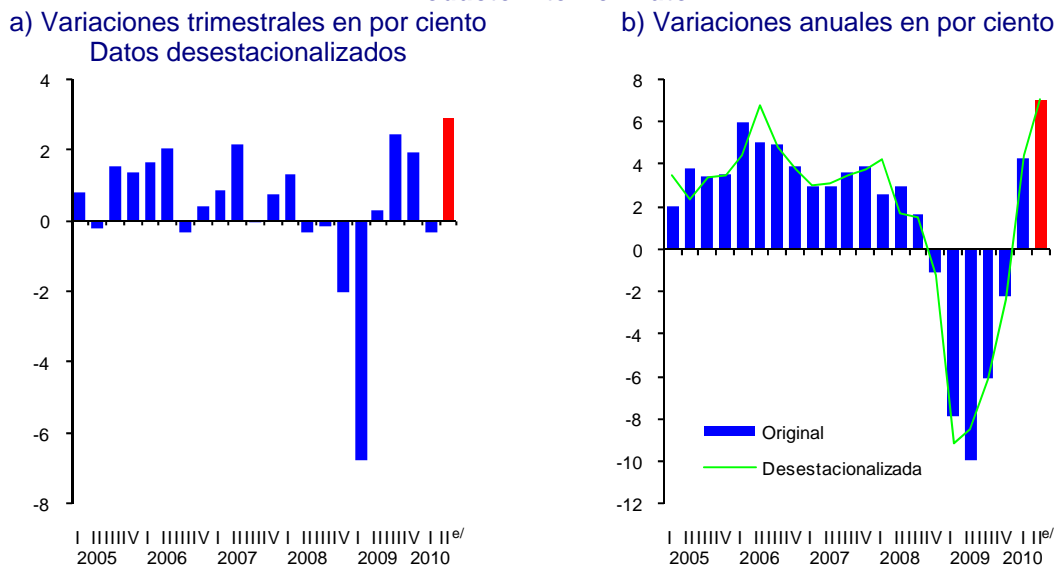


1/ Incluye créditos automotriz y para la adquisición de bienes muebles, para operaciones de arrendamiento capitalizable, personales y otros créditos al consumo.
Fuente: Banco de México.

Dado este entorno, se estima que en el segundo trimestre de 2010 el desempeño de la economía haya sido más favorable que lo observado en el trimestre previo: se proyecta que el PIB ajustado por factores estacionales haya mostrado una variación trimestral de entre 2.5 y 3.0 por ciento en el segundo trimestre de 2010 (Gráfica 20a), lo cual implicaría una variación anual en cifras

originales superior al 7.0 por ciento. Este sería el segundo incremento anual positivo consecutivo del PIB, después de cinco trimestres con contracciones (Gráfica 20b). La elevada expansión anual estimada para el PIB en el segundo trimestre también está influida por una base reducida de comparación. Ello se deriva del hecho de que, en el segundo trimestre del año pasado, a la fase baja del ciclo económico se añadieron los efectos del brote de influenza A(H1N1) y del paro de actividades de dos de las principales empresas automotrices del país, cuyas matrices en Estados Unidos entraron en un proceso de concurso mercantil.

Gráfica 20
Producto Interno Bruto



Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México. INEGI. Desestacionalización al segundo trimestre de 2010 efectuada por el Banco de México.
e/ Estimado.

3.2.2. Ahorro Financiero y Financiamiento en el País

En el primer trimestre de 2010 se mantuvo la recuperación en la disponibilidad de recursos financieros que comenzó a observarse a partir del último trimestre de 2009. Ello se debió a la importante entrada de recursos provenientes del exterior, particularmente al incremento del ahorro financiero por parte de no residentes. Por el contrario, las fuentes internas de recursos financieros al primer trimestre fueron más reducidas que las observadas el trimestre anterior. No obstante, como se verá a continuación, estas fuentes, medidas por el ahorro financiero de residentes en el país, parecerían haber llegado a un punto de inflexión en el mes de marzo de 2010, ya que han mostrado un repunte en el segundo trimestre del año en curso (Cuadro 2 y Gráfica 21a).

El ahorro financiero total de la economía, definido como el agregado monetario M4 menos el saldo de billetes y monedas en poder del público, y compuesto por el ahorro financiero de residentes y de no residentes, mostró un repunte en su tasa de crecimiento en el segundo trimestre de 2010, lo que ha conducido a que haya alcanzado en el mes de mayo su nivel máximo histórico en términos reales. Este cambio de tendencia se explica por la reciente recuperación del ahorro de los residentes, principalmente debido a que a consecuencia de la

recuperación de la actividad económica, el componente voluntario de este ahorro ha comenzado a crecer nuevamente (Gráfica 21b).

Cuadro 2
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujos Anuales						Saldo 2010 I	
	2008 IV	2009 I	2009 II	2009 III	2009 IV	2010 I	% PIB	Est. %
Total Fuentes	6.0	5.1	4.2	3.8	4.1	5.6	76.7	100.0
Fuentes Internas ^{1/}	5.5	5.5	5.2	4.7	3.4	3.1	55.9	72.8
Fuentes Externas ^{2/}	0.4	-0.4	-1.0	-0.9	0.7	2.5	20.8	27.2
Total Usos	6.0	5.1	4.2	3.8	4.1	5.6	76.7	100.0
Sector Público	1.9	2.9	3.2	3.8	3.5	3.1	38.4	50.1
Sector Público (RFSP) ^{3/}	1.6	2.7	2.9	3.3	2.7	2.2	36.1	47.1
Estados y Municipios	0.3	0.2	0.3	0.6	0.8	0.9	2.3	3.0
Reserva Internacional ^{4/}	0.7	-0.6	-1.3	-0.9	0.5	1.8	9.8	12.7
Sector Privado	2.0	1.3	0.6	-0.4	0.0	0.7	31.7	41.3
Hogares	0.7	0.5	0.2	0.1	0.0	0.1	14.0	18.2
Consumo	0.0	-0.3	-0.6	-0.6	-0.5	-0.3	3.8	5.0
Vivienda ^{5/}	0.7	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4	10.1	13.2
Empresas	1.3	0.8	0.4	-0.5	0.0	0.6	17.7	23.1
Interno ^{6/}	1.3	1.1	0.7	0.3	0.4	0.5	10.7	13.9
Externo	0.0	-0.3	-0.3	-0.8	-0.4	0.1	7.1	9.2
Activos Externos de la Banca Comercial ^{7/}	0.4	0.0	0.2	0.1	-0.5	-0.3	1.7	2.2
Otros Conceptos ^{8/}	0.9	1.5	1.5	1.2	0.6	0.3	-4.8	-6.3

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/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de Residentes. Los flujos revalorizados anuales de las Fuentes Internas excluyen del M4 el efecto de la reforma a la Ley del ISSSTE. La información sobre el saldo de las Fuentes Internas incluye el efecto de esta reforma.

2/ Incluye el agregado monetario M4 en poder de No Residentes, el 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 sí incluye el efecto de esta reforma sobre la deuda pública.

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

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

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

7/ Incluye las disponibilidades en el exterior y el financiamiento externo.

8/ Incluye cuentas de capital y resultados y otros activos y pasivos de la banca comercial y de desarrollo, del Banco de México, de los intermediarios financieros no bancarios y del INFONAVIT, así como pasivos no monetarios del IPAB, entre otros conceptos.

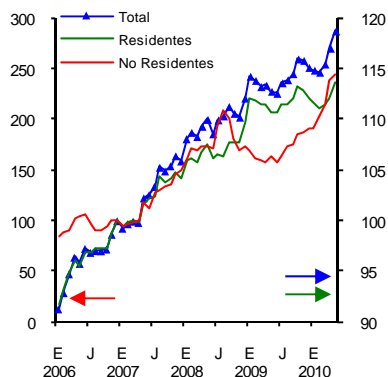
En abril de 2010 se registró la mayor entrada de recursos financieros por parte de no residentes en el año. No obstante, en los meses de mayo y junio, al igual que ocurrió en otras economías emergentes, se frenó el flujo de recursos financieros del exterior debido al aumento en la aversión al riesgo por la crisis en Europa. Si bien parecería que parte de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales se ha disipado, lo cual se ha reflejado en una mayor tenencia de valores gubernamentales por parte de no residentes en los primeros días del mes de julio, este episodio trae a la luz la rapidez con la que se pueden detener, e incluso revertir, los flujos de recursos provenientes del exterior (Gráfica 21c).

