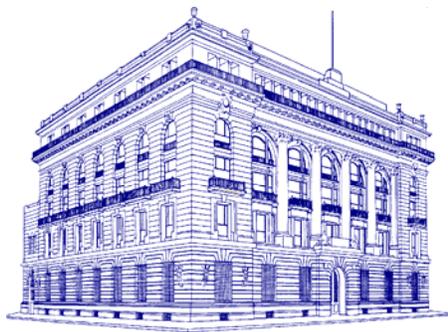


Informe sobre la Inflación

Octubre – Diciembre 2008

y

Programa Monetario para 2009



BANCO DE MEXICO

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

GUILLERMO GÚEMEZ GARCÍA

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 26 de enero de 2009. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2008

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	4
2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2008	4
2.2. Índice Nacional de Precios Productor	15
2.3. Salarios	15
3. Principales Determinantes de la Inflación	18
3.1. Condiciones Externas	18
3.1.1. Actividad Económica Global	18
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación	28
3.1.3. Mercados Financieros	31
3.1.4. Perspectivas	43
3.2. Costos y Precios	44
3.2.1. Bienes y Servicios Administrados y Concertados	44
3.2.2. Materias Primas Alimenticias	48
3.2.3. Materias Primas Energéticas	51
3.2.4. Materias Primas Metálicas	53
3.3. Evolución de la Economía Mexicana	54
3.3.1. Actividad Económica	54
3.3.1.1. Producción Sectorial	55
3.3.1.2. Demanda Agregada	59
3.3.1.3. Empleo y Productividad	66
3.3.1.4. Sector Externo	69
3.3.2. Ahorro Financiero y Financiamiento	77
3.3.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	77
3.3.2.2. Medidas Instrumentadas para Preservar el Buen Funcionamiento de los Mercados Financieros en México	78
3.3.2.3. Ahorro Financiero	81
3.3.2.4. Financiamiento	82
4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2008	91
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos	100
Programa Monetario para 2009	109
1. Objetivo del Programa Monetario	109
2. Decisiones de Política Monetaria	109
3. Instrumentación de la Política Monetaria	110

4.	Política de Comunicación con el Público	111
----	---	-----

Recuadros

1.	Efectos de la Estructura del Mercado y de Otras Rigideces y Distorsiones Sobre la Inflación Observada	11
2.	Impacto Reciente de los Precios de Alimentos en la Evolución del INPC	14
3.	La Producción Industrial Mundial: Evolución Reciente y Perspectivas..	21
4.	Evidencia Reciente Sobre la Idea del Desacoplamiento	24
5.	Medidas Fiscales de Apoyo Ante la Crisis	26
6.	Incremento de las Hojas de Balance de Algunos Bancos Centrales.....	35
7.	Impacto Reciente de los Precios de Bienes y Servicios Administrados y Concertados Sobre la Inflación en México	45
8.	Medidas Fiscales en México Ante la Crisis.....	64
9.	La Balanza Comercial de Productos Petroleros	71
10.	Marco Institucional Para la Política Macroeconómica en México	107

1. Introducción

La agudización de los problemas en los mercados financieros internacionales desde mediados de septiembre de 2008 tuvo fuertes repercusiones sobre la economía mundial en el cuarto trimestre de ese año. Pese a la puesta en marcha de acciones orientadas a atenuar los efectos de la crisis financiera en diversas economías, la actividad económica global se debilitó sustancialmente. La información oportuna sugiere que en el cuarto trimestre se habrá observado una fuerte contracción del PIB de Estados Unidos y otros países avanzados, así como en algunos emergentes, y un menor ritmo de expansión en otras economías de este último grupo. En este contexto, durante 2009 la economía mundial experimentará probablemente su debilitamiento más pronunciado en varias décadas.

La desaceleración de la actividad económica y la caída de los precios de los productos primarios permitieron aliviar las presiones inflacionarias a nivel global. La tasa de inflación de los países avanzados se redujo considerablemente y, en algunos de ellos, inclusive se observaron variaciones mensuales negativas en sus índices de precios. En muchas economías emergentes la trayectoria del ritmo de crecimiento de los precios mostró una tendencia a la baja durante el trimestre. Sin embargo, en algunos de estos países, la inflación se mantuvo estancada en niveles elevados o inclusive aumentó. Se espera que las presiones inflacionarias tanto en economías avanzadas, como emergentes, disminuyan en 2009.

La quiebra de un importante banco de inversión estadounidense a finales del tercer trimestre de 2008 y la falta de claridad inicial sobre la utilización de los recursos de emergencia para apoyar al sistema financiero de ese país, propiciaron una pérdida generalizada de confianza en los mercados financieros internacionales. Esto impactó severamente tanto a países avanzados como emergentes. Estos últimos vieron fuertemente afectados sus mercados accionarios, cambiarios y de deuda interna, así como su acceso a recursos del exterior. A diferencia de episodios previos de crisis financieras, que afectaron a un país en lo individual o a grupos de países de ciertas características o de cierta región, la crisis actual es de naturaleza global, lo cual no tiene precedente histórico.

En respuesta a la crisis, durante el cuarto trimestre del año pasado, tanto en economías avanzadas como en emergentes, se pusieron en marcha medidas extraordinarias que incluyeron la creación de nuevas facilidades de liquidez para mejorar la operación de los mercados financieros y restablecer la confianza, iniciativas conjuntas o individuales para inyectar capital a los bancos y apoyar el crédito interbancario, otorgamiento de garantías para la extensión de crédito bancario y acciones coordinadas entre bancos centrales de varias economías avanzadas para relajar su postura de política monetaria. El reto para las autoridades financieras es romper los vínculos de retroalimentación entre el deterioro del sector financiero, la consecuente restricción crediticia y el debilitamiento de la economía real.

El conjunto de medidas implementadas permitió aliviar la incertidumbre y mejorar el funcionamiento de algunos segmentos de los mercados financieros durante el cuarto trimestre. En particular, el costo del financiamiento interbancario se redujo, si bien se mantuvo en niveles elevados en términos históricos, y las condiciones en el mercado de papel comercial mejoraron significativamente. A pesar de ello, los mercados financieros continuaron resintiendo tensiones de consideración.

En la medida en que se hizo evidente que las acciones de apoyo al sector financiero no eran suficientes para evitar los efectos adversos de los problemas financieros sobre el sector real, en varias economías, tanto avanzadas como emergentes, se anunciaron paquetes de apoyos fiscales a hogares y a empresas con la finalidad de atenuar el impacto negativo de la crisis.

El deterioro e incertidumbre tanto en el orden financiero como en las perspectivas de la economía de Estados Unidos y del resto del mundo, han impactado adversamente a la economía de México y a sus mercados financieros. Ante este escenario, la desaceleración que venía presentando la economía mexicana durante 2008 se acentuó a finales del año, a la vez que los riesgos a la baja para el crecimiento económico en 2009 se han elevado de forma importante. En efecto, durante el cuarto trimestre de 2008 la actividad económica en el país continuó debilitándose. Ello se manifestó en prácticamente toda la gama de indicadores: demandas externa e interna, producción de los distintos sectores y mercado laboral. Además, en ese periodo se acentuó el deterioro de los indicadores de confianza y de clima de negocios. Así, con base en la información disponible se estima que en el cuarto trimestre el PIB haya registrado una reducción a tasa anual de alrededor de 1.0 por ciento.

Por su parte, el entorno global de mayor aversión al riesgo dio lugar a un fuerte incremento de la volatilidad en los mercados financieros en México durante el último trimestre de 2008. En este contexto, el Banco de México, en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, implementó diversas acciones orientadas a preservar el buen funcionamiento de los mercados de capitales domésticos. De otra forma, los de por sí elevados costos asociados a la crisis financiera internacional pudieran potenciarse, lo que podría tener consecuencias todavía más perniciosas sobre la actividad económica en nuestro país.

Por lo que se refiere a la inflación general anual en México, en contraste con otros países, se confirmó una trayectoria alcista mayor a la anticipada durante el último trimestre de 2008. Ello se debe, en parte, a los continuos aumentos que sufrieron los precios de los energéticos, al incremento en los precios de los alimentos y al impacto sobre costos de la depreciación del tipo de cambio. Sin embargo, la reducción en los precios internacionales de las materias primas, la mayor contracción prevista en la demanda, la reducción en el precio del gas LP y de las tarifas eléctricas y el congelamiento del precio de las gasolinas para el resto del año permiten anticipar que la inflación haya presentado un punto de inflexión en el pasado mes de diciembre y que, durante 2009, presente una trayectoria a la baja, para ubicarse hacia finales de año por debajo de 4 por ciento.

El panorama descrito indica que, a nivel global, los componentes del balance de riesgos se han deteriorado más en lo que se refiere a la actividad



económica que en lo tocante a la inflación. Nuestro país no ha sido la excepción. En consecuencia, la Junta de Gobierno del Banco de México redujo 50 puntos base el objetivo para la tasa de Interés Interbancaria a 1 día en su decisión de enero.

Es evidente que la inestabilidad en los mercados financieros continúa siendo un factor de riesgo para la trayectoria inflacionaria. Por consiguiente, el Banco continuará vigilando estrechamente el balance de riesgos, y las acciones adicionales que decida la Junta de Gobierno en materia de política monetaria estarán condicionadas en que se vaya cumpliendo la trayectoria prevista de la inflación con miras al logro de la meta de 3 por ciento al final de 2010.

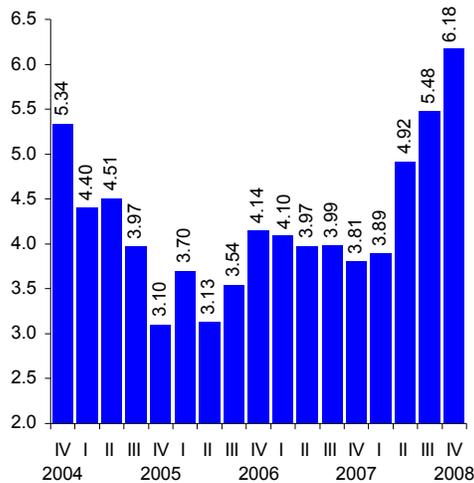
2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2008

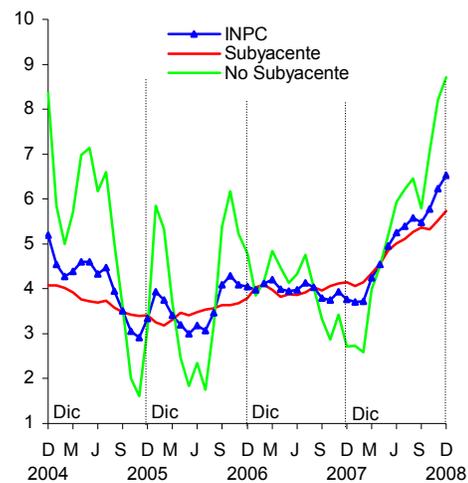
Durante el cuarto trimestre de 2008 la inflación general anual promedio se ubicó en 6.18 por ciento, lo que implicó un aumento de 0.70 puntos porcentuales con relación a la cifra de 5.48 por ciento que se observó en el tercer trimestre. Por otra parte, la inflación general anual alcanzó en diciembre un nivel de 6.53 por ciento (Cuadro 1 y Gráfica 1).

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

a) Índice Nacional de Precios al Consumidor



b) Índices de Precios Subyacente y No Subyacente



En el cuarto trimestre de 2008 la inflación general anual fue creciente de octubre a diciembre. Ello se explica en buena medida por los factores siguientes:

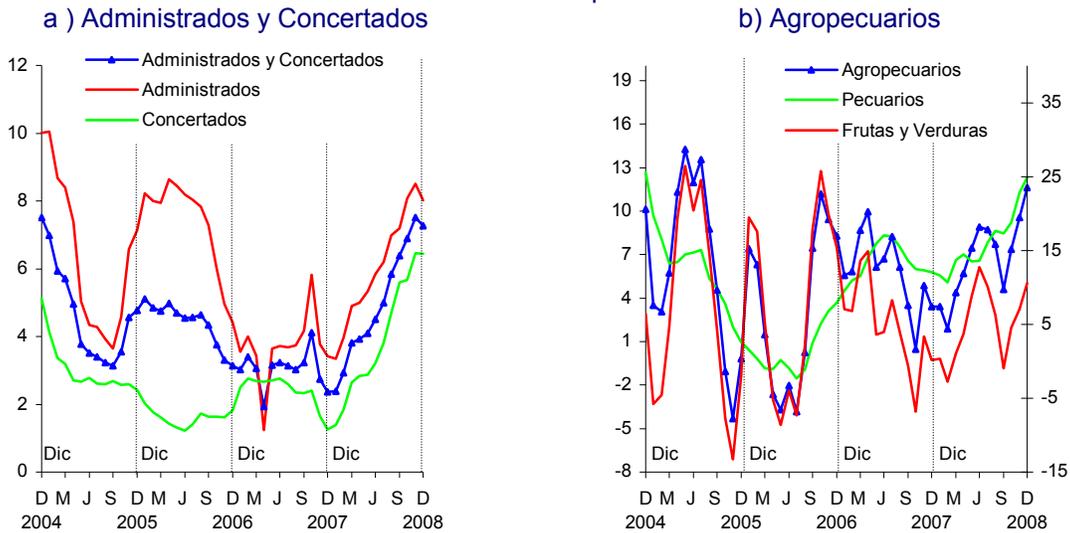
- i) Modificaciones a las políticas de precios de los bienes y servicios administrados implementadas en el cuarto trimestre de 2008 con respecto a las del periodo correspondiente de 2007. En los últimos tres meses de 2007 los precios de la gasolina de bajo octanaje, del gas LP y de la electricidad se mantuvieron sin cambio. La adecuación en la política de precios obedeció al pronunciado incremento de las referencias internacionales de los energéticos observado durante el primer semestre de 2008. Ello dio lugar a que se fuera abriendo una brecha entre las cotizaciones internas y externas de los combustibles referidos. Con el propósito de subsanar este escenario, durante 2008 aumentaron los precios internos de los energéticos. Esta situación terminó de corregirse cuando a partir de agosto inició una caída significativa en los precios internacionales de las gasolinas y del gas LP. Así, al cierre de 2008 los precios internos se ubicaron en un nivel mayor al de las referencias externas.

- ii) El mayor ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos, bebidas y tabaco, que incluye a los alimentos procesados, a los bienes agropecuarios, a las bebidas y al tabaco. En el caso de las cotizaciones de los productos agropecuarios, éstas se elevaron como consecuencia de los altos costos de los alimentos para animales y de eventos climáticos desfavorables que limitaron el abasto de ciertas hortalizas. Adicionalmente, para los productos pecuarios es probable que el tipo de cambio hubiera tenido un impacto en precios, particularmente por lo que toca a la carne de res. En lo referente a los alimentos procesados, si bien su inflación anual promedio se redujo en el periodo analizado, la trayectoria mensual de su inflación anual fue creciente durante los últimos tres meses de 2008.
- iii) En el caso de las mercancías no alimenticias, es posible que los incrementos de precios hayan sido influidos tanto por la depreciación cambiaria, como por las elevaciones que previamente se observaron en las cotizaciones de diversas materias primas (metálicas, químicas e insumos estratégicos, como la celulosa).
- iv) En lo referente al resto de servicios, como son loncherías, restaurantes, hoteles y transporte aéreo, éstos podrían haber sido afectados por los incrementos que presentaron a lo largo del año las cotizaciones de algunos insumos tales como alimentos y los precios internos de los energéticos. Cabe señalar que en el caso del transporte aéreo, la menor oferta que se ha venido dando en el sector pudo haber repercutido en las tarifas.