Por lo que respecta al financiamiento, al primer trimestre de 2010 el uso de recursos financieros por parte del sector público continuó siendo importante. No obstante, en el margen, se observó una reducción del financiamiento a este sector debido, entre otros factores, a la mejoría en los niveles de actividad económica interna, al incremento en el precio del petróleo, así como al impacto

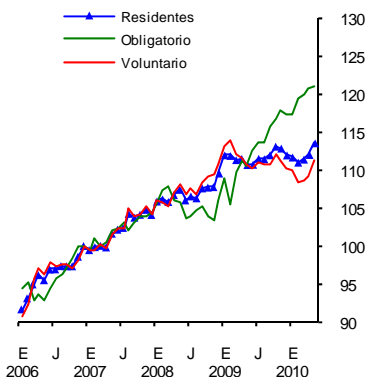
de las modificaciones tributarias y a los precios y tarifas públicos federales y locales para el año en curso, mismos que han conducido a mayores ingresos tributarios y petroleros (Cuadro 2). Por su parte, con respecto al cuarto trimestre de 2009, al primer trimestre de 2010 destacó el aumento de recursos prestables provenientes del exterior, que pasaron de 0.7 a 2.5 puntos del PIB. Un porcentaje elevado de estos recursos se dirigió a incrementar el nivel de reservas internacionales. Asimismo, en el periodo referido, se observó un mayor flujo de recursos financieros para el sector privado (Cuadro 2). En todo caso, hacia adelante habrá que vigilar la proporción del ahorro financiero que absorban la acumulación de reservas internacionales y el sector público.

Gráfica 21
Ahorro Financiero

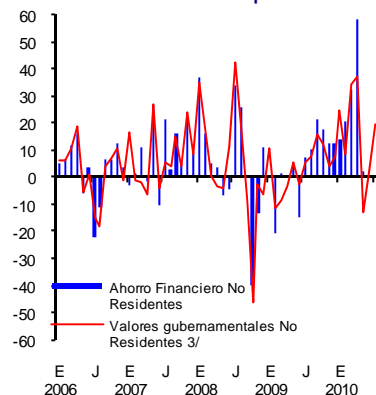
a) Ahorro Financiero Total^{1/2/}
Saldos ajustados por estacionalidad
Índice Dic. 2006=100



b) Ahorro Financiero Residentes^{2/}
Saldos ajustados por estacionalidad
Índice Dic. 2006=100



c) Ahorro Financiero de No Residentes y Tenencia de Valores Gubernamentales
Variación mensual en miles de millones de pesos



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.

3/ La tenencia de valores gubernamentales está expresada a valor nominal. Datos disponibles al 14 de julio de 2010.

En abril y mayo de 2010 se han observado signos de recuperación más sólidos del financiamiento interno al sector privado no financiero, en particular del financiamiento a las empresas. Éste ha sido impulsado tanto por el dinamismo de la emisión de valores, como por el repunte en el crédito, principalmente el otorgado por la banca comercial (Gráfica 22). Con relación a lo anterior, la recuperación de la actividad económica, así como la expectativa de que ésta continúe en el futuro, parecerían ser las causas de los mayores niveles de crédito otorgados.

El incremento de la aversión al riesgo que se observó durante el segundo trimestre en los mercados financieros internacionales parecería no haber afectado significativamente al mercado de deuda interna, ni al acceso al financiamiento del exterior, por parte de las empresas privadas no financieras. En efecto, por lo que respecta al mercado de valores interno, no se observó un cambio en los patrones de los plazos de colocación de deuda, ni en las tasas de interés demandadas por este tipo de financiamiento (Gráfica 23a).^{9,10} Asimismo,

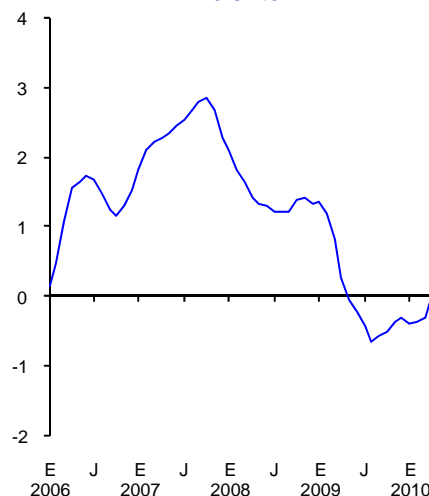
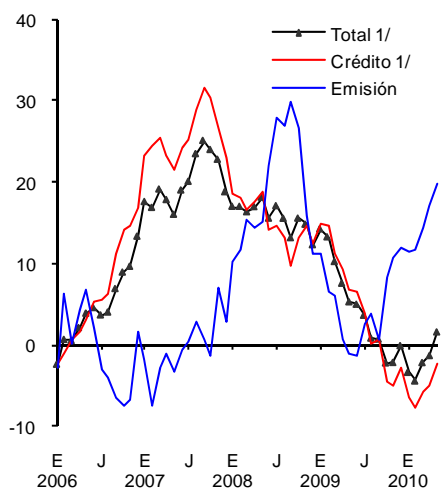
⁹ Los niveles actuales de emisión de deuda de corto plazo son inferiores a los observados en los meses posteriores a septiembre de 2008, periodo en el que las empresas recurrieron a la emisión de deuda de corto plazo debido a las dificultades para colocar deuda a plazos mayores.

en lo referente al acceso al financiamiento externo, en el segundo trimestre de 2010, en un entorno caracterizado por la reducción temporal de los flujos de capital a las economías emergentes, las empresas mexicanas continuaron emitiendo deuda en los mercados internacionales (Gráfica 23c).

Gráfica 22
Financiamiento Interno y Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras

a) Financiamiento Interno a las Empresas Privadas No Financieras
Variación real anual en por ciento

b) Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas Privadas No Financieras^{1/2/}
Tendencia de variación real mensual en por ciento



Fuente: Banco de México.

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

2/ Promedio móvil de 6 meses de la variación real mensual ajustada por estacionalidad.

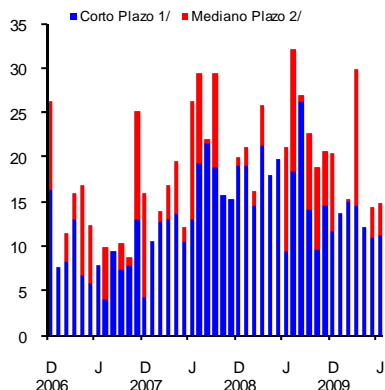
En lo que se refiere al financiamiento a los hogares, también se observó una mejoría en el segundo trimestre de 2010. El crédito de la banca comercial al consumo, que fue la cartera de crédito más afectada durante la parte baja del ciclo, ha dejado de contraerse en los últimos meses, tal y como se mencionó en la sección anterior. Ello estaría reflejando, por un lado, la disposición de la banca comercial por ampliar la oferta de crédito, una vez que los esfuerzos realizados han permitido avanzar en el saneamiento de esta cartera (Gráfica 24b), favorecidos por la recuperación del empleo y del ingreso de los hogares (Secciones 3.2.1. y 4). Por otro lado, la incipiente reactivación del gasto en consumo privado estaría propiciando una mayor demanda por este tipo de crédito. Por su parte, el crédito de la banca comercial para la adquisición de vivienda continuó expandiéndose en términos reales, siguiendo con el patrón mostrado a lo largo del año (Gráfica 24a).

¹⁰ Cabe señalar que históricamente no en todos los meses del año hay emisiones de deuda de mediano plazo.