Así, el incremento en la inflación general anual que se registró durante el periodo de análisis fue producto de la evolución al alza de los dos índices que integran al INPC, el subyacente y el no subyacente. No obstante, el segundo tuvo una incidencia mayor en la trayectoria de los precios. Así, el índice no subyacente registró un aumento en su tasa de variación anual promedio que pasó de 6.15 a 7.99 por ciento del tercer al cuarto trimestre, en tanto que el índice subyacente lo hizo de 5.24 a 5.53 por ciento.

La trayectoria alcista de la inflación registrada por el índice no subyacente del INPC estuvo determinada por incrementos de precios, tanto en el subíndice de bienes y servicios administrados y concertados, como en el de productos agropecuarios (Gráfica 2 y ver mayores detalles en la Sección 3.2.1 por lo que respecta a los bienes y servicios administrados y concertados).

Gráfica 2
Subíndice de Precios No Subyacente
 Variación anual en por ciento



La inflación anual promedio del subíndice de los productos agropecuarios durante el cuarto trimestre de 2008 se incrementó en 2.57 puntos porcentuales, para alcanzar 9.54 por ciento (6.97 por ciento el trimestre anterior, Cuadro 1). Esta situación se originó principalmente por la elevación en las cotizaciones de los productos cárnicos, donde el indicador correspondiente de los productos pecuarios se ajustó de 8.31 a 10.94 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2008, en tanto que el alza promedio en los precios de las frutas y verduras pasó de 4.92 a 7.46 por ciento en las mismas fechas. En el Cuadro 1 se presentan los genéricos que, de acuerdo a su incidencia, tuvieron el mayor impacto en la inflación del subíndice. En el primer caso, ello obedeció a los aumentos observados en las cotizaciones de las carnes de res y de ave, en tanto que en lo que toca al grupo de las frutas y verduras las mayores incidencias se registraron en la naranja, el jitomate y el tomate verde (Gráfica 3).

La inflación subyacente anual promedio aumentó de 5.24 a 5.53 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2008. Por lo que toca a la inflación subyacente de los servicios, ésta se incrementó de 4.60 a 4.97 por ciento, y las mayores alzas ocurrieron en los grupos de la vivienda y del resto de los servicios, mientras que el de la educación permaneció prácticamente sin cambio. En el caso de las mercancías, la variación de sus precios pasó de 5.95 a 6.13 por ciento del tercer al cuarto trimestre. Aquí, cabe señalar que la trayectoria alcista de la inflación promedio del resto de las mercancías (no alimenticias) fue parcialmente compensada por el menor crecimiento promedio en las cotizaciones de los alimentos procesados, si bien éstos aún continúan manteniendo una inflación muy elevada (Gráfica 4).



Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes

	Variación Anual por ciento				Variación Anual Promedio por ciento ^{1/}	
	Sep-2008	Oct-2008	Nov-2008	Dic-2008	Trim III 2008	Trim IV 2008
	INPC	5.47	5.78	6.23	6.53	5.48
Subyacente	5.36	5.33	5.52	5.73	5.24	5.53
Mercancías	6.11	5.85	6.08	6.45	5.95	6.13
Alimentos	9.40	8.59	8.71	9.46	9.48	8.92
Otros abarrotes ^{2/}	8.94	9.68	12.97	14.14	8.26	12.27
Productos de maíz ^{3/}	6.14	6.47	6.53	7.83	5.56	6.95
Productos de azúcar ^{4/}	2.25	2.30	3.07	3.95	2.13	3.10
Alimentos preparados ^{5/}	7.26	7.71	8.85	9.29	7.15	8.62
Resto ^{7/}	11.97	10.22	9.44	10.03	12.42	9.90
Resto de Mercancías	3.55	3.71	4.01	4.07	3.21	3.93
Servicios	4.67	4.84	5.01	5.07	4.60	4.97
Vivienda	3.84	4.11	4.27	4.22	3.87	4.20
Vivienda propia	3.66	3.95	4.08	3.92	3.76	3.98
Renta de vivienda	2.97	3.30	3.40	3.48	2.91	3.40
Mantenimiento de vivienda materiales	6.87	7.75	8.91	9.19	6.48	8.62
Resto ^{7/}	4.53	4.43	4.47	4.68	4.48	4.53
Educación	5.76	5.77	5.77	5.76	5.73	5.77
Resto de Servicios	5.19	5.31	5.54	5.77	4.97	5.54
Servicios de alimentación ^{6/}	5.83	5.85	6.34	6.60	5.48	6.26
Servicios turísticos en paquete	8.78	10.53	10.91	10.78	7.74	10.74
Hoteles	1.42	1.91	3.34	3.31	1.37	2.86
Resto ^{7/}	4.24	4.28	4.22	4.43	4.23	4.31
No Subyacente	5.79	7.05	8.20	8.72	6.15	7.99
Agropecuarios	4.61	7.38	9.57	11.63	6.97	9.54
Frutas y Verduras	-0.95	4.60	7.11	10.58	4.92	7.46
Naranja	-40.73	-27.81	-14.64	-3.99	-38.28	-17.10
Jitomate	-40.33	-28.39	0.63	10.33	-13.68	-5.41
Tomate verde	-4.31	10.11	58.01	110.96	14.03	59.74
Resto ^{7/}	12.07	13.44	7.96	8.59	11.91	9.94
Pecuarios	8.46	9.22	11.25	12.34	8.31	10.94
Carne de res	4.95	6.30	9.60	10.75	3.98	8.89
Carne de ave	5.21	8.46	8.29	10.18	6.36	8.98
Resto ^{7/}	16.77	14.42	16.23	16.47	16.93	15.72
Administrados y Concertados	6.39	6.88	7.52	7.27	5.74	7.23
Administrados	7.19	8.08	8.50	8.03	6.79	8.21
Gasolina bajo octanaje	5.02	6.26	6.84	4.91	4.53	6.00
Gasolina alto octanaje	7.28	8.66	8.79	5.77	6.60	7.73
Electricidad	10.87	9.75	9.12	9.45	10.43	9.43
Gas doméstico	6.53	8.54	9.82	10.72	6.35	9.70
Concertados	5.60	5.66	6.45	6.44	4.70	6.19

1/ Los grupos de genéricos están ordenados por la diferencia de las incidencias del cuarto trimestre de 2008 con respecto al tercero.

2/ Los productos de otros abarrotes en el INPC son los siguientes: Jamón; Salchichas; Chorizo; Otros Embutidos; Carnes Secas; Tocino; Atún y Sardina en Lata; Otros Pescados y Mariscos en Conserva; Otras Legumbres Secas; Chiles Procesados; Verduras Envasadas; Puré de Tomate y Sopas Enlatadas; Frutas y Legumbres Preparadas para Bebés; Café Soluble; Café Tostado; Concentrados de Pollo y Sal; Otros Condimentos; Concentrados para Refrescos; y, Gelatina en Polvo.

3/ Los productos de maíz en el INPC son los siguientes: Tortilla de Maíz; Masa y Harinas de Maíz; y Maíz.

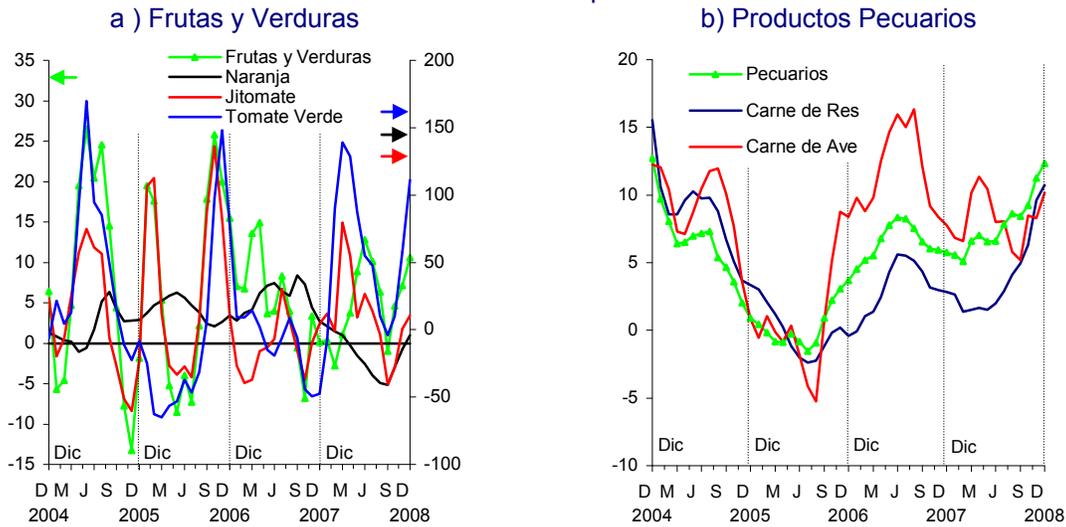
4/ Los productos de azúcar en el INPC son los siguientes: Azúcar; Jugos o Néctares Envasados; Otras Conservas de Frutas; Refrescos Envasados; Chocolate; y, Dulces, Cajetas y Miel.

5/ Los productos de alimentos preparados en el INPC son los siguientes: Otros Alimentos Cocinados; Carnitas; Pollos Rostizados; Barbacoa o Birria; y, Pizzas.

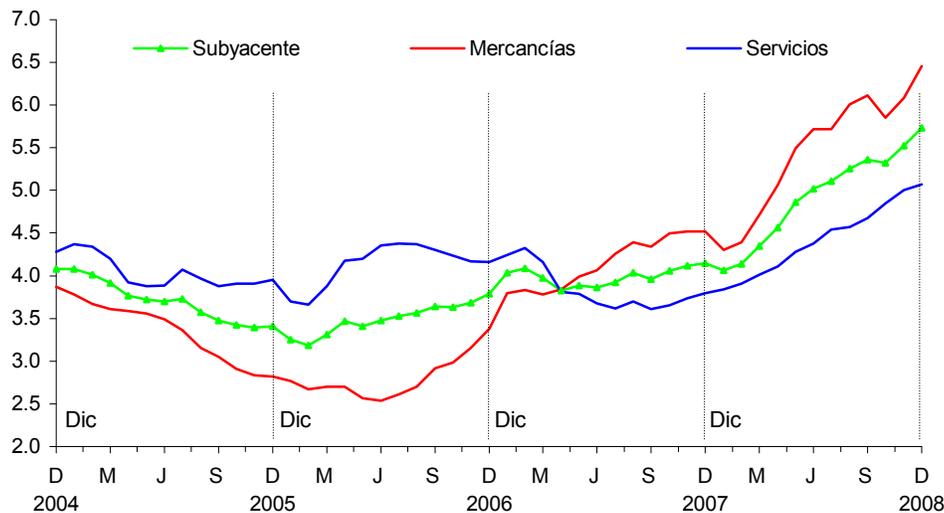
6/ Los genéricos de servicios de alimentación en el INPC son los siguientes: Loncherías; Restaurantes; Cantinas; y, Cafeterías.

7/ Por resto se entiende el complemento de los genéricos del subíndice.

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



Gráfica 4
Subíndice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento

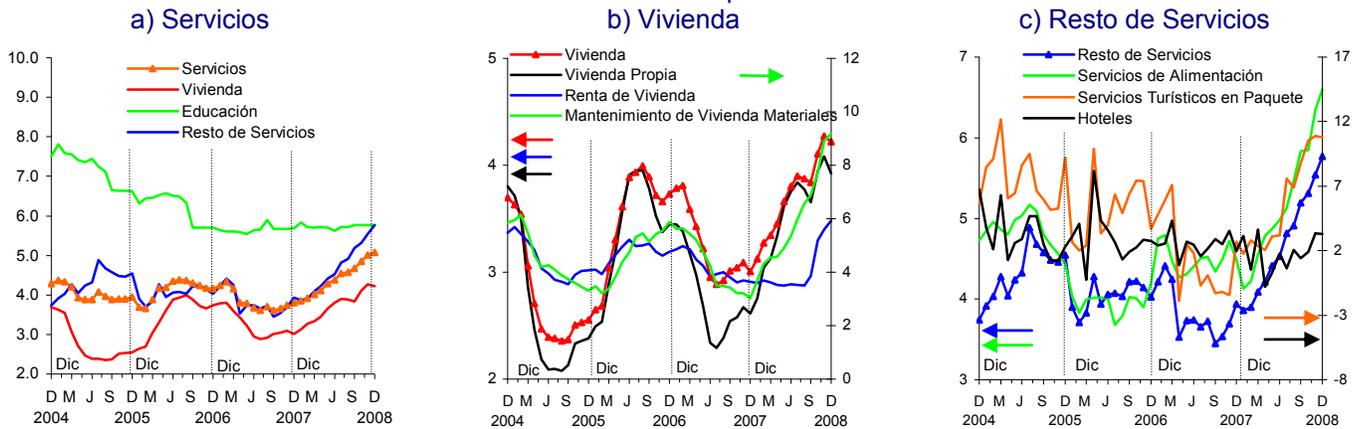


Al interior de la inflación subyacente de los servicios, la variación anual promedio del subíndice de precios de la vivienda pasó de 3.87 a 4.20 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2008 (Cuadro 1). Este incremento estuvo determinado por los genéricos vivienda propia, mantenimiento de vivienda materiales y renta de vivienda. Por lo que toca a la vivienda, es común que en la Frontera Norte las rentas se denominen en dólares, por lo que la depreciación cambiaria influyó en el resultado descrito anteriormente (Gráfica 5).

En el caso del resto de los servicios, la tasa de crecimiento anual promedio de sus precios pasó de 4.97 a 5.54 por ciento del tercer trimestre de 2008. Aquí, prácticamente la totalidad del aumento se explica por los servicios de alimentación (loncherías y restaurantes), los viajes turísticos en

paquete y los hoteles (Gráfica 5). En el primer caso, se ha observado un incremento sostenido en su tasa de inflación anual a lo largo del año, que probablemente se asocia con las alzas de precios que han registrado los insumos que intervienen en la realización de esta actividad. Por una parte se tuvo un desliz más acelerado a los precios de los energéticos (gasolinas, gas LP y energía eléctrica), particularmente en el último trimestre del año, aunque el anuncio del Gobierno Federal en enero de 2009 en el sentido de que suspendería los deslices a las gasolinas y reduciría las cotizaciones del gas LP y de las tarifas de energía eléctrica, deben contribuir a mitigar esta situación. Asimismo, la trayectoria ascendente de los precios de los alimentos se constituyó como un elemento de consideración en la estructura de costos de estas empresas prestadoras de servicios de alimentación. En el caso de los viajes turísticos en paquete y de los hoteles, los mayores aumentos en las tarifas se registraron en los centros turísticos que tradicionalmente observan una demanda vigorosa como Veracruz, Acapulco y Oaxaca.

Gráfica 5
Subíndice de Precios Subyacente de Servicios
Variación anual en por ciento

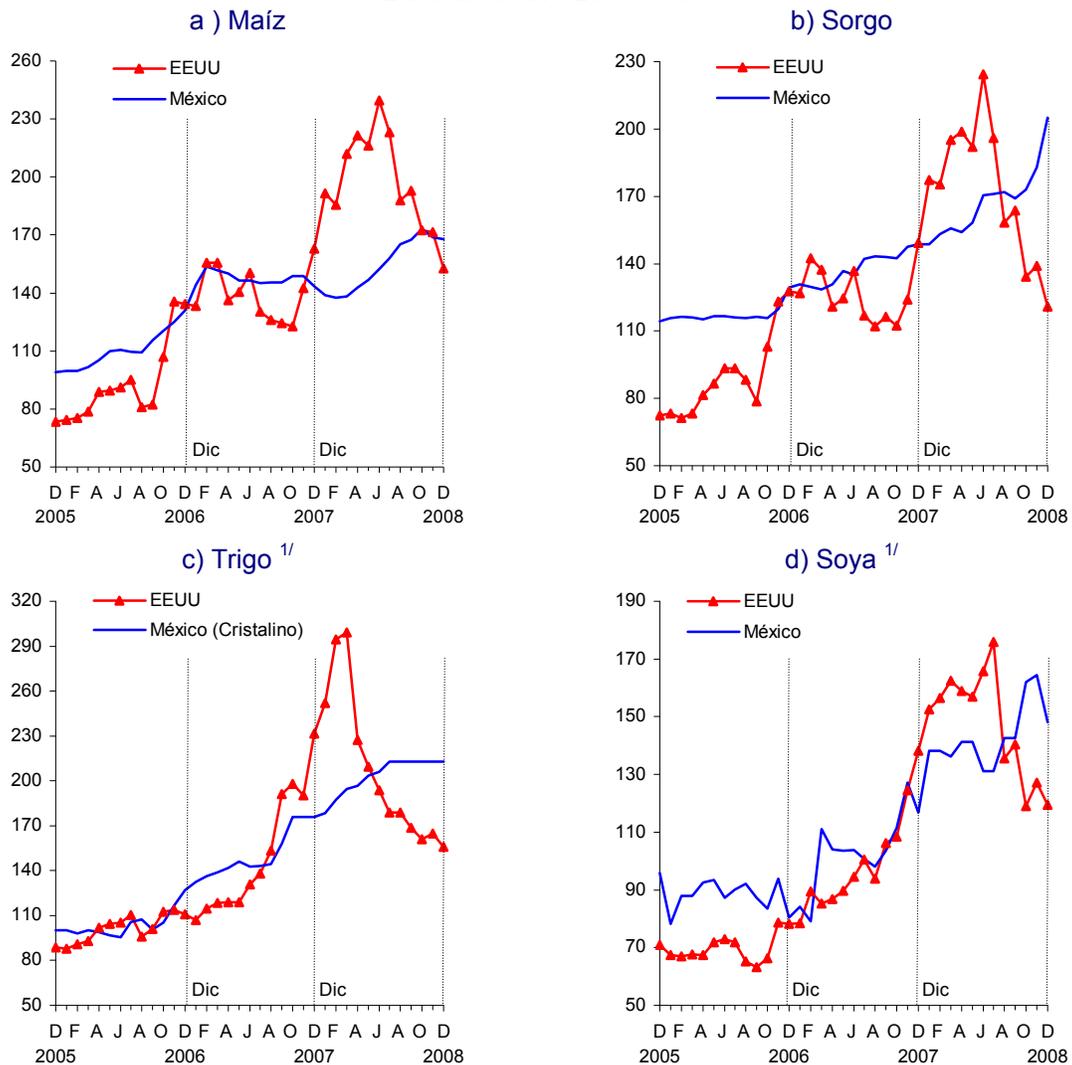


La tasa de crecimiento anual promedio del grupo de los alimentos procesados entre el tercer y cuarto trimestres de 2008 disminuyó de 9.48 a 8.92 por ciento (Cuadro 1). Esta reducción se debe a que en el cuarto trimestre de 2007 se tenía una elevada base de comparación resultado de incrementos significativos en una serie de genéricos, entre los que destacan la leche pasteurizada y fresca, cigarrillos, pan dulce, pan blanco, y aceites y grasas vegetales comestibles. No obstante lo anterior, la inflación anual del grupo subyacente de los alimentos (que incluye además de alimentos procesados tanto a bebidas como a tabaco), repuntó hacia el final del año debido principalmente a los ajustes que se observaron en las cotizaciones de los cigarrillos, tortilla de maíz (presentación empaquetada), y leche pasteurizada y fresca (Recuadro 1). En el caso de los cigarrillos, es probable que un porcentaje del incremento pudiera ser consecuencia de la anticipación al ajuste del Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS), programado para enero de 2009.¹ Por su parte, las elevaciones de precios de los otros genéricos mencionados ocurrieron en un entorno donde las materias primas en los mercados internacionales han presentado bajas significativas en sus cotizaciones, mismas que eventualmente

¹ En 2006 a los cigarrillos y al tabaco se les aplicaba un Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS) de 110%. Sin embargo, en la Miscelánea Fiscal aplicable a partir de 2007 se estipuló que el IEPS correspondiente sería de 140% para dicho año, 150% en 2008 y 160% a partir de 2009.

se espera incidan en los correspondientes precios internos. Esta situación indica que con una elevada probabilidad se tendrá una menor presión de costos en los primeros meses de 2009 (Gráfica 6 y Recuadro 2).

Gráfica 6
Índices de Precios Productor de Granos
México y EEUU expresados en pesos
 Base diciembre 2003=100



^{1/} La serie de México se construyó a partir de precios de los específicos de trigo cristalino y soya en Centrales de Abasto considerados en los genéricos Trigo y Otros cultivos oleaginosos e industriales, respectivamente, del INPP.
 Fuente: Banco de México y SNIIM (México), BLS (EEUU).

Recuadro 1**Efectos de la Estructura del Mercado y de Otras Rigideces y Distorsiones Sobre la Inflación Observada**

En este recuadro se discute la manera en que la falta de competencia en los mercados, así como otro tipo de rigideces y distorsiones que pudiesen existir, afectan de manera temporal a los niveles de inflación observada, así como a la respuesta de los precios al consumidor ante diversos choques de demanda o de costos. En particular, se discute el efecto de la estructura del mercado sobre la inflación y cómo, en combinación con otras rigideces, la falta de competencia puede conducir a que los precios se ajusten menos y con menor rapidez ante diversos choques, o a que la respuesta de los precios sea asimétrica ante incrementos o disminuciones de costos.

Antes de iniciar esta discusión, no obstante, es importante recordar que la inflación, definida como un incremento sostenido del nivel general de precios, es un fenómeno fundamentalmente monetario y, por lo tanto, su principal determinante es el tipo de condiciones que se observan en el mercado de dinero. En este contexto, es importante aclarar que la discusión que se lleva a cabo en este recuadro se asocia con cambios en precios que no son sostenidos, por lo que únicamente afectan a la inflación registrada de manera temporal. En particular, la estructura de mercado, así como el tipo de rigideces que se discuten en el recuadro, únicamente afectan a la inflación en la medida en que influyen con qué rapidez y en qué grado los precios de diversos bienes y servicios se ven modificados cuando se observan diversos choques en la economía. Evidentemente, siendo que la inflación anual se calcula como el crecimiento acumulado de los precios en los últimos doce meses, el efecto de dichas perturbaciones sobre la inflación anual registrada perduraría por lo menos por un periodo de esa longitud.

1. Efecto de la Competencia Sobre la Inflación

En primer lugar, se analiza el efecto temporal que pudiese tener un aumento en la competencia que enfrentan los productores en un mercado particular sobre la inflación observada. Es bien sabido que, en un sector caracterizado por altas barreras de entrada, los productores gozan de un poder de mercado que les permite fijar precios superiores al costo marginal de producción de los bienes que ofrecen. En particular, dichos precios serían superiores a los que se observarían en un mercado más competido. El caso más extremo en este sentido es el de un monopolio. Es claro que, si en un mercado en el que las empresas gozan de poder monopolístico, de pronto aumenta el grado de competencia, el poder de mercado de cada empresa particular disminuiría y, por ende, se esperaría observar disminuciones en los precios de equilibrio durante un lapso determinado de tiempo. Esta disminución de precios conduciría a que, manteniendo todo lo demás constante, se observe temporalmente una menor inflación anual. Este efecto persistiría sólo hasta que se alcanza un nuevo equilibrio en el mercado.¹

Un mecanismo adicional que contribuye a que un aumento en la competencia propicie una disminución temporal en la inflación es el hecho de que, en general, una mayor competencia induce a las empresas a asignar más eficientemente los recursos utilizados en sus procesos productivos, lo cual repercute en mayor productividad y menores precios. En efecto, cuando un monopolio domina el mercado, no únicamente se puede generar una ineficiencia estática, al observarse un nivel de producción menor al óptimo y mayores precios al consumidor, sino que también se podrían ocasionar ineficiencias dinámicas que reducen la productividad con la que opera el monopolio. Esto se

debe a que, en ausencia de mayor competencia, el monopolista podría enfrentar menores incentivos para adoptar tecnologías más eficientes o para incrementar en mayor grado sus inversiones en investigación y desarrollo.²

Evidentemente, la disminución en la inflación observada a partir de un aumento en el grado de competencia sería mayor en la medida que exista mayor flexibilidad en la formación de precios. Esto sugiere que, como se verá más adelante, para identificar la respuesta de los precios a distintos choques, no es suficiente conocer la estructura de cada mercado particular, sino también la manera en que dicha estructura interactúa con la presencia de otro tipo de rigideces en la formación de precios.

2. Impacto de la Estructura de Mercado Sobre la Rapidez y Grado de Respuesta de los Precios a Diversos Choques

Otro mecanismo a través del cual la estructura de mercado puede afectar temporalmente a la inflación, es la manera en que dicha estructura influye en la rapidez y el grado en el que se ajustan los precios al consumidor ante diversos choques de demanda y de costos. En cuanto a la velocidad con la que se ajustan los precios, tanto la teoría como la evidencia empírica tienden a sugerir que una mayor competencia propicia un ajuste más rápido.³ Esto sugeriría que, cuando existen presiones a la baja en los precios de los insumos, un ambiente más competitivo conduciría a que la disminución de los costos se transmita más rápidamente a los consumidores.

Un ejemplo ilustrativo del tipo de mecanismos que pueden conducir a lo anterior es el caso de una empresa con poder de mercado local y con inventarios acumulados de algún producto comerciable internacionalmente. Supóngase que, en un momento determinado, el precio internacional de dicho bien comienza a disminuir. Dado el poder de mercado de la empresa, ésta puede tratar de mantener un precio elevado en el mercado local, lo que le permite evitar pérdidas por el cambio de valor de su inventario. En cambio, si la empresa enfrentara mayor competencia, se vería forzada a disminuir el precio al consumidor al ritmo de los precios internacionales, aun si ello le condujera a asumir la pérdida de valor del inventario.

En relación con lo discutido anteriormente, es importante reconocer que, cuando los precios de los insumos sufren presiones alcistas, la relación entre competencia y velocidad de ajuste de los precios descrita arriba implicaría que la inflación al consumidor aumentaría más, de manera temporal, en la medida que haya más competencia en los mercados. Esto sugiere que la mayor rapidez de la respuesta a choques de costos o de demanda por parte de empresas más competitivas no necesariamente es siempre más favorable en términos de su efecto temporal sobre la inflación al consumidor.

En cuanto a la relación existente entre la estructura de mercado y el grado en el que diversos choques de demanda y de costos se traspasan a los consumidores, las predicciones provenientes de la teoría económica actual son más ambiguas y, en consecuencia, no se han logrado alcanzar conclusiones generales respecto al grado en el que una estructura de mercado determinada influye en dicho traspaso. Para ilustrar lo anterior, considérese lo siguiente. Cuando un mercado es

¹ Véase Jonsson, M. (2007), "Increased Competition and Inflation", *Sveriges Riksbank Economic Review* 2007:2, 41-60.

² Véase e.g. Motta, M. (2004), "Competition Policy", Cambridge University Press y Nickell, S., (1996), "Competition and Corporate Performance", *Journal of Political Economy* 4, 724-46.

³ Véase Martin, C. (1993), "Price Adjustment and Market Structure", *Economic Letters* 41, 139-143, y Asplund M. y Friberg, R. (1998), "Links Between Competition and Inflation", *Sveriges Riksbank Quarterly Review* 3, 50-73.

competitivo, es de esperarse que cualquier choque de costos sea transmitido uno a uno a los precios al consumidor. Esto es especialmente cierto una vez que se permite que el número de empresas activas se ajuste ante el choque. Por ejemplo, si los costos aumentan en cierto porcentaje, se espera que los precios de equilibrio eventualmente aumenten en esa misma proporción. Esto mismo también sucedería en un mercado monopolizado, si la función de demanda que enfrenta el monopolio está caracterizada por tener una elasticidad constante (iso-elástica). En cambio, si ese mismo monopolio enfrentara una demanda lineal, entonces sólo traspasaría a los consumidores una fracción de los cambios en los costos. En ese caso, los precios aumentarían menos ante un aumento de los costos, y disminuirían menos ante una reducción de los costos, en comparación con lo que se observaría bajo un monopolio que enfrenta una demanda iso-elástica o en un mercado competitivo (ver Asplund M. y Friberg, R., *op. cit.*). Adicionalmente, entre los casos extremos de competencia perfecta y de monopolio existen un sinnúmero de formas de competencia oligopolística en las cuales puede existir una alta variedad en el grado de respuesta de las empresas ante cambios en los costos. Nuevamente, esta diversidad dependería entre otros factores de la forma funcional de la demanda. Por ejemplo, en mercados oligopólicos en los cuales las empresas fijan sus cantidades ofrecidas, se observará una respuesta de los precios menos que proporcional a cambios en los costos (pero mayor a la respuesta de un monopolio) si la demanda es lineal, o una respuesta más que proporcional a los costos si la demanda es de elasticidad constante.⁴

Lo que se puede concluir de los argumentos anteriores es que un cambio en los costos de las empresas se traspasará a los precios de los consumidores de manera diferente dependiendo de factores tales como la naturaleza de la competencia entre las empresas y la forma funcional de las funciones de demanda. Dado que no existen razones *a priori* para suponer que, en una economía determinada, prevalecen algunas formas funcionales de demanda o de competencia sobre otras, no es posible afirmar la existencia de una relación general y única entre el grado de competencia y el grado de respuesta de los precios al consumidor ante choques de costos o de demanda.

3. El Papel de la Interacción Entre la Estructura de Mercado y Otras Rigideces

La dificultad para llegar a conclusiones generales respecto al grado en el que la competencia en los mercados favorece o no que los cambios en los costos de las empresas se transfieran de manera más completa a los precios al consumidor se ve exacerbada por el hecho de que la falta de competencia en los mercados generalmente se ve acompañada por otras distorsiones que pueden operar en diferentes sentidos y que no se observan en todos los mercados. En este contexto, el efecto temporal que diversos choques tendrán sobre la inflación observada no únicamente dependerá de la estructura del mercado, sino también de cómo ésta interactúa con diversas rigideces de precios que pueden provocar que el ajuste sea más lento y parcial en algunos mercados. En este contexto, el hecho de que en algunos sectores se observe una mayor rigidez para que la inflación disminuya respecto a otros no necesariamente está asociado directamente con la estructura del mercado, sino que podría ser resultado de otro tipo de rigideces que caracterizan únicamente a ciertos mercados.⁵

Existen diversos casos en los que se requiere suponer la interacción de una estructura de mercado determinada con la

⁴ Ver Asplund M. y Friberg, R., *op. cit.* y Dixit, A. (1986), "Comparative Statics for Oligopoly", *International Economic Review* 27, 107-122.

⁵ La existencia de rigideces nominales, es decir, el hecho de que algunos precios en la economía no se ajustan inmediatamente a los niveles deseados, ha sido ampliamente documentada para varios países, incluyendo México (ver Castañón, V., Murillo, J. A. y Salas, J., (2008), "Formación de Precios en la Industria Manufacturera de México", *El Trimestre Económico*, Vol. LXXV, Núm. 297, 143-181).

presencia de otras rigideces para poder racionalizar la existencia de respuestas de precios que no corresponden a lo esperado. Por ejemplo, existe evidencia de que, en algunos mercados, un aumento en los costos se traspasa de manera más rápida a los consumidores que una disminución equivalente; que las reducciones de precios son más grandes pero menos frecuentes que los incrementos de precios; y que el grado de asimetría es decreciente en la varianza de los choques a los costos.⁶ Es difícil explicar este tipo de asimetrías con base en la teoría económica convencional, incluso si se supusiera que existe un alto poder de mercado por parte de las empresas relevantes.⁷ De hecho, el grado de asimetría descrito anteriormente parece estar presente en mercados con distintos grados de competencia por lo que, para poderla explicar, se requiere suponer la presencia de algún tipo de rigidez.