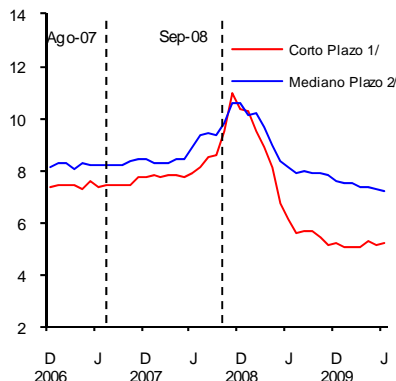
Gráfica 23

Emisión de Deuda y Tasas de Interés de Valores Privados

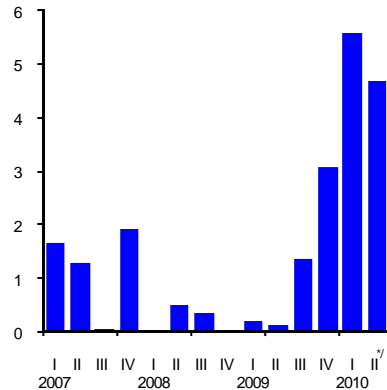
a) Emisión de Deuda en el Mercado Interno de Empresas Privadas No Financieras
Miles de millones de pesos



b) Tasa de Interés de la Deuda Privada Por ciento



c) Emisión de Deuda en el Exterior de Empresas Privadas No Financieras
Miles de millones de dólares



Fuente: Banco de México.

1/ Colocaciones con un plazo de hasta a un año.

2/ Colocaciones con un plazo mayor a un año.

*/ Cifras preliminares para mayo y junio de 2010.

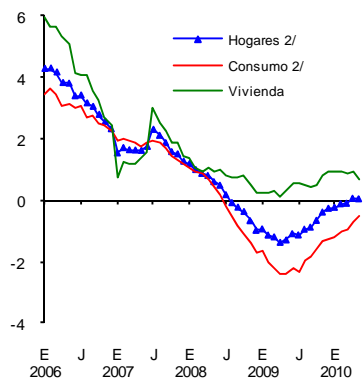
Fuente: Banco de México.

Fuente: Banco de México y Bloomberg.

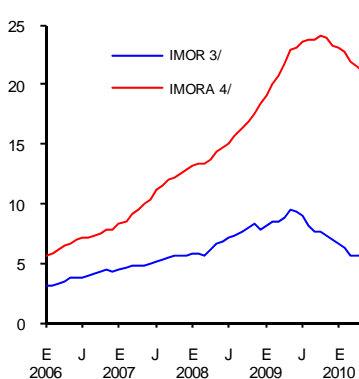
Gráfica 24

Crédito Vigente e Índices de Morosidad del Crédito de la Banca Comercial a los Hogares

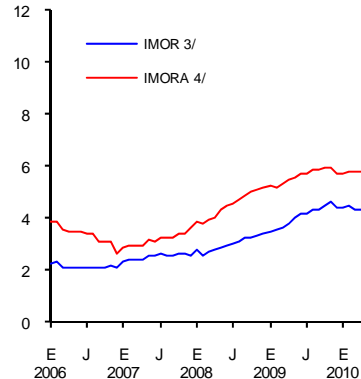
a) Crédito Vigente de la Banca Comercial a los Hogares^{1/}
Tendencia de variación real mensual en por ciento



b) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito al Consumo Por ciento



c) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito a la Vivienda Por ciento



Fuente: Banco de México y CNBV.

1/ Promedio móvil de 6 meses de la variación real mensual ajustada por estacionalidad.

2/ Incluye la cartera de crédito de las Sofom Reguladas de tarjetas de crédito: Tarjetas Banamex, Santander Consumo, Ixe Tarjetas, Sociedad Financiera Inbursa y Soriana Sofom. A partir de febrero 2009, los datos se ven afectados por la reclasificación de créditos a PyMES de la cartera de crédito al consumo a la cartera comercial.

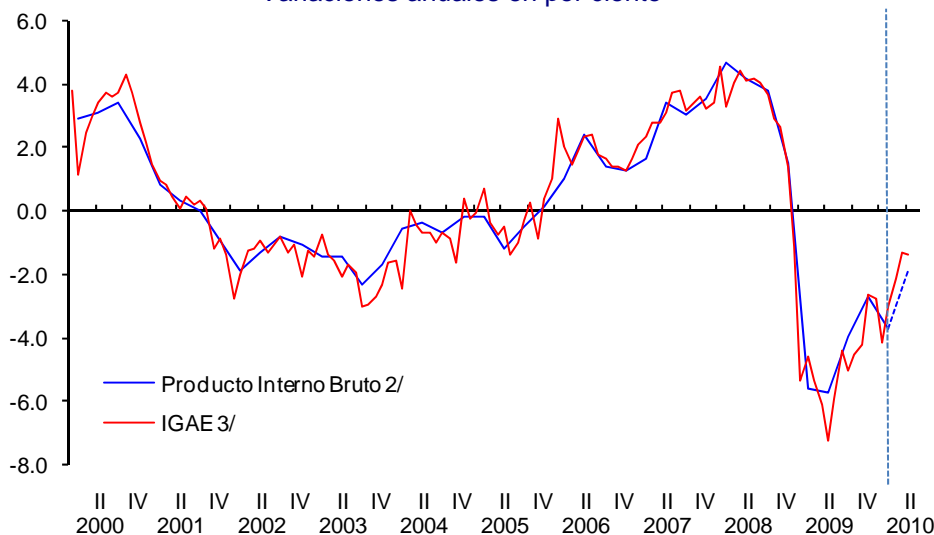
3/ El índice de morosidad se define como el cociente de la cartera de crédito vencida entre la cartera de crédito total.

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.

4. Determinantes de la Inflación

La información presentada en las secciones anteriores sugiere que, durante el segundo trimestre del año, la actividad productiva y la demanda agregada habrán mostrado una expansión importante respecto de lo observado en el trimestre previo. La evolución de la demanda agregada sería reflejo tanto del persistente dinamismo de la demanda externa, como del inicio de una fase expansiva, si bien a un ritmo moderado, de la demanda interna. No obstante, como ya se mencionó, esta última se mantiene significativamente por debajo de los niveles observados hacia mediados de 2008, antes del inicio de la crisis mundial. En consecuencia, se estima que, si bien la brecha del producto observado respecto del PIB potencial habrá disminuido en el segundo trimestre, ésta siga siendo negativa (Gráfica 25).¹¹

Gráfica 25
Estimación de la Brecha del Producto^{1/}
Variaciones anuales en 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.

2/ Cifra del PIB al segundo trimestre de 2010 estimada por Banco de México.

3/ Cifras a mayo de 2010.

¹¹ El Banco de México en el Informe sobre la Inflación Abril-Junio 2009 (pág. 74) comenta que el producto potencial de una economía puede definirse como el nivel máximo de bienes y servicios que puede producir sin generar presiones inflacionarias, dada su dotación de recursos productivos y la tecnología disponible en cada momento del tiempo. Asimismo, la diferencia entre el producto observado en cada momento del tiempo y dicho potencial generalmente se conoce como la brecha del producto, misma que tiende a asociarse con perturbaciones de demanda agregada. Estos conceptos no son directamente observables, por lo que en general se requieren estimar a partir de información observada, como podría ser la serie del PIB registrado en cada momento del tiempo. Debido a ello, el cálculo del PIB potencial y de la brecha del producto generalmente se deriva de la aplicación de ciertos métodos estadísticos a la información observada en el pasado. Es por ello que generalmente es difícil esperar que la estimación de estos componentes no observados de la economía se logre con niveles muy elevados de precisión. En particular, antes de concluir que la brecha sea positiva o negativa en un momento determinado, es importante analizar si es estadísticamente válido llegar a esa conclusión con un nivel adecuado de confianza. Adicionalmente, tomando en cuenta el grado de incertidumbre que generalmente está asociada a la estimación de este tipo de indicadores, en general sus resultados deben tomarse con cautela.

Durante el trimestre que se reporta, se mantuvo la ausencia de presiones de demanda sobre la utilización de insumos y las cuentas externas del país. En particular:

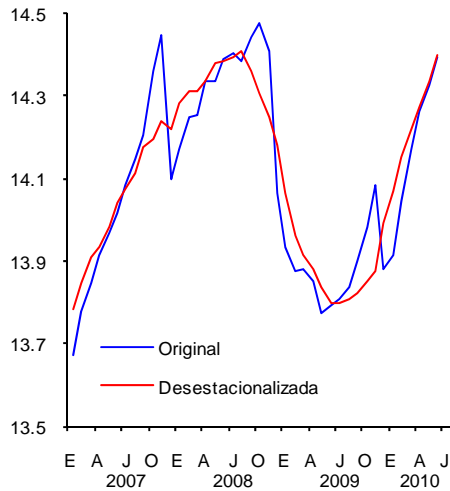
- a) El empleo formal medido mediante el número de trabajadores asegurados en el IMSS continuó registrando una tendencia positiva, alcanzando ya en junio un nivel ajustado por efectos estacionales ligeramente inferior al máximo observado en agosto de 2008 (Gráfica 26a). No obstante, las tasas de desocupación y subocupación siguieron ubicándose en niveles elevados (Gráfica 26b). Asimismo, los resultados de la Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero recabada por el Banco de México indican que dicha industria continuó sin enfrentar dificultades para contratar mano de obra calificada (Gráfica 26c). Por su parte, el crecimiento de la ocupación que se ha observado en los últimos meses ha tendido a concentrarse en empleos con niveles de remuneración en promedio menores a los de aquéllos que se perdieron el año previo (Gráfica 26d). Estas condiciones han contribuido a moderar los incrementos salariales.
- b) La velocidad con la que se ha venido recuperando el sector manufacturero se ha reflejado en mayores niveles de utilización de la capacidad productiva instalada; no obstante, ésta aún se mantiene por debajo de lo observado antes del inicio de la crisis (Gráfica 27).
- c) La trayectoria ascendente que exhibieron los precios de las materias primas en los mercados internacionales desde inicios de 2009 se vio interrumpida en el segundo trimestre de 2010. Las cotizaciones de las materias primas energéticas, metálicas y alimenticias se mantuvieron en niveles significativamente más bajos con relación a los máximos que alcanzaron en 2008 (ver Sección 3.1.2); por tanto, se considera que las cotizaciones de los productos primarios metálicos y alimenticios no constituyeron un elemento de presión sobre la estructura de costos de las empresas. En lo que toca a los precios internos de los energéticos, si bien éstos siguieron aumentando durante el periodo de análisis, continuaron ubicándose en niveles más bajos que los de sus referencias externas, exceptuando a los del gas natural.
- d) Las necesidades de financiamiento para la incipiente recuperación del consumo y la inversión no parecerían haberse traducido en presiones sobre las tasas de interés.
- e) El incremento que han registrado las importaciones de mercancías refleja en gran parte el aumento de las compras de bienes intermedios, lo cual está asociado a los mayores niveles de exportación de mercancías. En cambio, las importaciones de bienes de consumo, que se encuentran mayormente vinculadas a la evolución del mercado interno, han mostrado un crecimiento más moderado (Gráfica 28a). Por su parte, las importaciones de bienes de capital no han repuntado. Así, se estima que el déficit de la cuenta corriente se haya mantenido en niveles reducidos durante el segundo trimestre de 2010 (0.9 mil millones de dólares, monto equivalente a 0.4 por ciento del PIB; Gráfica 28b).

La información disponible al momento de elaborar este Informe indica que, durante el segundo trimestre del año, el país captó flujos de recursos provenientes del exterior por un monto que permite un financiamiento holgado del déficit de la cuenta corriente. Tales entradas de recursos han provenido principalmente de flujos de inversión extranjera (directa y de cartera) y del endeudamiento neto con el exterior de los sectores público y privado.

Gráfica 26

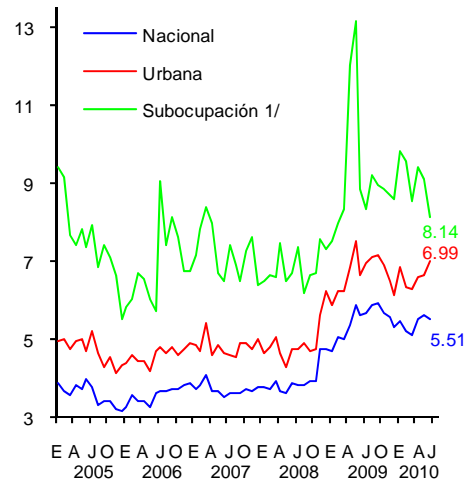
Indicadores del Mercado Laboral

a) Trabajadores Asegurados en el IMSS
Millones de personas



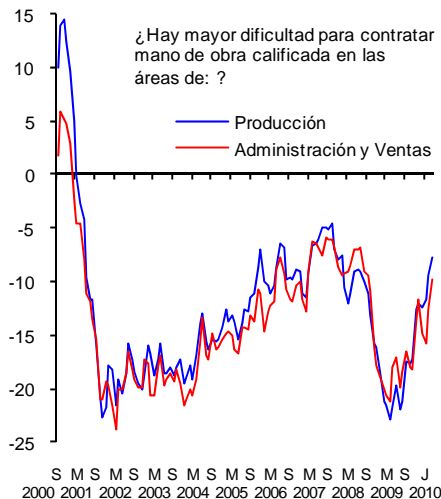
Fuente: Elaborado por Banco de México con información del IMSS.

b) Tasas de Desocupación y Subocupación
Por ciento; datos desestacionalizados



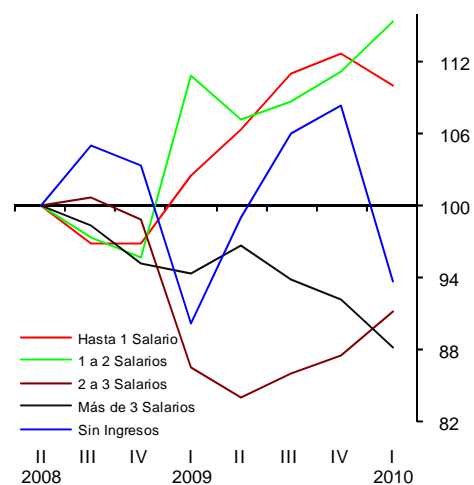
Fuente: INEGI.
1/ Serie original.

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



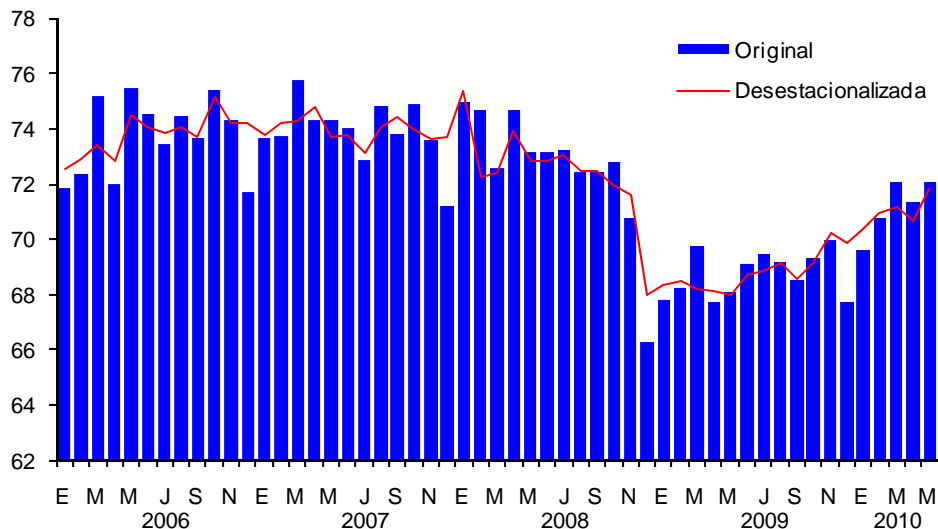
Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Banco de México.

d) Indicadores de Ocupación por Rangos de Salario Mínimo
Segundo trimestre de 2008=100



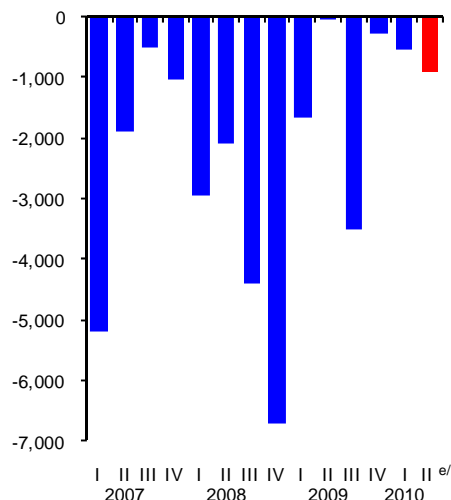
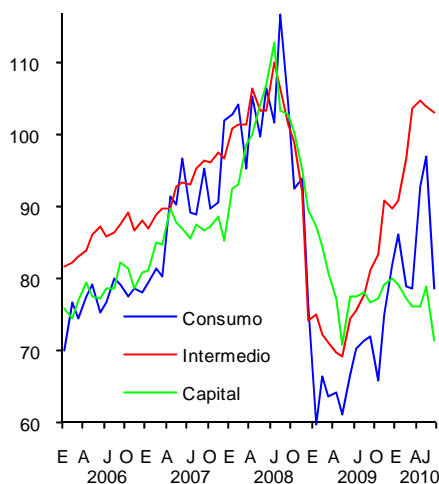
Fuente: INEGI.