En relación con lo anterior, Ball y Mankiw (1994) sugieren que, cuando la inflación es positiva, la existencia de costos de ajuste de precios ("costos de menú") puede conducir a que las empresas estén más dispuestas a ajustar de manera inmediata sus precios al alza ante un choque de costos positivo, que a disminuirlos ante un choque negativo. Esto se debe a que, en este último caso, de por sí la inflación eventualmente conduciría a una disminución del precio relativo sin la necesidad de pagar el costo de ajuste. Claramente, este tipo de costos pueden ser más importantes en algunos sectores que en otros. De hecho, Nakamura y Steinsson (2008) encuentran para la economía de Estados Unidos que el grado de rigidez de los precios varía ampliamente entre sectores de modo que, mientras que en algunos sectores la frecuencia de cambio de precios es de 90% al mes, en otros dicha frecuencia es de tan sólo 5%. En otro trabajo, Davis y Hamilton (2004) muestran que, en ciertos sectores particulares, el tipo de asimetría en la respuesta de los precios puede depender del tamaño de los choques. En particular, muestran que para choques pequeños, tal como lo sugieren Ball y Mankiw (1994) las empresas pueden estar más dispuestas a subir que a bajar los precios. No obstante, para choques de mayor magnitud, las empresas estarán más dispuestas a bajar que a subir los precios. Esto podría estar sugiriendo que las rigideces en estos casos particulares no son reflejo de "costos de menú", sino de la presencia de consideraciones estratégicas de las empresas en cuanto a la respuesta de los consumidores y los competidores ante cambios de precios.⁸

Así, la presencia de asimetrías en la respuesta de los precios a diversos choques no parece depender de manera general de la estructura del mercado, sino de la interacción de dicha estructura con otros factores y rigideces que pueden caracterizar a ciertos mercados particulares, y no necesariamente a todos los sectores de la economía. Un ejemplo de dichas rigideces lo constituyen las políticas públicas que buscan garantizar los ingresos de los productores de un bien, aun si el precio de equilibrio de dicho bien disminuye.

4. Conclusiones

Concluyendo este recuadro, es posible afirmar que, cuando existe poder de mercado, éste puede interactuar con otras rigideces para conducir a que los precios al consumidor respondan a choques de manera distinta a lo que predice el

⁶ Ver Peltzman, S. (2000). "Prices Rise Faster Than They Fall", *Journal of Political Economy* 108 no. 3, 466-502.

⁷ Ver Peltzman, S. *op. cit.*

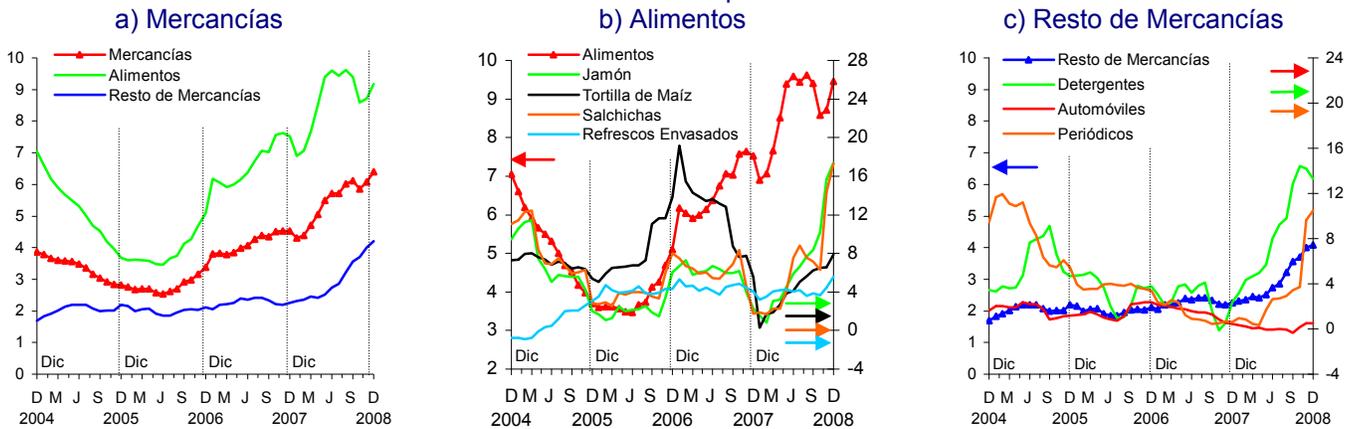
⁸ Los trabajos a los que se refiere este párrafo son: Ball, L. y Mankiw, G. (1994), "Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations", *The Economic Journal* 104, No. 423, 247-261; Davis, M. y Hamilton, J. (2004), "Why are Prices Sticky? The Dynamics of Wholesale Gasoline Prices", *Journal of Money, Credit and Banking* 36, 17-37; y Nakamura, E. y Steinsson, J. (2008) "Five Facts About Prices: A Reevaluation of Menu Cost Models", por aparecen en *Quarterly Journal of Economics*.

paradigma competitivo, lo cual a su vez influye de manera temporal en el comportamiento de la inflación observada. La experiencia empírica parece sugerir que, en algunos mercados, el comportamiento de los precios efectivamente parece diferir de dicho paradigma de manera importante, lo cual sugiere que la estructura del mercado, en conjunto con diversas rigideces, pudiese estar conduciendo a observar este tipo de respuestas difíciles de racionalizar por parte de la teoría convencional. Un claro ejemplo de lo anterior es la aparente asimetría con la que responden los precios cuando suben o cuando bajan los costos.

No obstante lo anterior, los resultados que se obtienen en cuanto a este tipo de respuestas no son generales, sino que dependen de características de cada mercado particular. Esto sugiere que, para entender y explicar lo que ocurre con los precios observados en cada mercado cuando cambian los costos o la demanda, no es suficiente conocer la estructura del mercado, sino que también es necesario identificar cómo ésta interactúa con otras características que pueden ser particulares a cada sector.

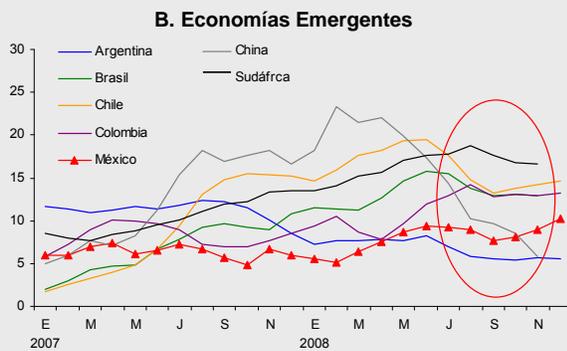
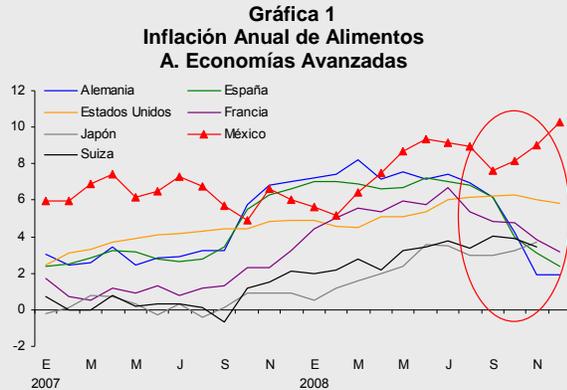
La tasa de crecimiento anual promedio del subíndice subyacente del resto de las mercancías (no alimenticias) pasó de 3.21 a 3.93 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2008 (Cuadro 1). Es probable que el movimiento en el tipo de cambio aunado a una serie de incrementos que ocurrieron a lo largo del año en los precios externos de las mercancías derivadas de las industrias química y petroquímica, así como otros insumos como la celulosa hayan sido determinantes en la evolución de las cotizaciones de los productos de manufactura interna que los requieren como insumos. Otros productos que posiblemente también se vieron afectados por la paridad cambiaria son los automóviles, el alimento para mascotas y los neumáticos. Asimismo, también elevaron sus cotizaciones los artículos relacionados con la limpieza, tanto para el hogar, como de uso personal (Gráfica 7).

Gráfica 7
Subíndice de Precios de Mercancías
Variación anual en por ciento



Recuadro 2
Impacto Reciente de los Precios de Alimentos en la Evolución del INPC

Durante el segundo semestre de 2008, los precios internacionales de las materias primas alimenticias registraron una pronunciada tendencia a la baja (véase la Sección 3.2 Costos y Precios). Ello contribuyó a que, en diversos países, la inflación anual de los alimentos disminuyera o dejara de crecer. En particular, en la mayoría de las economías avanzadas la inflación de estos productos parece haberse reducido, mientras que en algunas economías emergentes la inflación parece haber dejado de crecer (Gráfica 1).



Fuente: Agencias estadísticas de diferentes países, Bloomberg y Banco de México.

Es relevante mencionar que, en parte, la evolución reciente que presentó la inflación de este tipo de productos en las economías emergentes posiblemente fue influida por las depreciaciones que registraron las monedas de algunos de estos países durante el cuarto trimestre. En efecto, en conjunto con otros factores, dichas depreciaciones pudieron haber tendido a contrarrestar en cierta medida el efecto de la disminución en los precios internacionales de los alimentos sobre los niveles de inflación de alimentos registrados en este grupo de países.

En México, la inflación anual de los alimentos (incluyendo procesados y agropecuarios) registró una tendencia creciente durante el cuarto trimestre de 2008, pasando de 8.15 a 10.24 por ciento entre octubre y diciembre de 2008. Debido a ello, los alimentos se constituyeron como uno de los grupos con mayor incidencia en la dinámica registrada por el INPC (Cuadro 1).

En el caso particular de las cotizaciones de los alimentos procesados en México, si bien la inflación promedio del cuarto trimestre fue menor a la observada en los dos trimestres previos, la tendencia mensual en el último trimestre fue creciente, hasta alcanzar una variación de 9.46 por ciento en diciembre. Ello a

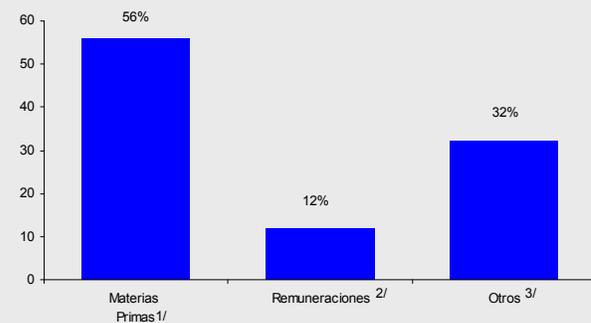
pesar de que, en los últimos meses de 2008, la presión por parte de las materias primas se ha atenuado y, probablemente, se reduzca aun más en los meses siguientes. Cabe destacar que las materias primas tienen el mayor peso en la estructura de costos de estos genéricos (Gráfica 2). Entre los genéricos que integran el subíndice de alimentos procesados, destacaron por su inflación durante diciembre de 2008 los correspondientes a cigarrillos, pan de caja y leche pasteurizada y fresca, mismos que registraron variaciones anuales en dicho mes de 12.48, 17.02 y 4.57 por ciento, respectivamente.

Cuadro 1
Inflación Anual de Alimentos en México

CONCEPTO	Variación anual en por ciento					
	Trim II	Trim III	Oct	Nov	Dic	Trim IV
2008						
INPC	4.92	5.48	5.78	6.23	6.53	6.18
Alimentos	8.50	8.58	8.15	9.02	10.24	9.14
Alimentos Procesados	9.17	9.48	8.59	8.71	9.46	8.92
Agropecuarios	7.31	6.97	7.38	9.57	11.63	9.54
Resto	3.79	4.49	5.02	5.34	5.33	5.23
Incidencia						
INPC	4.92	5.48	5.78	6.23	6.53	6.18
Alimentos	2.03	2.07	1.98	2.19	2.50	2.23
Alimentos Procesados	1.40	1.46	1.33	1.35	1.47	1.39
Agropecuarios	0.63	0.61	0.65	0.84	1.03	0.84
Resto	2.88	3.41	3.80	4.04	4.03	3.96

Fuente: Banco de México.

Gráfica 2
Estructura de Costos de los Alimentos Procesados



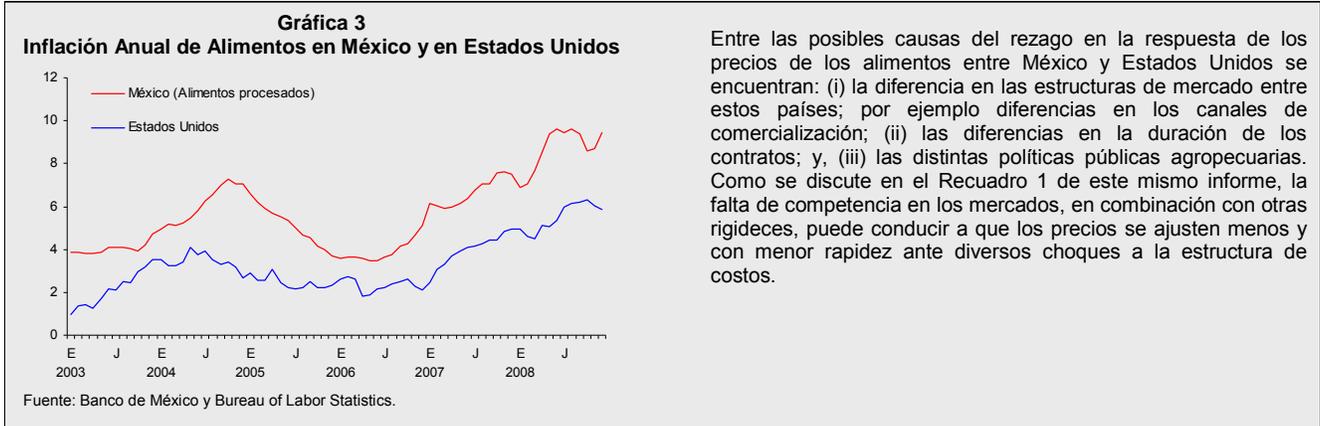
1/ Materias Primas incluye: granos, aceites y grasas, azúcar, carnes y lácteos, frutas y legumbres.

2/ Salarios contractuales del sector de alimentos procesados.

3/ Otros incluye: envases y empaques, combustibles, energía eléctrica, alquiler de inmuebles y publicidad.

Fuente: INEGI, Censo Económico 2004.

Sin embargo, es de esperarse que la inflación anual de alimentos en México emule a la de otros países y, en los siguientes meses, se establezca o, incluso, que empiece a disminuir. Ya en por lo menos una ocasión anterior, la inflación anual de los alimentos en México había mostrado un rezago respecto a lo que ocurrió en otros países al momento de reaccionar ante las disminuciones en los precios internacionales de las materias primas. La Gráfica 3 ilustra lo anterior. Es posible apreciar cómo los precios de los alimentos en Estados Unidos cambiaron de una tendencia creciente a una decreciente en junio de 2004, en parte como consecuencia de una disminución en los precios internacionales de las materias primas. Este mismo cambio de tendencia ocurrió en México hasta noviembre de ese mismo año.