Gráfica 27
Uso de la Capacidad Instalada: Sector Manufacturero
 Por ciento



Fuente: Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Banco de México.

Gráfica 28
Importación de Bienes y Cuenta Corriente
 a) Importaciones de Bienes de Consumo, Capital e Intermedios
 Datos desestacionalizados; Índice 2008=100
 b) Cuenta Corriente Trimestral
 Millones de dólares



Fuente: Banco de México.
 e/ Estimado.

Las consideraciones expuestas en esta sección y a lo largo del Informe permiten concluir que el panorama para la inflación ha mejorado de manera importante. No obstante, la inflación observada, así como las expectativas de inflación para el corto y el mediano plazo, continúan superando a la meta de mediano plazo del Banco de México. Esto refleja, en parte, que la inflación calculada en términos anuales continúa siendo afectada por las modificaciones tributarias y los ajustes a la política de precios y tarifas del sector público que se llevaron a cabo el presente año. Adicionalmente, es probable que las

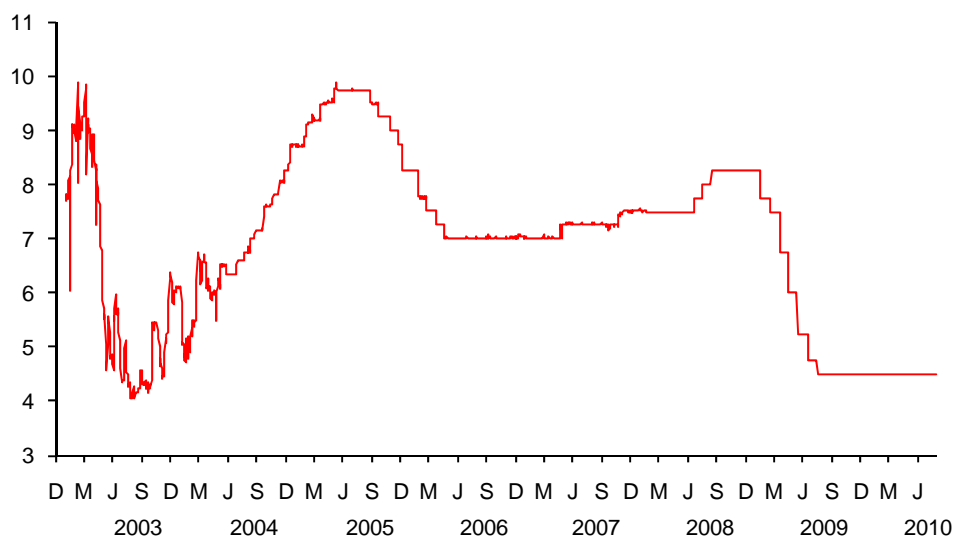


expectativas de inflación estén incorporando la incertidumbre asociada con el papel recaudatorio que se le ha dado de manera reiterada a la política de precios y tarifas del sector público. En efecto, a pesar de los esfuerzos que se han llevado a cabo por consolidar las finanzas públicas, éstas siguen mostrando cierta debilidad estructural. En particular, los ingresos públicos totales continúan exhibiendo una dependencia excesiva de los ingresos por exportación de crudo.

5. La Política Monetaria durante el Segundo Trimestre de 2010

Durante los meses de abril, mayo, junio y julio de 2010, la Junta de Gobierno del Banco de México mantuvo el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día en 4.5 por ciento, nivel en el que ha permanecido desde el 17 de julio de 2009 (Gráfica 29).

Gráfica 29
Tasa de Interés Interbancaria a 1 día^{1/}
 Por ciento anual



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

La coyuntura que ha enfrentado la política monetaria durante los últimos meses se ha caracterizado por los siguientes elementos.

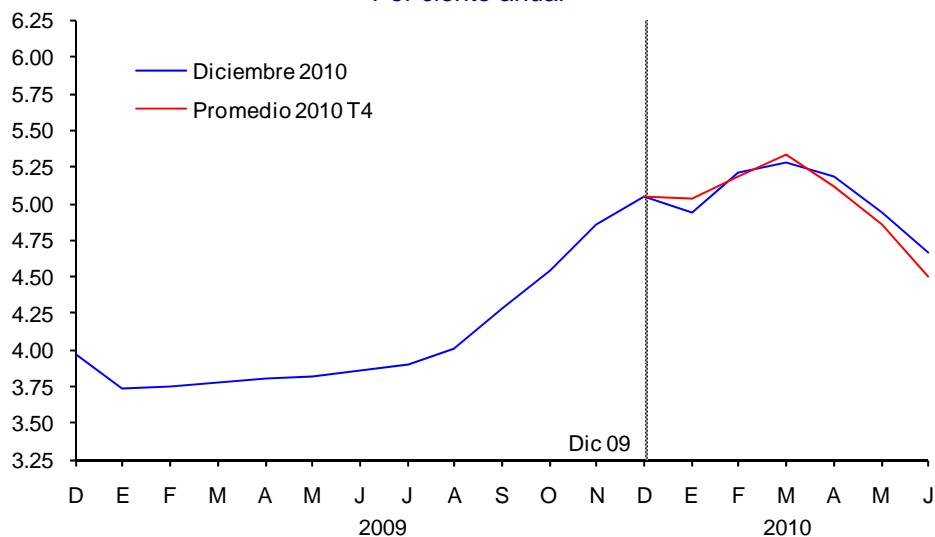
Por una parte, como elementos atenuantes de la inflación:

1. Como se señaló en la sección anterior, las condiciones que prevalecen en la economía han dado lugar a que no se hayan presentado presiones inflacionarias de carácter generalizado (por el lado de la demanda).
2. Las remuneraciones de los trabajadores han continuado registrando aumentos moderados (Sección 2.3), contribuyendo con esto a que los costos de las empresas relacionados con este factor no se hayan visto afectados y, por consiguiente, a que ello no se haya traducido en presiones inflacionarias.
3. Diversas acciones de política económica llevadas a cabo en México, tal como un esfuerzo de consolidación fiscal y un incremento en el nivel de reservas internacionales, han contribuido a que la percepción de riesgo asociada a la economía mexicana, con relación a otras economías emergentes, haya mejorado en los últimos meses. En efecto, si bien durante mayo el tipo de cambio registró un incremento en su volatilidad como resultado del aumento en la aversión al riesgo en los mercados

financieros internacionales, en junio se estabilizó, incluso mostrando una propensión hacia la apreciación. De ahí que la evolución del tipo de cambio no ha significado un factor de presión para los precios de los bienes comerciables, ni para los costos de las empresas que utilizan insumos importados.

4. Las expectativas de inflación anual para el promedio del cuarto trimestre de 2010 han presentado una disminución en los últimos meses, como resultado de la evolución favorable de la inflación general y de sus dos componentes (Gráfica 30). En la encuesta recabada por el Banco de México, la media de las expectativas de inflación de los analistas para el promedio del cuarto trimestre de 2010 disminuyó de 5.33 por ciento en la encuesta de marzo, a 4.5 por ciento en la encuesta de junio.¹²

Gráfica 30
Expectativas de Inflación General Anual para 2010^{1/}
 Por ciento anual



1/ La expectativa de inflación promedio para el cuarto trimestre de 2010 se calcula con base en las expectativa de inflación mensual para cada uno de los siguientes doce meses.
 Fuente: encuesta Banco de México.