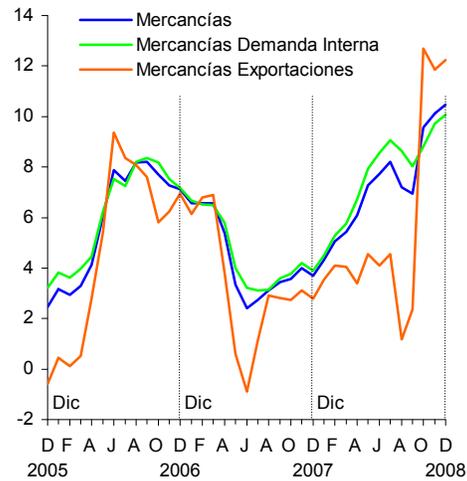
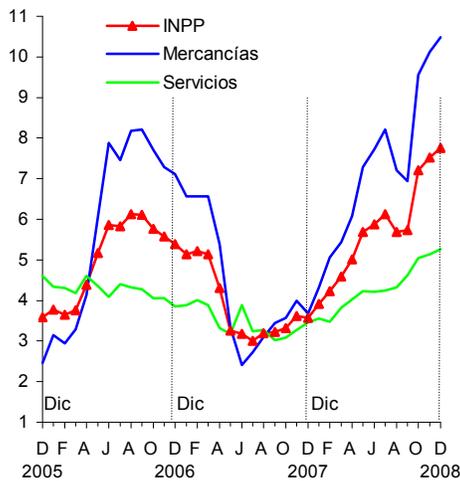
2.2. Índice Nacional de Precios Productor

Durante el trimestre que se reporta, el Índice Nacional de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, registró una variación anual promedio de 7.49 por ciento, tasa que resultó mayor a la del trimestre anterior que fue 5.85 por ciento. La inflación medida mediante el INPP estuvo influida de manera determinante por la contribución de las mercancías. Es posible que este tipo de bienes haya resentido el incremento en el tipo de cambio del peso frente al dólar con mayor intensidad, principalmente aquellas que se destinan a la exportación, dado que algunas al estar cotizadas en moneda extranjera su impacto en el INPP es inmediato (Gráfica 8).

Gráfica 8
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo
Variación anual en por ciento

a) Mercancías y Servicios

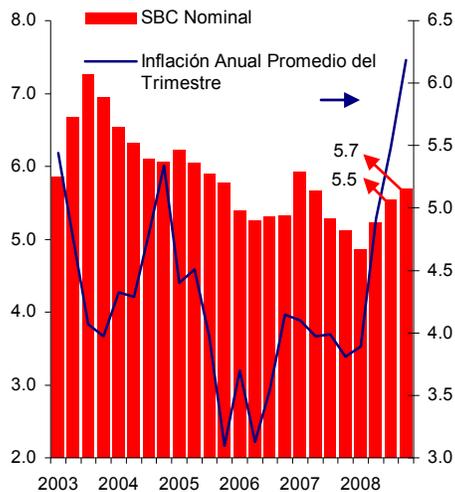
b) Mercancías para Demanda Interna y para Exportación



2.3. Salarios

Durante el cuarto trimestre de 2008, el aumento registrado por el salario base de cotización fue mayor en 0.2 puntos porcentuales respecto de la cifra comparable observada durante el trimestre previo. Esta cifra resultó menor al

alza registrada por la inflación anual promedio del trimestre (0.7 puntos porcentuales). Por su parte, el salario contractual promedio, correspondiente al cuarto trimestre de 2008, tuvo un aumento que supera en 0.1 puntos porcentuales a la variación registrada durante el mismo trimestre del año previo. En este caso también se tuvo una variación menor con relación a las expectativas de inflación para los próximos doce meses (0.2 puntos porcentuales Gráfica 9 y Cuadro 2).² Por otra parte, el aumento al salario mínimo que estará vigente en 2009 fue mayor al acordado el año previo.

Gráfica 9
Principales Indicadores Salariales
a) Salario Base de Cotización al IMSS^{1/}
 Variación anual en por ciento

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


1/ Este indicador considera a los trabajadores afiliados al IMSS. Cobertura: 14.4 millones de trabajadores en promedio durante los primeros once meses de 2008, lo que corresponde a 35.6 por ciento del personal ocupado remunerado total.

2/ En este dato se incluyen las negociaciones salariales que se efectuaron en empresas de jurisdicción federal. Cobertura: 1.9 millones de trabajadores durante 2008, lo que corresponde a 4.6 por ciento del personal ocupado remunerado total de dicho año.

El crecimiento promedio del salario base de cotización, correspondiente a los trabajadores afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social, fue 5.7 por ciento en el cuarto trimestre de 2008 (la cifra comparable observada durante el trimestre previo fue 5.5 por ciento). De acuerdo al indicador salarial analizado, en las industrias de la extracción y de la transformación se registraron los mayores aumentos a tasa anual durante el trimestre mencionado; en contraste, en las actividades referentes a transportes y comunicaciones, y servicios para empresas y personas se dieron alzas más moderadas (Cuadro 2).

En lo que corresponde a los salarios contractuales negociados por las empresas de jurisdicción federal en el cuarto trimestre de 2008, el aumento promedio fue 4.2 por ciento (0.1 puntos porcentuales por arriba de la cifra

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

comparable correspondiente al mismo trimestre del año previo). Por tipo de propiedad de las empresas, el mayor ajuste salarial se acordó en las empresas privadas, alcanzando en el periodo referido una variación de 4.7 por ciento. Por su parte, los trabajadores de empresas públicas obtuvieron un incremento de 4.0 por ciento. Conviene destacar que el resultado obtenido por este tipo de empresas estuvo influido de manera importante por la negociación salarial de una institución de asistencia médica y social (Cuadro 2).

Cuadro 2
Indicadores Salariales
Variación anual en por ciento

	2007					2008				
	I	II	III	IV	Ene-Dic	I	II	III	IV	Ene-Dic
Salario Base de Cotización (IMSS)	5.9	5.7	5.3	5.1	5.5	4.9	5.2	5.5	5.7	5.3
Agricultura, Ganadería, Silvicultura, Caza y Pesca	15.7	10.5	4.4	3.6	8.5	3.3	4.4	5.7	5.8	4.8
Industrias Extractivas	7.4	7.9	8.3	8.6	8.0	10.6	11.7	11.6	12.8	11.7
Industrias de Transformación	6.0	6.3	6.0	5.9	6.0	6.0	6.4	6.5	7.1	6.5
Industria de la Construcción	7.7	7.2	6.5	4.9	6.6	5.3	5.1	5.4	5.8	5.4
Ind. Eléctrica y Captación y Suministro de Agua	8.6	9.5	7.7	6.1	8.0	5.1	6.7	6.8	5.4	6.0
Comercio	6.6	5.7	5.1	4.4	5.4	3.7	5.0	5.6	5.9	5.1
Transportes y Comunicaciones	4.5	4.0	3.9	3.4	3.9	3.3	4.0	3.9	4.5	3.9
Servicios para Empresas y Personas	4.4	4.6	4.6	5.3	4.7	4.8	4.4	4.6	4.0	4.5
Servicios Sociales y Comunales	4.6	4.8	5.4	5.7	5.1	5.3	5.7	6.1	6.0	5.8
Salario Contractual Total^{1/}	4.2	4.4	4.3	4.1	4.2	4.4	4.4	4.8	4.2	4.4
Empresas Públicas	3.9	4.2	4.3	4.0	4.1	4.3	4.3	4.8	4.0	4.3
Asistencia Médica y Social	n.e.	n.e.	n.e.	4.0	4.0	n.e.	n.e.	n.e.	4.0	4.0
Empresas Privadas	4.3	4.4	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.7	4.7	4.5
Inflación Anual Promedio del Periodo	4.1	4.0	4.0	3.8	4.0	3.9	4.9	5.5	6.2	5.1
Expectativas de Inflación para los Próximos 12 Meses Promedio del Periodo	3.6	3.7	3.8	3.9	3.7	3.7	3.8	4.3	4.5	4.1

n.e. No existen revisiones salariales en el periodo indicado.

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

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

Por otra parte, el Consejo de Representantes de la Comisión Nacional de los Salarios Mínimos acordó un aumento promedio de 4.6 por ciento al Salario Mínimo General (SMG) que estará vigente a partir de 2009 (la variación promedio para 2008 fue 4.0 por ciento); con ello, el SMG se ubicó en 53.19 pesos por día. El incremento concertado fue mayor en la Zona Geográfica "C", donde se ubicó en 4.95 por ciento. Por su parte, el indicador correspondiente a las Áreas "A" y "B" tuvo variaciones de 4.20 y 4.51 por ciento, respectivamente. Con este acuerdo se retomó la tendencia gradual hacia la homologación, en un solo nivel, de los salarios mínimos en las tres áreas geográficas (Cuadro 3).

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

Periodo	Pesos por día				Variación anual en por ciento			
	General	Área Geográfica			General	Área Geográfica		
		A	B	C		A	B	C
2001	37.57	40.35	37.95	35.85	6.99	6.50	8.09	9.68
2002	39.74	42.15	40.10	38.30	5.78	4.50	5.70	6.90
2003	41.53	43.65	41.85	40.30	4.50	3.56	4.36	5.22
2004	43.30	45.24	43.73	42.11	4.25	3.64	4.50	4.50
2005	45.24	46.80	45.35	44.05	4.50	3.50	3.70	4.60
2006	47.05	48.67	47.16	45.81	4.00	4.00	4.00	4.00
2007	48.88	50.57	49.00	47.60	3.90	3.90	3.91	3.90
2008	50.84	52.59	50.96	49.50	4.00	4.00	4.00	4.00
2009	53.19	54.80	53.26	51.95	4.62	4.20	4.51	4.95

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

3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Condiciones Externas

El debilitamiento de la economía mundial se acentuó durante el cuarto trimestre de 2008, a pesar de las medidas de estímulo monetario y de apoyo financiero implementadas en algunos países, y del anuncio de acciones por el lado fiscal en varios de ellos. La información más reciente sugiere una contracción de la actividad económica en las naciones avanzadas y algunas emergentes, y una desaceleración significativa en otras economías de este último grupo en ese lapso. Además, las expectativas para el crecimiento del PIB en 2009 para ambos grupos se han ajustado considerablemente y de forma continua a la baja. El incremento de la capacidad ociosa derivado de esta situación, combinado con la reducción de los precios de los productos primarios, aliviaron las presiones inflacionarias a nivel global. Sin embargo, diversas economías emergentes continuaron haciendo frente a tasas de inflación elevadas. La crisis en los mercados financieros internacionales se agravó a finales del tercer trimestre y principios del cuarto. Esto propició la implementación de medidas extraordinarias en muchos países, que permitieron mejoras importantes en algunos segmentos de dichos mercados. No obstante lo anterior, en general éstos continuaron sujetos a fuertes tensiones. En un contexto de gran aversión al riesgo, el deterioro de los indicadores de riesgo soberano de las economías emergentes se acentuó.

La crisis actual se deriva de niveles excesivos de endeudamiento en algunas economías avanzadas, propiciados a su vez por la presencia de elevados desequilibrios globales, políticas monetarias muy laxas por periodos prolongados, esquemas deficientes de regulación y supervisión, e insuficiente transparencia en el sector financiero, entre otros factores. El proceso de desapalancamiento requerido para corregir esta situación, ha propiciado una reducción del consumo de las familias y enormes pérdidas en instituciones financieras, especialmente en Estados Unidos. Ante el consecuente debilitamiento generalizado de la actividad económica y la turbulencia inusitada en los mercados financieros internacionales, las dificultades actuales pueden catalogarse como una crisis económica a nivel global sin precedente histórico.

3.1.1. Actividad Económica Global

El PIB de Estados Unidos registró una contracción de 0.5 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el periodo julio-septiembre de 2008, lo que representó su peor desempeño desde el tercer trimestre de 2001. A tasa anual, la expansión del PIB se ubicó en 0.7 por ciento en ese lapso. Dichas cifras confirmaron la situación recesiva en la que se encuentra la economía estadounidense.³ Los principales componentes de la absorción interna mostraron

³ El National Bureau of Economic Research (NBER) –institución encargada de definir los periodos de recesión–, define a éstas como caídas significativas de la actividad económica extendidas sobre la economía, con duración de más de unos cuantos meses y normalmente visibles en el PIB real, el ingreso real, el empleo, la producción industrial y las ventas al mayoreo y al menudeo. El NBER determinó que la recesión actual inició en diciembre de 2007.

un comportamiento desfavorable. El consumo privado registró una caída (-3.8 por ciento a tasa trimestral anualizada) por primera vez desde el cuarto trimestre de 1991. Además, tanto la inversión no residencial como la residencial se redujeron (-1.7 y -16.0 por ciento, a tasa trimestral anualizada, respectivamente). Por otra parte, las contribuciones positivas al crecimiento del PIB de la acumulación de inventarios, el gasto del gobierno y las exportaciones netas impidieron un descenso más pronunciado de la actividad económica.

La información oportuna apunta a una fuerte contracción del PIB en el cuarto trimestre, estimada en alrededor de 5 por ciento a tasa trimestral anualizada. El gasto de los consumidores continuó siendo afectado en ese periodo por el desplome de la riqueza de los hogares, los elevados niveles de endeudamiento de las familias, la caída del empleo y la persistencia de condiciones financieras restrictivas en los mercados financieros, entre otros factores. No obstante que las diversas medidas implementadas por la Reserva Federal contribuyeron a una reducción de las tasas de interés hipotecarias, la inversión residencial siguió cayendo ante la persistencia de elevados inventarios de casas y el descenso de los precios de éstas. Al mismo tiempo, la trayectoria de los pedidos y envíos de bienes de capital y del gasto en construcción de estructuras, sugieren que la inversión no residencial continuó debilitándose en el cuarto trimestre. Por su parte, las exportaciones disminuyeron en octubre y noviembre, ante el fortalecimiento del dólar y la debilidad de la demanda externa. De esta forma, la contribución de las exportaciones netas al crecimiento trimestral del PIB podría haber disminuido, e inclusive volverse negativa, en el cuarto trimestre. Es de destacarse además el debilitamiento de la producción industrial, cuya contracción se agudizó en el periodo octubre-diciembre. Ésta fue también la situación de la producción industrial mundial, cuyas fluctuaciones en las dos últimas recesiones han tendido a emular a las de la industria estadounidense (Recuadro 3).

Ante la debilidad de la actividad económica, el Banco de la Reserva Federal redujo su objetivo para la tasa de fondos federales durante el trimestre, de 2 por ciento a un rango de entre 0 y 0.25 por ciento, y adoptó una serie de medidas adicionales orientadas a aumentar la liquidez y restablecer condiciones ordenadas en los mercados financieros (para mayor detalle véase Sección 3.1.3 de este Informe).

Asimismo, los Comités de Asignaciones (Committee on Appropriations) y el Comité de Medios y Procedimientos (Committee on Ways and Means) de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, presentaron a mediados de enero de 2009 propuestas de legislación para un Plan de Reinversión y Recuperación que conformará el paquete de estímulo fiscal de la nueva Administración. Las propuestas contemplan un monto de 825 mil millones de dólares durante un periodo de dos años (alrededor de 2.9 por ciento del PIB por año), distribuidos tentativamente entre un aumento del gasto de 550 mil millones de dólares y reducciones en impuestos de 275 mil millones de dólares. Los recursos propuestos serán destinados a inversión en áreas claves que buscarán preservar y crear empleos y fortalecer la economía.⁴ Se espera que el paquete

⁴ Las áreas a las que se destinarán los recursos son las siguientes: inversión en los sectores de energía, ciencia y tecnología, transporte, educación y salud. Asimismo, se incluyen apoyos fiscales para los estados, así como financiamiento a programas sociales para mitigar los efectos negativos de la crisis. En cuanto a reducción de impuestos, se enumeraron una serie de medidas, entre las que se incluyen: alivio tributario para las familias y las empresas; diversos apoyos para educación, vivienda, gobiernos estatales y locales; e incentivos tributarios al sector de energía, entre otros.

resulte en la creación y preservación de entre 3 y 4 millones de empleos.⁵ Cabe señalar que las propuestas mencionadas forman parte del proceso legislativo mediante el cual se busca enviar una propuesta final para su aprobación en el Congreso a más tardar a mediados de febrero.

En general, los analistas esperan que la economía se contraiga nuevamente en el primer semestre de 2009 y que registre una recuperación gradual en meses subsecuentes. Naturalmente, estos pronósticos están sujetos a gran incertidumbre, entre otros motivos debido al posible impacto del paquete fiscal de la nueva administración. Independientemente de lo anterior, considerando una perspectiva de mediano y largo plazos, es de esperarse que la crisis en los mercados financieros y el proceso de desapalancamiento que se está llevando a cabo para corregir el excesivo endeudamiento en que incurrieron las familias en años previos, den lugar a una caída en la participación del consumo en el PIB y a una disminución del crecimiento potencial de la economía estadounidense en los próximos años. Como se observa en la Gráfica 10, la participación del consumo en el PIB aumentó de 67.5 por ciento en 1996 a 70.5 por ciento en el tercer trimestre de 2008. Esta expansión se sustentó en un fuerte crecimiento de la deuda de los hogares, que como proporción del ingreso disponible se incrementó de 92.5 a 136.4 por ciento en el mismo lapso.

Gráfica 10

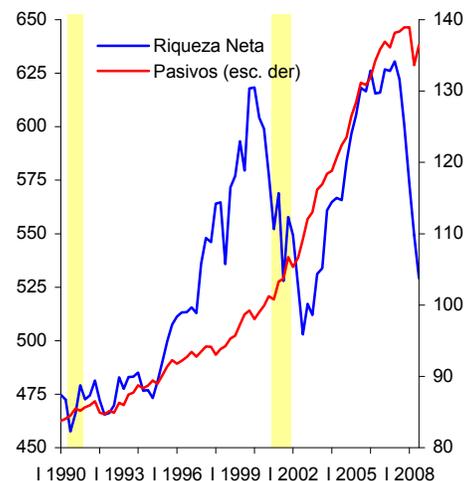
EUA: Pasivos y Riqueza de las Familias y Gasto en Consumo Personal.

a) Gasto en Consumo Personal Real
En por ciento del PIB



Fuente: BEA.

b) Pasivos y Riqueza de las Familias
En por ciento del ingreso personal disponible,
cifras sin ajuste estacional



Fuente: Federal Reserve.

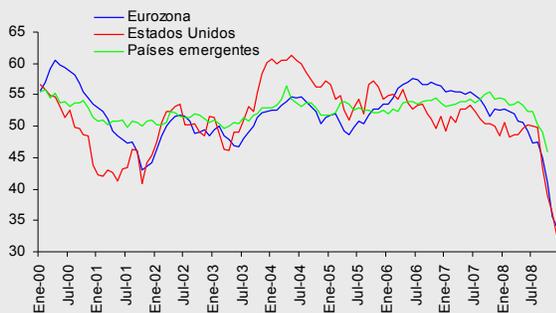
⁵ De acuerdo a un estudio reciente (Christina Romer y Jared Bernstein, "The Job Impact of the American Recovery and Reinvestment Plan", January 9, 2009) que evalúa un programa de estímulos por 775 mil millones de dólares (con características similares al plan propuesto por el Congreso), con estas acciones se lograría un incremento adicional del PIB real de 3.7 por ciento, una creación de 3.7 millones de plazas y una reducción en la tasa de desempleo de 1.8 puntos porcentuales para el cuarto trimestre de 2010.

Recuadro 3

La Producción Industrial Mundial: Evolución Reciente y Perspectivas

La actividad industrial a nivel mundial parece haber acelerado su descenso a partir del último trimestre de 2008, tanto en los países avanzados como en las economías emergentes. En Estados Unidos, la producción industrial se contrajo 6.0 a tasa anual en ese lapso. Los índices de gerentes de compras, los indicadores sectoriales más oportunos, apuntan a una caída acelerada en diciembre en otros países clave (Gráfica 1).¹ Aunque la interrelación de los sectores industriales a nivel global es evidente desde hace varios años, una característica del presente episodio es la mayor virulencia de los efectos de la contracción industrial de Estados Unidos sobre la producción industrial de los países emergentes.

Gráfica 1
Índices de Gerentes de Compras (PMI)
Puntos índice (arriba de 50 indica expansión)



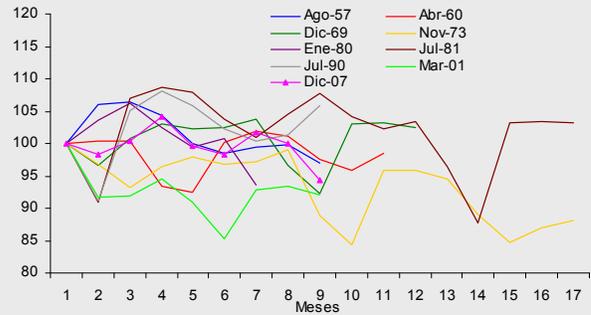
Fuente: IMF.

Países Avanzados

Durante los primeros 11 meses de la presente fase del ciclo, la producción industrial en los países avanzados ha mostrado una contracción menor a la observada durante la recesión de 2001 (Gráfica 2), pero, por otro lado, ha afectado a un mayor número de países que en cualquiera de las recesiones de la posguerra (Gráfica 3).

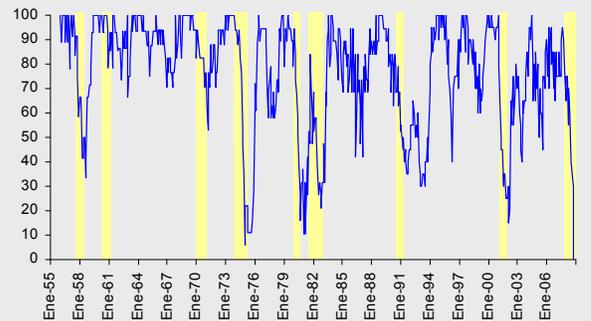
La producción industrial de los países avanzados había comenzado a mostrar síntomas de debilidad desde finales de 2007, aquejada por el avance de la crisis financiera que inició a principios de ese año y, posteriormente, por la generalización de la debilidad económica internacional. No obstante, las previsiones sobre la misma en esas fechas sugerían solamente una desaceleración en la primera parte de 2008, para recuperarse posteriormente gracias a los efectos anticipados de las medidas fiscales y monetarias que estaban adoptándose, particularmente en Estados Unidos. Posteriormente, tanto la situación de la industria como sus perspectivas han empeorado progresivamente.

Gráfica 2
Producción Industrial de Países Avanzados en Periodos Recesivos 1/
Inicio de recesión en EUA =100



1/ Periodos de Recesión de acuerdo al NBER.
Fuente: IFS (IMF).

Gráfica 3
Porcentaje de Países Avanzados con Crecimiento Anual Positivo de la Producción Industrial



Fuente: OECD.

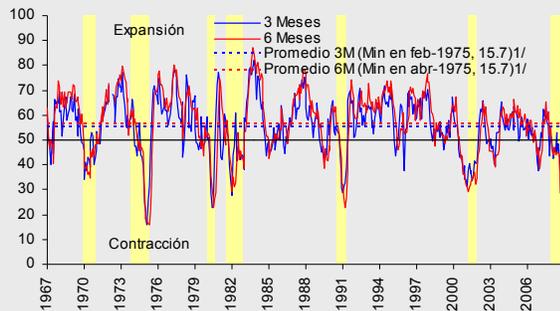
En Estados Unidos, los sectores que han mostrado las contracciones más pronunciadas son los de vehículos y autopartes y artículos para la construcción, si bien la debilidad se ha generalizado, como lo muestra la fuerte caída de los índices de difusión en los últimos meses (Gráfica 4). Las ventas del sector automotriz se vieron afectadas durante 2008 no solamente por el estancamiento del ingreso de los hogares, sino también por los fuertes incrementos en los precios de los combustibles y el acrecentamiento de las restricciones crediticias. Este último factor es particularmente importante para la demanda de bienes durables, por lo cual las industrias productoras de este tipo de bienes se han visto afectadas en mayor medida por la situación financiera. Por su parte, el sector de materiales de construcción ha sido impactado por la persistencia de la crisis en el mercado de la vivienda. Cabe destacar también la fuerte desaceleración que se ha observado en el sector de alta tecnología. La producción de bienes de alta tecnología ha contribuido desde 1990 con más de la mitad del crecimiento de la producción industrial de Estados Unidos, a pesar de su baja participación (cerca a 4 por ciento en noviembre de 2008, pero más que compensada por una elevada tasa de crecimiento promedio anual de alrededor de 23 por ciento). Sin embargo, desde el tercer trimestre de 2008 comenzó a experimentar un proceso de rápida desaceleración, con lo cual la contribución al crecimiento anual se tornó

¹ En diciembre de 2008, en la zona del euro el índice de gerentes de compras se situó en 33.9 aunque subió levemente a 34.5 en enero de 2009. En el caso de la India, dicho índice se ubicó en diciembre en zona de contracción (es decir, con valores menores a 50) por segundo mes consecutivo.

ligeramente negativa en los meses de noviembre y diciembre.

Gráfica 4

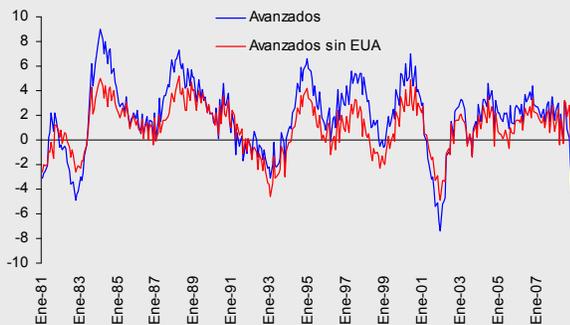
EUA: Índices de Difusión de la Producción Industrial
Puntos Índice



Fuente: Federal Reserve.

En otros países avanzados la industria también se encuentra en una situación deprimida, en buena medida a consecuencia de la fuerte relación que existe entre sus sectores industriales desde hace décadas (Gráfica 5). En Japón, donde la producción industrial depende fuertemente de sus exportaciones a Estados Unidos y otros países avanzados, ésta se contrajo en noviembre 8.5 por ciento a tasa mensual -la mayor caída desde que comenzó a computarse el índice en la década de 1950-, luego de haber caído 3.1 por ciento el mes previo. Los países de la eurozona también se han visto afectados por la menor demanda externa. En Alemania, Francia y el Reino Unido, la producción industrial se contrajo en noviembre entre 2 y 3 por ciento mes a mes. El índice de gerentes de compras de la eurozona sugiere además una fuerte caída para dicha región en diciembre.

Gráfica 5
Índices de la Producción Industrial
Tasas de crecimiento anual



Fuente: IMF.

Economías Emergentes

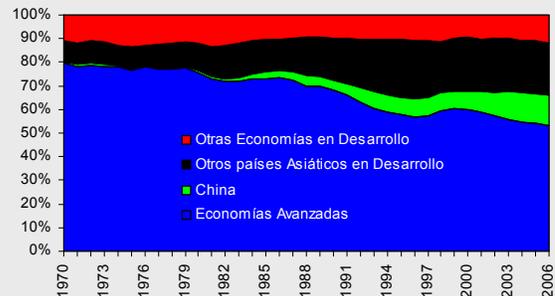
La producción industrial de los países emergentes mostró resistencia al inicio de la crisis financiera de 2007. Esto se debió, en parte, a que las condiciones financieras para ellos se habían deteriorado en un grado mucho menor que para los países avanzados y que para ellos mismos en períodos anteriores de volatilidad. Adicionalmente, los destinos de sus exportaciones manufactureras han tendido a diversificarse desde principios de los ochenta (Gráfica 6).

Sin embargo, al exacerbarse los problemas financieros en septiembre y octubre, los países emergentes se vieron más directamente afectados y sus indicadores (por ejemplo, los márgenes de deuda soberana) mostraron un fuerte deterioro. La

producción industrial en estas economías comenzó a perder dinamismo desde finales del segundo trimestre de 2008, pero no fue sino hasta el cuarto trimestre de dicho año que mostró una desaceleración similar a la de los países avanzados. A diferencia de lo ocurrido en la recesión de 2001, en la recesión actual la producción industrial agregada de los países emergentes ha caído, con lo cual se encuentra prácticamente en el mismo nivel que tenía al comenzar la contracción de la producción industrial de Estados Unidos (Gráfica 7).

Gráfica 6

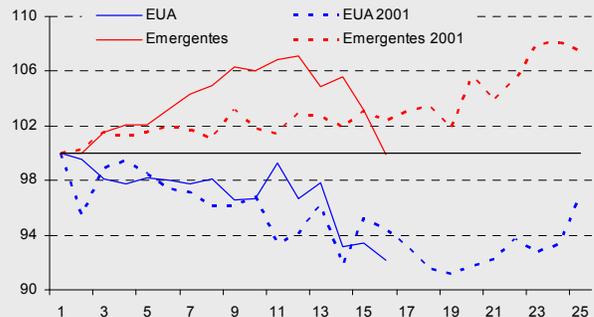
Participación en las Exportaciones Manufactureras de Países Emergentes
Por ciento



Fuente: IMF.

Gráfica 7

Índices de la Producción Industrial
Máximo Cíclico del Índice de Estados Unidos=100



Fuente: IMF.

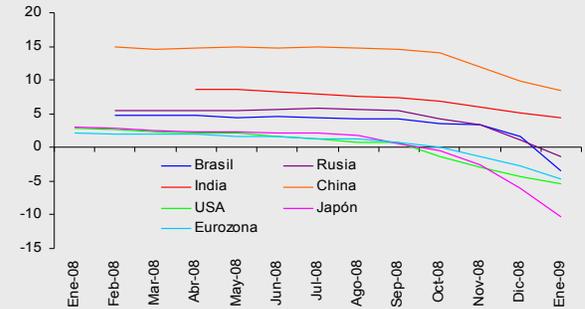
Los últimos datos disponibles de producción industrial de los países emergentes evidencian la profundización del efecto de la caída de la demanda internacional de manufacturas. En Asia, destaca el caso de China, donde el crecimiento del índice de la producción industrial se redujo en diciembre a 5.7 por ciento anual, cifra muy inferior a su promedio histórico (13.8 por ciento anual desde 1999). La producción industrial de la India se contrajo en octubre a tasa anual (-0.3 por ciento) por primera vez en 15 años, si bien aumentó en noviembre (2.4 por ciento anual). El índice de la producción industrial de Corea cayó en noviembre 10.7 por ciento a tasa mensual (cifras ajustadas estacionalmente). En América Latina, la producción industrial de Argentina registró en noviembre su primer estancamiento en términos anuales desde 2002, mientras que en Chile se contrajo durante el mismo mes 5.7 por ciento a tasa anual. En Brasil, la producción industrial de noviembre cayó 5.2 por ciento con respecto a octubre (cifras ajustadas estacionalmente), siendo ésta su mayor caída mensual en trece años. Por otra parte, en Europa emergente, los índices de la producción industrial de la República Checa y Hungría, cayeron en noviembre 17.4 y 9.9 por ciento anual, respectivamente, mientras que los de Rusia y

Polonia se contrajeron en diciembre 10.3 y 4.4 por ciento a tasa anual.

Perspectivas

El panorama para la producción industrial mundial en 2009 no es halagüeño. Aunque las considerables medidas de apoyo monetario y fiscal en los países avanzados contribuirán a apoyar la demanda de manufacturas, las restricciones crediticias y la baja confianza de consumidores y empresas auguran un año de contracción para la producción industrial en esos países (Gráfica 8). Ante el episodio de turbulencia financiera de septiembre y octubre y los datos más recientes, las expectativas de crecimiento para la producción industrial de los países emergentes también se han ajustado fuertemente a la baja, a pesar de las medidas contracíclicas que muchos de ellos están emprendiendo. Por otra parte, la baja de la producción industrial mundial ha tenido un fuerte impacto en los precios de los productos primarios, por lo que es probable que éstos permanezcan en niveles muy inferiores a los de los máximos históricos observados a mediados de 2008.