Por otra parte, como elementos que reflejan riesgos inflacionarios:

1. Como se mencionó en las secciones 2.1 y 4 de este Informe, los niveles y la inercia que han venido mostrando la inflación del subíndice subyacente de servicios se mantienen relativamente elevados.
2. Las expectativas de inflación para diciembre de 2011 no han disminuido. La media de los analistas para dicho horizonte se mantuvo alrededor de 3.95 por ciento en las encuestas recabadas por el Banco de México en los meses de abril, mayo y junio de 2010 (Gráfica 31a).¹³ Adicionalmente, las expectativas de inflación para horizontes de mayor plazo se mantienen por arriba del objetivo (Gráfica 31b).

¹² En el caso de la encuesta de Infosel del 26 de marzo, la expectativa para el promedio del cuarto trimestre de 2010 fue 5.26 por ciento, mientras que la correspondiente a la encuesta del 23 de julio fue 4.47 por ciento.

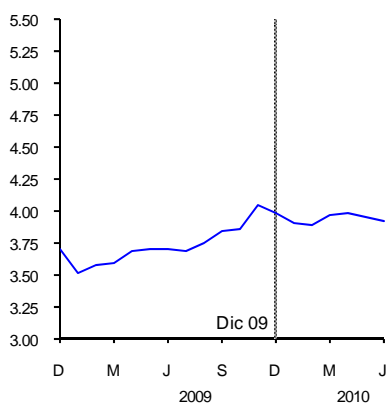
¹³ El promedio de las expectativas de inflación reportado en la encuesta de Infosel del 23 de julio para el cierre de 2011 se ubicó en 3.81 por ciento.

Como complemento a los indicadores de expectativas de inflación de mayor plazo provenientes de encuestas, el indicador de compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima por riesgo), que se obtiene de la diferencia entre el rendimiento nominal del bono a 10 años y el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados del mismo plazo (Udibonos), se mantiene alrededor de 3.95 por ciento (Gráfica 31c).¹⁴

El que las expectativas de inflación de mediano y largo plazos se mantengan por arriba del objetivo de inflación podría asociarse a dos elementos: primero, a los posibles efectos de la política de precios y tarifas del sector público, como ya se mencionó; y, segundo, a la inercia de la inflación subyacente de servicios.

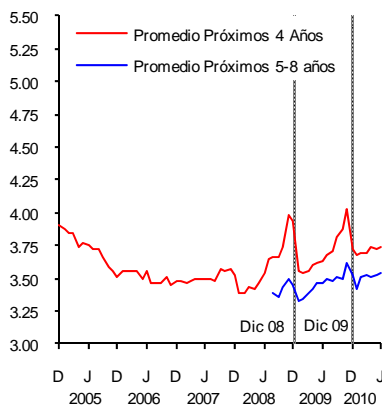
Gráfica 31
Expectativas de Inflación General Anual y Compensación
por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo
 Por ciento anual

a) Expectativas de Inflación General Anual para 2011



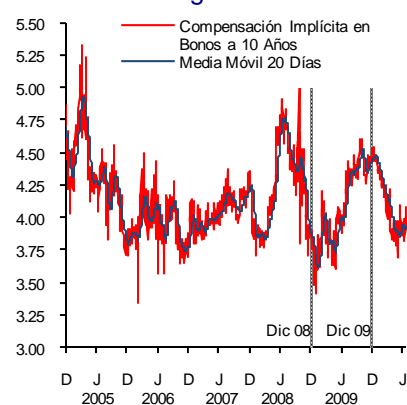
Fuente: Encuesta del Banco de México.

b) Expectativas de Inflación General Anual



Fuente: Encuesta del Banco de México.

c) Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo^{1/}



Fuente: Estimación de Banco de México con datos de Bloomberg.

1/ 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.

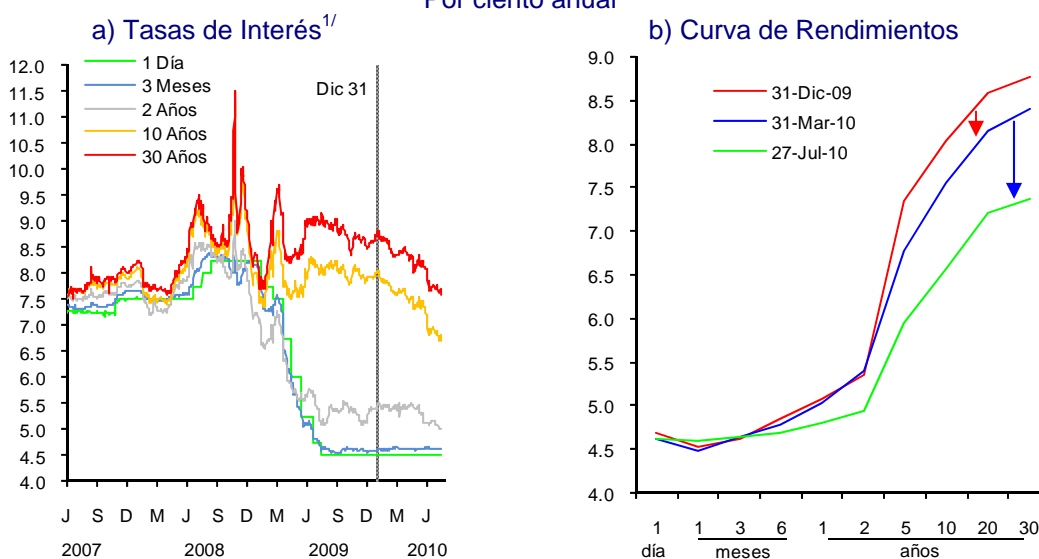
En estas condiciones, la curva de rendimientos ha presentado un aplanamiento importante durante los últimos meses. Por un lado, la parte corta de la curva se ha mantenido estable, dado que la tasa de interés de referencia ha permanecido sin cambio. En particular, las tasas de interés a 3 meses se han ubicado alrededor de 4.6 por ciento. Por otro lado, si bien las tasas de interés de mayor plazo experimentaron cierta volatilidad durante el mes de mayo, en fechas recientes han registrado una disminución importante que las ha llevado a niveles inferiores incluso a aquéllos registrados a finales del primer trimestre (antes de que se intensificaran los problemas fiscales en Europa). Así, el rendimiento del bono gubernamental a 30 años registró una disminución de niveles cercanos a 8.4 por ciento a finales de marzo, a niveles de alrededor de 7.4 por ciento en los últimos días (Gráfica 32). En virtud de ello, la pendiente de la curva (definida como el diferencial entre el rendimiento asociado al bono de 30 años y el

¹⁴ Este tipo de indicadores debe interpretarse con cautela dada la volatilidad que es común observar en su comportamiento.

correspondiente a 3 meses) se ha reducido de aproximadamente 380 a 280 puntos base en el periodo referido. Este aplanamiento es reflejo de:

- i) La mejoría en el panorama para la inflación, que ha conducido a una disminución en las primas de riesgo inflacionario. Ello ha dado lugar a que los analistas económicos hayan venido postergando la fecha en la que estiman que el Instituto Central iniciará el retiro del estímulo monetario.
- ii) La evolución favorable de la actividad económica en México que ha propiciado una disminución en las primas de riesgo que habían sido demandadas por los inversionistas durante la parte baja del ciclo económico (prima demandada para compensar los menores rendimientos que suelen estar asociados con dicha fase).
- iii) La mejoría relativa en la percepción de riesgo país como resultado del fortalecimiento del marco de política macroeconómica que, entre otros aspectos, ha permitido la inclusión de los bonos mexicanos al índice de deuda WGBI de Citigroup y ha dado lugar a un aumento en la demanda por bonos del gobierno mexicano con relación a bonos soberanos de otras economías emergentes.
- iv) El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos como resultado de una disminución en sus tasas de interés de largo plazo. Dicha disminución es reflejo de los bajos niveles en que se han venido ubicando la inflación y sus expectativas, de la tendencia a la baja de la inflación subyacente y de las perspectivas de un escenario de crecimiento moderado que han conducido a que se perciba que la política monetaria en dicho país, y en el mundo en general, mantendrá condiciones acomodaticias por un periodo prolongado.

Gráfica 32
Tasas de Interés en México
 Por ciento anual



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

6. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

El escenario macroeconómico base que prevé el Banco de México para los próximos meses se sustenta en gran parte en el pronóstico de que la actividad industrial en Estados Unidos continuará mostrando una tendencia positiva, si bien a un menor ritmo que el observado durante el primer semestre del año. En particular, el promedio de las proyecciones de los analistas para el crecimiento de la actividad industrial y del PIB de ese país en el presente año se ubica en 5.4 y 3.1 por ciento, respectivamente.¹⁵ Por su parte, para 2011 se prevé un crecimiento ligeramente más moderado de estos rubros: 4.7 y 3.0 por ciento.

Crecimiento: Es previsible que durante el resto del año y en 2011 continúe observándose un impulso a la economía mexicana proveniente de la demanda externa. Esto, aunado a un gradual restablecimiento de mayores niveles de gasto interno, sugiere un escenario similar al que se presentó en el Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2010. En efecto, se mantiene la expectativa de que el PIB real de México crezca entre 4.0 y 5.0 por ciento anual en 2010, y entre 3.2 y 4.2 por ciento en 2011.

De ahí que se anticipa que el producto registre en el resto del año y en 2011 una evolución positiva, si bien a un ritmo más moderado que en el segundo trimestre de 2010, para el cual se proyecta una elevada variación trimestral (Gráfica 33). Este escenario sugiere que la brecha del producto permanecerá en terreno negativo durante la totalidad del año. Para 2011, no obstante, la brecha podría, con una probabilidad todavía modesta, tornarse positiva en el primer semestre (Gráfica 34).¹⁶

Empleo: Se estima que al cierre de 2010 el número de trabajadores asegurados en el IMSS muestre un incremento anual de entre 525 mil y 625 mil personas. Para 2011 se prevé la generación de entre 500 mil y 600 mil empleos formales.

Cuenta Corriente: La recuperación de la demanda interna y de la actividad productiva en 2010 se reflejará en mayores déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente en comparación con lo observado en 2009, aunque el dinamismo que se estima continuarán exhibiendo las exportaciones los mantendrá en niveles reducidos. Así, se espera que dichos déficit en 2010 alcancen 7.9 y 8.3 miles de millones de dólares, respectivamente (0.8 por ciento del PIB en ambos casos), cifras que se comparan con los déficit de 4.6 y 5.5 miles de millones de dólares que registraron en 2009, respectivamente (0.5 y 0.6 por ciento del PIB, en el mismo orden).

Dado el reducido nivel esperado del déficit de la cuenta corriente para 2010, las condiciones previstas actualmente de acceso a recursos en los mercados financieros internacionales, así como la finalización del programa de refinanciamiento del Gobierno Federal para el presente año, no se anticipa que la

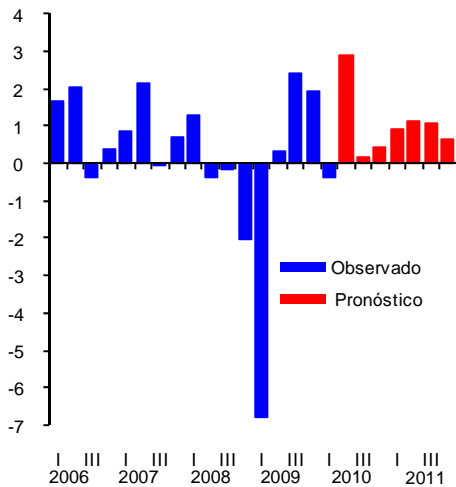
¹⁵ Proyecciones de analistas para el crecimiento de la actividad industrial y del PIB de la economía estadounidense reportadas en Blue Chip Economic Indicators de julio de 2010.

¹⁶ 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 Banco de México (2009), "Informe sobre la Inflación, Abril – Junio 2009", pág. 74.

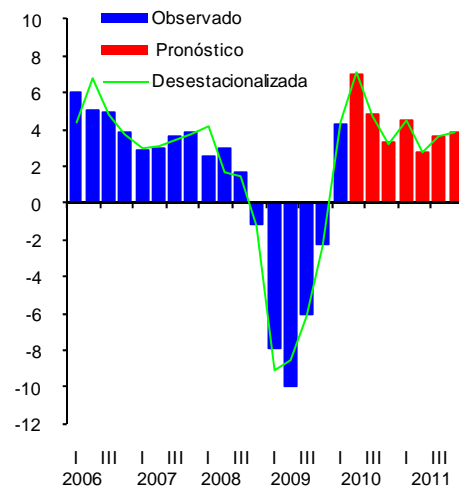
economía frente problemas de financiamiento externo para lo que resta de 2010. A ello hay que sumarle las diferentes medidas que se han instrumentado para atenuar los efectos sobre la economía que pudieran derivarse de la eventual materialización de nuevos episodios de volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Destacan, en adición al reciente esfuerzo de consolidación fiscal, la acumulación de reservas internacionales, la adquisición de coberturas sobre el precio del petróleo y la Línea de Crédito Flexible con el Fondo Monetario Internacional.

Gráfica 33
Producto Interno Bruto

a) Variación trimestral en por ciento; datos desestacionalizados

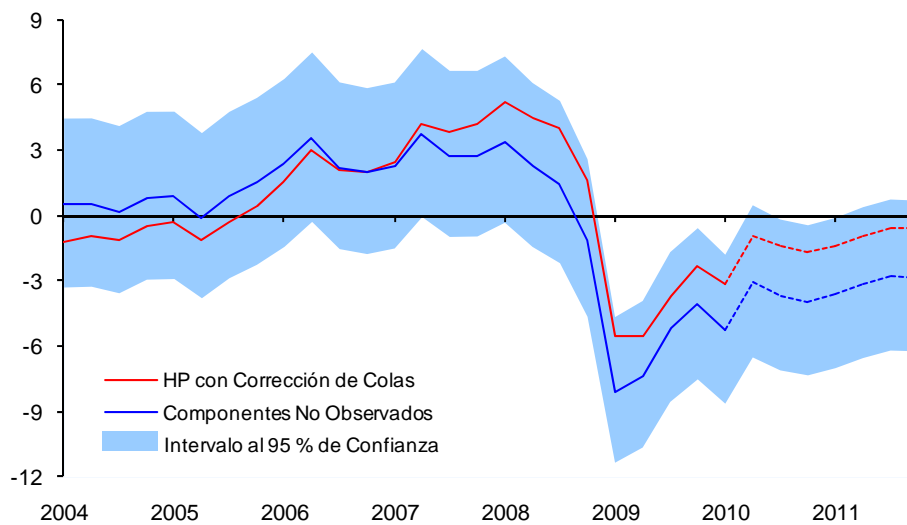


b) Variación anual en por ciento



Fuente: INEGI.
Pronóstico del Banco de México a partir del segundo trimestre de 2010.

Gráfica 34
Estimaciones de la Brecha del Producto
Por ciento



El escenario previsto para el crecimiento de la economía en 2010 y 2011, sin embargo, no está exento de riesgos. De hecho, la coyuntura que enfrentan varios países de la zona del euro sugiere que los riesgos a la baja para el crecimiento de la economía global se han acrecentado:

- I. Existe la percepción de que el crecimiento de la economía mundial, en especial el de las economías avanzadas, ha dependido de manera esencial de las políticas de apoyo a la demanda agregada implementadas como respuesta a la recesión generada por la crisis financiera de 2008. En este contexto, existe incertidumbre sobre el impacto que pudiese tener el inminente retiro de dichos estímulos sobre la demanda privada en dichas economías.
- II. En la economía estadounidense el panorama parecería ser inusualmente incierto. En particular, destaca la debilidad que prevalece en el mercado laboral y que la incipiente mejoría en las condiciones financieras todavía no ha significado un factor de apoyo para el gasto privado. Así, persiste el riesgo de que una mejoría lenta del consumo podría eventualmente reflejarse en una demanda menos vigorosa de productos de exportación mexicanos.
- III. Finalmente, la reciente volatilidad observada en los mercados financieros internacionales hasta ahora no ha afectado sustancialmente las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes. Sin embargo, un deterioro adicional en dichos mercados pudiera afectar las condiciones de acceso al financiamiento de estas economías.

Inflación: La trayectoria prevista de la inflación general anual para los siguientes dos años se mantiene sin cambio respecto a la publicada en el Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2010. Así, se anticipa que la inflación repunte hacia finales del año en línea con la dirección de la trayectoria prevista, para después descender durante 2011 y converger al objetivo de inflación hacia finales de dicho año (Cuadro 3 y Gráfica 35).