Gráfica 8
Evolución de las Expectativas de Crecimiento para la Producción Industrial en 2009
 Por ciento



Fuente: Consensus Forecasts.

El desempeño de la actividad económica en otros países avanzados también se deterioró a finales de 2008. El PIB del Reino Unido se contrajo en el cuarto trimestre del año por segundo trimestre consecutivo (-5.9 por ciento a tasa trimestral anualizada). En la zona del euro, el PIB se redujo en el periodo julio-septiembre por segundo trimestre consecutivo (-0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada) y la información oportuna sugiere un descenso aún mayor en el cuarto trimestre, debido en buena medida a la intensificación del impacto de los problemas en los mercados financieros sobre el sector real y al deterioro del entorno externo. Por su parte, el PIB de Japón experimentó en el tercer trimestre una nueva contracción, afectado por la caída de la actividad económica internacional. Indicadores oportunos como los datos de ventas, exportaciones, gasto de capital y los índices Tankan de grandes corporaciones y Shoko Chukin de pequeños negocios, apuntan a una fuerte contracción del PIB en el cuarto trimestre. La actividad económica también parece haberse contraído durante el periodo octubre-diciembre en Canadá.

En general, las economías emergentes se desaceleraron hacia finales de 2008 y sus perspectivas de crecimiento para 2009 se han deteriorado de manera considerable. Además de reflejarse en un menor crecimiento de sus exportaciones, la crisis global ha impactado a las economías emergentes a través de diversos canales. En este contexto, se ha observado una retroalimentación de los problemas en el sector financiero al sector real de sus economías y una pérdida generalizada de la confianza. De esta forma, las expectativas de algunos analistas de que las economías emergentes se desacoplarían de las avanzadas para convertirse en el motor de crecimiento económico mundial no se han materializado (Recuadro 4). En China, el crecimiento anual del PIB fue de 6.8 por ciento durante el periodo octubre-diciembre, el menor en siete años, después de registrar una expansión de 9.0 por ciento en el tercer trimestre, reflejando principalmente la fuerte desaceleración de la demanda externa. En la India, las ventas al exterior se contrajeron en octubre y noviembre. En este entorno, la producción industrial se redujo en octubre en 0.3 por ciento a tasa anual, por primera vez en quince años, si bien aumentó en noviembre (2.4 por ciento). Por su parte, en Rusia la producción industrial disminuyó 10.3 por ciento a tasa anual en diciembre, su mayor reducción desde 1998. En América Latina, varios países mostraron tasas de crecimiento económico todavía elevadas durante el tercer trimestre (Argentina, Brasil, Chile, Perú y Venezuela crecieron 6.5, 6.8, 4.8, 9.5, y 4.6 por ciento a tasa anual, respectivamente). No obstante, indicadores oportunos

para muchos países de la región muestran señales de un mercado debilitamiento de la actividad económica durante el cuarto trimestre.

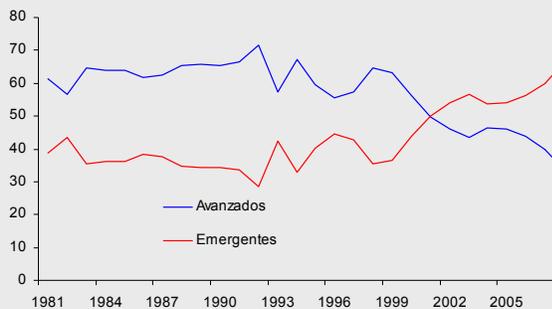
Recuadro 4

Evidencia Reciente Sobre la Idea del Desacoplamiento

Antecedentes

Entre 2003 y 2007, el crecimiento de la actividad económica global estuvo explicado en gran medida por las economías emergentes y en desarrollo (Gráfica 1). En 2007, China representó cerca de una cuarta parte del crecimiento global; Brasil, China, India y Rusia cerca de la mitad, y el conjunto de países emergentes y en desarrollo alrededor de dos tercios.¹ En contraste, durante los setenta aproximadamente la mitad del crecimiento económico mundial se originaba en este grupo de países. Así, los países emergentes como grupo representan en la actualidad cerca de 40 por ciento del producto mundial total, comparado con 25 por ciento hace dos décadas.

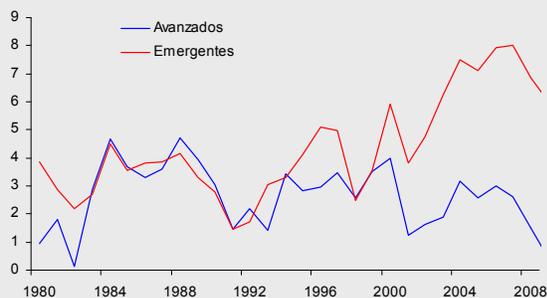
Gráfica 1
Contribución al Crecimiento Mundial
Por ciento



Fuente: WEO October 2008, IMF.

El ritmo de crecimiento de las economías emergentes continuó fuerte durante 2007 y parte de 2008, a pesar del debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos y otros países avanzados (Gráfica 2). Esta situación dio lugar a un debate acerca de si los ciclos económicos en los países emergentes se habían desacoplado de las fluctuaciones en las economías avanzadas.

Gráfica 2
PIB por Región
Variación anual en por ciento



Fuente: IMF.

Desde un punto de vista teórico, parecería que operan por lo menos dos efectos en dirección opuesta. Por un lado, en un entorno de globalización, los vínculos más fuertes entre los

países emergentes y los avanzados tienen el potencial de acercar sus ciclos económicos de manera más pronunciada, motivo por el cual se esperaría una convergencia mayor de las fluctuaciones cíclicas. Por otro lado, al convertirse los países emergentes en motores del crecimiento global, los acontecimientos económicos en Estados Unidos y otros países avanzados podrían tener un impacto menor en su dinámica de crecimiento.

Sobre la base de la segunda de estas interpretaciones, diversos analistas consideraron que el ciclo económico de los países emergentes podría divergir (o desacoplarse) de la desaceleración económica en Estados Unidos y otros países avanzados. Otros factores que apoyaban la idea de un desacoplamiento eran: (i) la implementación de políticas macroeconómicas y de cambio estructural más sólidas en muchos países emergentes y en desarrollo en los últimos años, que redujeron su vulnerabilidad ante choques externos; (ii) el cambio en los patrones de comercio en las economías emergentes y en desarrollo, que ha propiciado que en la actualidad casi la mitad de las exportaciones de estos países se canalice a otras economías del grupo; (iii) la reducida exposición de las instituciones financieras de las economías emergentes al mercado hipotecario de menor calidad ("subprime"); (iv) la creciente demanda de productos primarios que trajo consigo la elevada expansión de las economías emergentes y en desarrollo. Lo anterior contribuyó al incremento de los precios de estos productos a pesar del debilitamiento de las economías avanzadas, y fue un factor importante en la expansión de los países exportadores de bienes primarios.

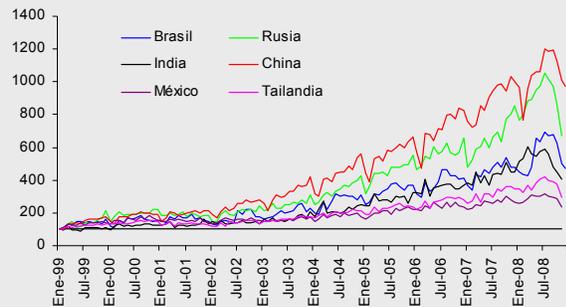
Se Desvanece el Desacoplamiento

Conforme la crisis financiera en los países avanzados se agudizó, la idea del desacoplamiento de las economías emergentes se fue debilitando. En particular, la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre y la incertidumbre que rodeó la aplicación de los recursos de emergencia de apoyo al sistema financiero estadounidense, hicieron ver la fragilidad de dicho argumento. La pérdida generalizada de confianza propiciada por estos eventos dio lugar al periodo más agudo de turbulencia financiera en lo que va de la crisis. Se puso así en evidencia que el contagio de las economías avanzadas a las emergentes puede seguir un patrón que no es lineal. Es decir, si bien dicho contagio puede ser moderado en etapas de dificultades relativamente menores en las economías avanzadas, su efecto se magnifica al acrecentarse la gravedad de la situación. Lo anterior obedece, en parte, al riesgo de que las etapas de problemas más agudos en la economía mundial den lugar a una interrupción repentina o incluso a una reversión de los flujos de capital. Las economías emergentes son especialmente vulnerables a estos problemas.

La crisis financiera en los países avanzados impactó a los países emergentes a través de dos canales, uno real y otro financiero. El primero de estos canales se reflejó primeramente en menores tasas de crecimiento de las exportaciones, consecuencia de la desaceleración de la actividad económica en las economías avanzadas (Gráfica 3). Lo anterior se vio agravado en muchas economías por la disminución de los precios de los productos primarios, el descenso de los ingresos por remesas de trabajadores en el exterior y la pérdida de confianza de empresas y consumidores.

¹ En estos cálculos el PIB de cada país está ajustado por paridad del poder de compra.

Gráfica 3
Exportaciones en Dólares de Bienes de Países Emergentes
Índice Enero 1999 = 100

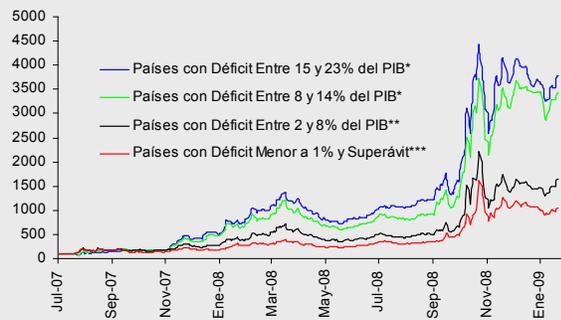


Fuente: INEGI, Bloomberg y Thomson Financial.

Por su parte, el canal financiero operó por varias vías. En primer lugar, el apretamiento en las condiciones de financiamiento externo restringió el acceso de las economías emergentes al financiamiento externo. Lo anterior, combinado con el desplome de la demanda de activos considerados riesgosos, dio lugar a un deterioro sustancial de los indicadores de riesgo soberano, que afectó en mayor medida a las economías con necesidades más elevadas de financiamiento externo (Gráfica 4).

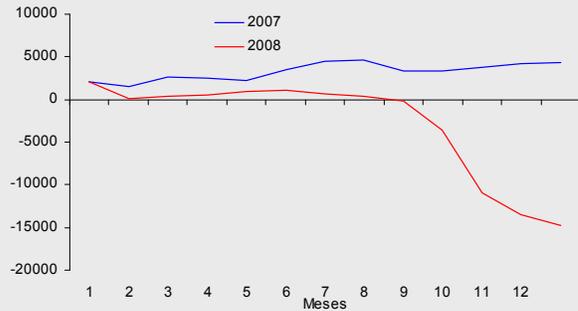
Además, el incremento de la percepción de riesgo a nivel global y el proceso de desapalancamiento en marcha, propiciaron fuertes salidas de capital (Gráfica 5), que se tradujeron a su vez en depreciaciones bruscas de los tipos de cambio y caídas en los mercados accionarios. La turbulencia financiera expuso también debilidades que no habían sido previamente identificadas. Al respecto, destacan las presiones que se observaron en los mercados cambiarios de varios países, al aumentar la demanda de divisas de empresas involucradas en operaciones con productos derivados. Naturalmente, este conjunto de mecanismos dio lugar a una retroalimentación de los problemas en el sector financiero al sector real de las economías emergentes.

Gráfica 4
Márgenes de Costo de Cobertura por Incumplimiento de Deuda de Países Emergentes Clasificados de Acuerdo al Tamaño de su Déficit en Cuenta Corriente
Índice 02/07/2007=100



*Muestra de 3 países, **Muestra de 6 países, ***Muestra de 12 países.
Fuente: IMF y Bloomberg.

Gráfica 5
Flujo de Fondos Dedicados a Países Emergentes (Deuda)
Millones de dólares



Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Cabe hacer notar que la crisis ha tenido un impacto mayor en segmentos de los mercados financieros de algunas economías emergentes que en las avanzadas. Así por ejemplo, expresados en moneda local, en 2008 el Shanghai B de China, el Bombay Stock Exchange de la India, el RTS de Rusia y el Bovespa de Brasil cayeron 70, 58, 72 y 41 por ciento respectivamente, mientras que el D&J de Estados Unidos, el DAX de Alemania y el FTSE-100 de Inglaterra se redujeron 34, 40 y 31 por ciento, respectivamente.

Como resultado de la crisis, las proyecciones de crecimiento económico en las economías emergentes para 2009 se han ajustado de manera importante a la baja. Tomando como base de comparación la caída de la tasa de crecimiento económico desde su máximo reciente hasta el año en que se espera la cifra más reducida, se observa que bajo las proyecciones actuales el ajuste cíclico en las economías emergentes (5.0 puntos porcentuales) es similar al de las avanzadas (5.2 puntos porcentuales). Por otra parte, es importante considerar que la crisis financiera también puede afectar las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes en el largo plazo. Por una parte, es de esperarse que como resultado del proceso de desapalancamiento financiero, el crecimiento potencial de algunas economías avanzadas disminuya en los próximos años. Asimismo, la redistribución de los flujos de capital que ha resultado de la crisis financiera ha generado distorsiones en la asignación global de capital que podrían afectar adversamente la expansión de la economía mundial. En virtud de lo anterior, las autoridades de las economías emergentes deben estar preparadas para mantener la estabilidad y aumentar la eficiencia de sus economías en un entorno externo más difícil.

En respuesta a la desaceleración de sus economías en los últimos meses, muchos países han puesto en marcha políticas expansivas de manejo de la demanda. En un principio, esta respuesta de política descansó sobre todo en medidas monetarias. Más recientemente, el uso de medidas fiscales orientadas a estimular la actividad económica en 2009 se ha extendido entre países avanzados y emergentes (Recuadro 5).

Recuadro 5 Medidas Fiscales de Apoyo Ante la Crisis

Ante el debilitamiento de su actividad económica en los últimos meses, diversos países avanzados y emergentes han respondido con la implementación de medidas de estímulo macroeconómico. En un principio, el relajamiento de la política monetaria constituyó el eje de dicha respuesta. Conforme la parte baja del ciclo se ha hecho más profunda, las políticas de estímulo se han reforzado con acciones por el lado fiscal. En lo anterior también ha influido de manera importante el hecho de que la crisis financiera ha obstaculizado los mecanismos de transmisión de la política monetaria, y que en algunos países las tasas de interés se han ubicado en niveles muy bajos.¹ En general, las medidas fiscales que se han dado a conocer contemplan incrementos del gasto público en áreas tales como infraestructura, apoyo a pequeñas y medianas empresas, creación de empleos, etc., así como aumentos del ingreso disponible de los consumidores y las empresas mediante recortes en impuestos u otro tipo de estímulos.

Los paquetes de estímulo fiscal tienen mayor impacto cuando son oportunos, suficientemente grandes, duraderos y bien diversificados. Además, su efecto multiplicador es mayor en la medida en que se introducen de manera coordinada en varios países. El Fondo Monetario Internacional considera que el estímulo global requerido bajo las actuales circunstancias es de alrededor del 2 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB) mundial. No obstante, también ha enfatizado que algunos países tienen más espacio de acción que otros, y que los programas de estímulo deben ser sustentables en el mediano plazo.

A continuación se presenta una lista no exhaustiva de las principales medidas de estímulo fiscal anunciadas tanto en países avanzados como emergentes durante el cuarto trimestre de 2008. Aunque las autoridades de algunos países anunciaron la implementación inmediata de estas acciones, en la mayoría de los casos la fecha precisa es incierta. Cabe señalar que los Comités de Asignaciones (Committee on Appropriations) y de Medios y Procedimientos (Committee on Ways and Means) de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, sobre la base de consultas con la Administración entrante, dieron a conocer a mediados de enero una propuesta de legislación orientada a estimular la economía mediante aumentos del gasto público y disminuciones de impuestos (para mayor detalle ver sección 3.1.1 de este Informe).