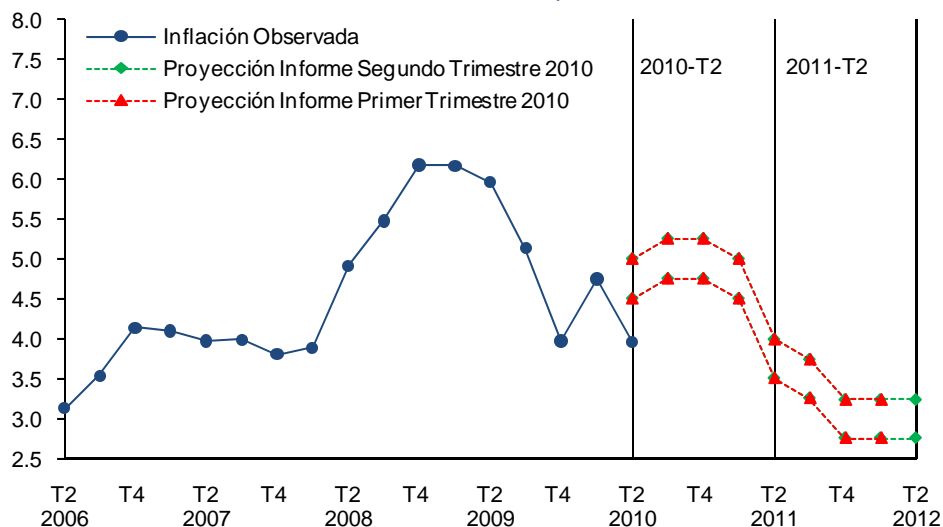
Cuadro 3
Proyección Escenario Base de Inflación General Anual^{1/}
Promedio trimestral en por ciento

Trimestre	Proyección		Proyección	
	Informe Primer Trimestre 2010		Informe Segundo Trimestre 2010	
2010-II	4.50	- 5.00	3.96 ^{2/}	
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
2012-I	2.75	- 3.25	2.75	- 3.25
2012-II	-----		2.75	- 3.25

1/ En cada Informe sobre la Inflación, el horizonte de pronóstico es de 8 trimestres hacia adelante, por lo que en cada ocasión se añade un trimestre (el octavo) a la previsión, mientras que el primero del Informe previo se convierte en un dato observado.

2/ Dato observado.

Gráfica 35
Inflación General Anual y Proyección de Escenario Base
 Promedio trimestral en por ciento



En el segundo trimestre de 2010 la evolución de la inflación ha sido mejor que lo previsto. En este Informe ya se ha comentado que parte de la mejoría es atribuible a factores estacionales y coyunturales. No obstante, también se ha observado un comportamiento más favorable en el componente subyacente de la inflación, especialmente en lo que corresponde a las mercancías. En lo principal esto es resultado de dos elementos: primero, la reducción en la volatilidad y la tendencia hacia la apreciación de la paridad cambiaria; y, segundo, la intensificación de la competencia entre diversas cadenas comerciales (Recuadro 1).

Si bien se considera que la trayectoria de la inflación podría ser mejor a la esperada para el segundo semestre del año, el Instituto Central decidió no ajustar la trayectoria pronosticada hasta no tener mayor información correspondiente al tercer trimestre. En todo caso, se espera que hacia finales del año la inflación calculada en términos anuales presente un repunte, aunque posiblemente menor al implícito en la trayectoria pronosticada por el Instituto Central, debido a:

1. Una baja base de comparación en el grupo subyacente de la vivienda asociado a las disminuciones que registró el precio del acero durante 2009.
2. Una mayor contribución a la inflación general anual en 2010 del grupo de los bienes y servicios administrados y concertados. Ello sería producto, por una parte, de la reanudación que tuvo lugar al inicio de este año la política de deslices en los precios de los energéticos, cuya finalidad ha sido reducir el grado de desalineación existente entre los precios internos y externos de éstos para limitar los costos fiscal y económico. Por otra parte, la incidencia del grupo de los bienes y servicios concertados sobre la inflación podría aumentar si continuasen las revisiones a las tarifas del transporte público que se han observado en algunas rutas del Área Metropolitana de la Ciudad de México.

3. Un aumento en la inflación anual de las frutas y verduras a finales de 2010 debido a la base de comparación tan reducida que se observó en el último bimestre de 2009. Adicionalmente, la disminución significativa en la tasa de crecimiento de los precios de los productos agropecuarios durante el segundo trimestre podría revertirse. Ello debido a la volatilidad que usualmente exhiben dichas cotizaciones, ya que la oferta de estos productos se ve muy afectada por las condiciones climáticas.

La proyección de una trayectoria descendente para la inflación anual durante 2011 se fundamenta en las siguientes razones:

- i. Las modificaciones tributarias que aprobó el H. Congreso de la Unión para 2010 tuvieron un impacto transitorio sobre los precios de los bienes y servicios en los que incidieron dichos cambios.¹⁷ Por tanto, se estima que durante el primer trimestre de 2011 dicho efecto se desvanecerá del cálculo anual de la inflación.
- ii. En 2011 la tasa de crecimiento anual del grupo de los bienes administrados no registrará el efecto aritmético que presentó durante 2010 al pasar dicha tasa de 0 a positiva. Esto contribuirá a reducir la inflación anual, en virtud de que al continuar la política de deslices en los precios de los energéticos, la base de comparación para el cálculo de la variación anual no será baja, como ha ocurrido en 2010.
- iii. Asimismo, se estima una menor contribución a la inflación en 2011 de los ajustes en precios y derechos que determinan los gobiernos locales, ya que no se prevén modificaciones de una magnitud similar a las de 2010 el próximo año.
- iv. Los incrementos salariales han sido moderados.

El pronóstico de la inflación está sujeto a diversos riesgos. Entre los principales están:

- a) Condiciones climáticas que incidan sobre la oferta de las frutas y verduras y, por ende, sobre los precios de éstas.
- b) Un mayor ritmo en la tasa de recuperación de la economía respecto al esperado podría añadir presiones inflacionarias de demanda, y viceversa.
- c) El tipo de cambio podría verse afectado si la situación en los mercados financieros internacionales se llegara a deteriorar.
- d) El que la inflación del grupo de los servicios se mantenga elevada y presente cierta inercia.
- e) Las expectativas de inflación para horizontes de mediano y largo plazos se mantienen por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento.

¹⁷ En el Informe sobre la Inflación Enero – Marzo 2010 se presenta evidencia sobre la ausencia de efectos de segundo orden en el proceso de formación de precios asociados a las modificaciones tributarias aprobadas por el H. Congreso de la Unión para 2010 (ver Recuadro 1, p. 6 y 7).

Tomando en cuenta todo lo anterior, junto con el hecho de que los resultados de la inflación han sido mejores a lo previsto, se considera que el balance de riesgos para la inflación ha mejorado.

Sin perjuicio de lo anterior, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará vigilando la trayectoria de las expectativas de inflación de mediano y largo plazos, la velocidad con la cual se vaya cerrando la brecha del producto, así como otros determinantes de la inflación que pudieran alertar acerca de presiones inesperadas y de carácter generalizado sobre los precios. Esto con el fin de que, en esa eventualidad, el Instituto Central ajuste la postura monetaria para alcanzar la meta de inflación de 3 por ciento hacia finales del próximo año.

Es finalmente pertinente enfatizar, como se ha hecho en otras ocasiones, que diversos factores de índole microeconómico han influido de manera desfavorable en la inercia que presenta la inflación de nuestro país y, en consecuencia, han dificultado la convergencia del crecimiento de los precios hacia la meta del Banco Central. Dos características de la economía especialmente relevantes en este sentido son la falta de competencia económica en algunos mercados y la presencia de diversas rigideces en el mercado laboral. En este contexto, se considera de crucial relevancia continuar el proceso de reforma estructural de la economía. Este proceso no únicamente se traduciría en una mayor flexibilidad en la formación de precios y, por ende, disminuiría los costos del esfuerzo desinflacionario que se requiere para alcanzar la meta del Instituto Central, sino que además redundaría en una asignación más eficiente de los recursos de la economía y, por tanto, en un mayor crecimiento potencial.