Japón En octubre se anunció un plan para apoyar el nivel de vida de los consumidores por un monto total de 5 billones de yenes. El plan incluye proyectos de gasto regional y programas de estabilización económica y financiera, además de un plan para "aliviar la ansiedad de la población". Posteriormente, el 24 de diciembre se anunció que se destinarían 3 billones de yenes adicionales para dicho plan. Si estos recursos se suman al programa de apoyo anunciado en agosto de 2008, el total del gasto alcanza 10 billones de yenes (alrededor de 2 por ciento del PIB).

U. Europea A mediados de octubre, los países miembros de la Unión Europea anunciaron un plan de recuperación económica por un monto de 30 mil millones de euros (0.3 por ciento del PIB), orientado a gasto en infraestructura, fondos sociales y protección a

empleos. Además, el 26 de noviembre la Comisión de la Comunidad Europea emitió un comunicado en el que se anunció un plan de estímulo económico por 170 mil millones de euros (mme), equivalente a 1.2 por ciento del PIB de la región. El monto total (170 mme) se compone de programas implementados en los países miembros y es adicional a los 30 mme anunciados previamente.

Alemania El 5 de noviembre, la Cámara Baja del Congreso aprobó un plan por 32 mme (1.3 por ciento del PIB), aunque los detalles del programa todavía están en discusión. Como se mencionó anteriormente, este plan es parte del anunciado por la Comunidad Europea. El 14 de enero, Alemania anunció un estímulo adicional por 50 mme (2.0 por ciento del PIB) para los próximos dos años. El paquete incluye recortes en impuestos por 18 mme y un programa de inversión en infraestructura pública por 17 mme.

Francia El presidente de Francia anunció el 31 de octubre que el gobierno aprobó gastos en infraestructura y créditos para la inversión por 10.5 mme. Además, se anunciaron medidas de apoyo para las tesorerías del sector corporativo por 11.4 mme y apoyo a industrias por 2.2 mme (el sector de vivienda recibirá 1.8 mme, el sector automotriz 0.2 mme, y pequeñas y medianas empresas 0.2 mme). Finalmente, se asignarán 2 mme adicionales a programas sociales. En total, el plan alcanza 26 mme (1.3 por ciento del PIB) que se suman a los programas de otros países para alcanzar el monto anunciado por la Comunidad Europea el 26 de noviembre.

Italia Debido al elevado nivel de endeudamiento, el gobierno italiano únicamente implementará recortes de impuestos a los hogares y a las empresas por 6.3 mme (0.4 por ciento del PIB), de acuerdo a un comunicado del 28 de noviembre.

España El 28 de noviembre, el gobierno anunció que canalizará 8 mme para el Fondo de Inversión Municipal y 3 mme para el Fondo para el Estímulo de la Economía y el Empleo (los 11 mme equivalen al 1 por ciento del PIB).

Portugal El 13 de diciembre, Portugal anunció un paquete de apoyo a la economía que asciende a 2.2 mme (1.3 por ciento del PIB) distribuido entre estímulos fiscales, programas de apoyo al empleo y gasto en infraestructura.

Holanda El programa de estímulo fiscal anunciado el 21 de noviembre alcanzará los 6 mme (1 por ciento del PIB) y se distribuirá entre proyectos de inversión en infraestructura, programas de apoyo a la liquidez mediante la depreciación acelerada, y programas de reducción de horas de trabajo (con compensación a cargo del seguro de desempleo). Este último programa permite a las empresas reducir el gasto de nómina por medio de recortes en las horas trabajadas en lugar de realizar despidos.

Reino Unido El gobierno anunció el 24 de noviembre que destinará 20 mil millones de libras esterlinas (mml), equivalentes a 1 por ciento del PIB, para apoyar la economía a través de recortes de impuestos

¹ Por ejemplo, la Reserva Federal bajó su tasa de interés de política a un rango entre 0 por ciento y 0.25 en su reunión del 16 de diciembre, y en Japón la tasa de referencia se ubica actualmente en un nivel de 0.1 por ciento.

generales y de la tasa del impuesto al valor agregado (de 17.5 por ciento a 15 por ciento desde el 1 de diciembre de 2008). De los 20 mml aprobados, 3 mml se destinarán a gastos de capital.

Hungría El plan de apoyo a los negocios anunciado por el gobierno el 13 de noviembre de 2008 asciende a 1.4 billones de florines húngaros (5.5 por ciento del PIB).

Suecia El 5 de diciembre, Suecia anunció un plan de estímulo por casi 23 mil millones de coronas (mmc, equivalentes a 0.5 por ciento del PIB). El gobierno utilizará 8 mmc en 2009, la misma cantidad en 2010 y 5 mmc adicionales en 2011. El resto será destinado para que oficinas gubernamentales contraten hasta 50 mil personas.

Australia El 14 de octubre, el gobierno anunció que se utilizarán alrededor de 10.4 miles de millones de dólares australianos (1 por ciento del PIB) para apoyar a pensionados y familias de medianos y bajos ingresos.

China El 9 de noviembre de 2008, China anunció el plan de estímulo fiscal más grande hasta el momento, por un total de 4 billones de renminbis (RMB), alrededor de 8.9 por ciento del PIB, distribuido entre gasto en infraestructura (transporte e infraestructura rural), proyectos de reconstrucción por desastres naturales, programas de protección ecológica y conservación biológica, vivienda para personas de bajos recursos, programas de innovación técnica y reestructuración industrial, y planes de salud, educación y cultura.

India El programa de expansión fiscal en la India, anunciado el 7 de diciembre, asciende a 4 mmd (1.5 por ciento del PIB). Estos recursos serán destinados a planes de apoyo a exportadores, facilidades de refinanciamiento, programas de garantías para pequeñas empresas, inversión en infraestructura y reducción en el impuesto al valor agregado de productos no petroleros. El 4 de enero de 2009, el gobierno anunció un paquete adicional que, entre otras medidas, relaja las condiciones para acceder a financiamiento por parte de las empresas, incrementa los límites de tenencia de bonos corporativos por extranjeros y provee de apoyos directos a algunas industrias para incrementar la inversión en infraestructura.

Corea El 3 de noviembre se anunció la primera etapa del plan de estímulo a la actividad económica, mediante el cual se planea un gasto de 11.3 mmd (1.1 por ciento del PIB) para proyectos de inversión de capital, apoyo a la agricultura y pequeñas y medianas empresas, gasto de gobiernos locales, transferencias a familias de bajos ingresos y programas de apoyo al empleo.

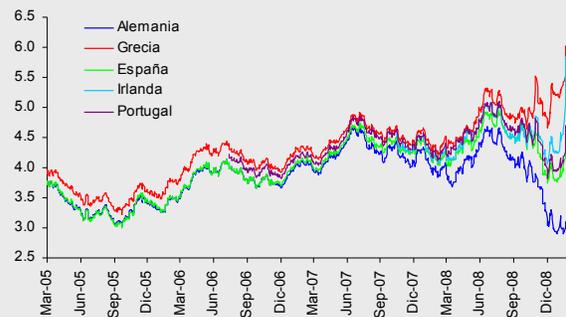
Argentina De acuerdo al comunicado más reciente de apoyo fiscal, del 22 de diciembre de 2008, el gobierno destinará 21 mmd a obras públicas y 3.8 mmd a un programa de apoyo al consumo, la inversión, el empleo y la producción. Además, se destinarán alrededor de 500 millones de dólares al sector agropecuario (el total asciende a 6 por ciento del PIB). Cabe señalar que desde el 25 de noviembre se han anunciado medidas para impulsar la actividad económica a través de apoyos a distintos sectores.

Brasil El paquete de estímulo fiscal anunciado el 11 de diciembre de 2008 alcanza 13.6 mmd (0.3 por ciento del PIB) distribuidos de la siguiente forma: 3.6 mmd en recortes de impuestos y 10 mmd en créditos para empresas brasileñas con problemas de endeudamiento financiados con reservas internacionales.

Chile El 5 de enero, el gobierno lanzó un plan de estímulo fiscal por alrededor de 4 mmd, equivalente a 2.8 puntos del PIB, para potenciar la economía y defender el empleo, a través de un incremento en la inversión en infraestructura, el otorgamiento de un bono especial por carga familiar, la eliminación transitoria del impuesto de estampillas, la reducción de los pagos provisionales mensuales, la implementación del subsidio al ingreso y estímulos a la capacitación como alternativa al despido. El plan implica un incremento adicional del gasto público en 2009 de 1 por ciento del PIB, una reducción transitoria en los ingresos fiscales por el mismo monto y transferencias de capital a la Corporación Nacional del Cobre (CODELCO) y a la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) por 0.8 por ciento del PIB.

Es importante insistir en que la sustentabilidad de estos programas es crucial. Si los participantes del mercado dudan de que las medidas de estímulo fiscal son sostenibles, puede haber repercusiones negativas en el mercado financiero, las tasas de interés y el gasto en consumo. Las restricciones que se están observando en los mercados como resultado de la crisis, pueden generar dificultades para el financiamiento de los déficit fiscales y un desplazamiento del gasto privado incluso en el corto plazo. Cabe señalar al respecto los casos de países europeos como España, Grecia, Irlanda y Portugal, en los que el deterioro de sus finanzas públicas ha provocado recientemente un incremento en sus costos de financiamiento en comparación con países con finanzas públicas más sólidas, como Alemania (Gráfica 1).² Mientras España y Portugal anunciaron los programas de estímulos fiscales mencionados anteriormente, Grecia e Irlanda únicamente han implementado programas de apoyo a sus respectivos sistemas financieros. De hecho, el déficit público es tan grande en Irlanda que se han programado reducciones importantes para el gasto público en 2009.

Gráfica 1
Rendimiento de Bonos a 10 años en Países Seleccionados
Por ciento anual



Fuente: Bloomberg.

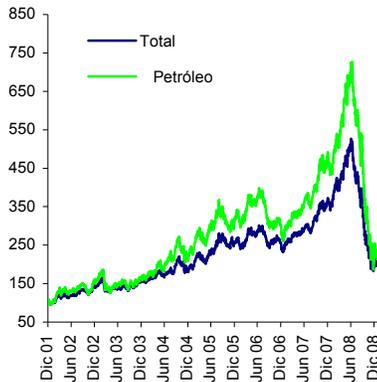
² El 9 de enero, la Agencia Calificadora Standard & Poor's (S&P) anunció que Grecia e Irlanda podrían ver reducida su calificación crediticia, citando un marcado deterioro de las condiciones económicas y presiones en las finanzas públicas. El 12 de enero se hizo la misma advertencia a España y el 13 de enero fue el turno de Portugal. El 14 de enero se concretó la menor calificación para Grecia y el 19 de enero para España. El 21 de enero, S&P redujo la calificación para Portugal de AA- a A+.

3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

Las cotizaciones de los productos primarios continuaron descendiendo en el cuarto trimestre del año, si bien en un entorno de alta volatilidad (Gráfica 11). Los precios del crudo tipo Brent disminuyeron de 97.4 dólares por barril a finales del mes de septiembre a 34.0 dólares el 24 de diciembre (nivel no alcanzado desde junio de 2004), para posteriormente repuntar a 45.8 dólares por barril al 26 de enero de 2009.⁶ Los precios de los productos primarios no petroleros también mostraron una fuerte caída en el periodo octubre-diciembre. Estas tendencias continuaron en términos generales a principios de 2009.⁷

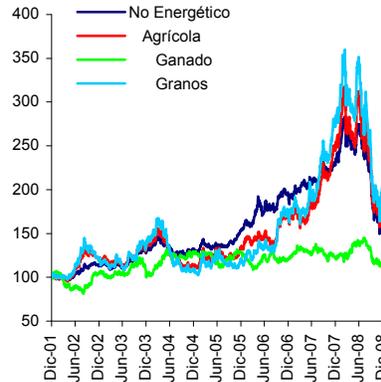
Gráfica 11
Precios de Productos Primarios
Índice 31 de diciembre de 2001=100

a) Precio de Productos Primarios y Petróleo



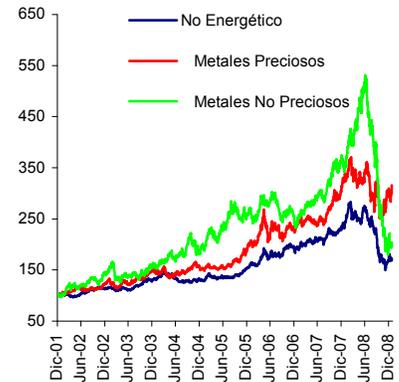
Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

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



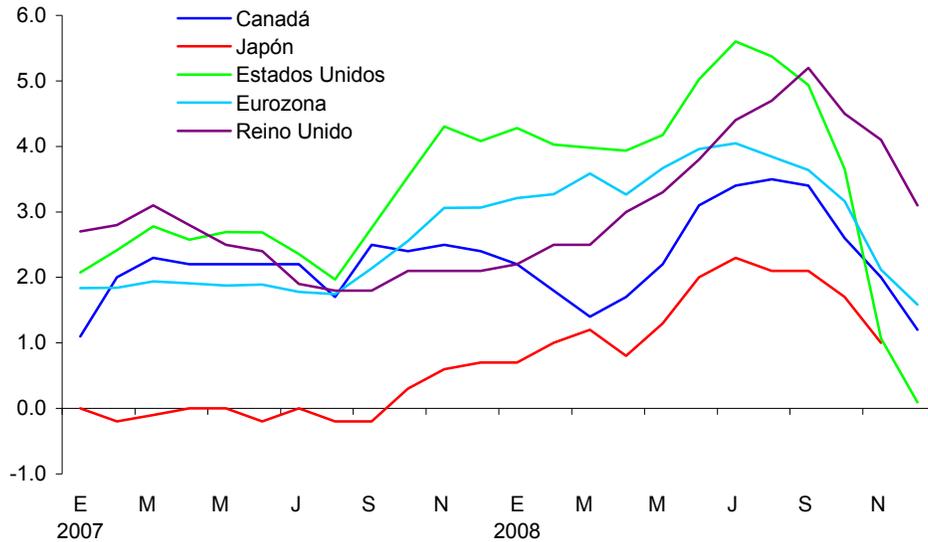
Fuente: Bloomberg.

El descenso de los precios de los productos primarios, en combinación con la profundización de la desaceleración de la actividad económica, propiciaron una caída de la inflación general en los países avanzados (Gráfica 12), lo que permitió a muchos de ellos acelerar el proceso de relajamiento de su política monetaria. En un número significativo de economías emergentes, particularmente de Asia, también se observó una disminución de las presiones inflacionarias (Gráfica 13). Sin embargo, en otros países emergentes la inflación se mantuvo en niveles elevados y en algunos inclusive mostró aumentos adicionales. De esta forma, si bien durante el cuarto trimestre aumentó el número de bancos centrales de estas economías que redujo sus tasas de interés de referencia, en varios de ellos los márgenes de maniobra para la política monetaria se vieron muy restringidos.

⁶ El petróleo tipo WTI no constituye en este momento el mejor indicador de la tendencia de los precios del crudo. La cotización del WTI ha registrado una baja significativa en relación a otros crudos con características similares, como es el caso del Brent, debido a los niveles récord de almacenamiento registrados en las últimas semanas en Cushing, Oklahoma, lugar de entrega de los contratos de futuros del WTI negociados en la Bolsa Mercantil de Nueva York.

⁷ Para una descripción más detallada de la evolución de los precios de los productos primarios, véase las secciones 3.2.2, 3.2.3 y 3.2.4 de este Informe.

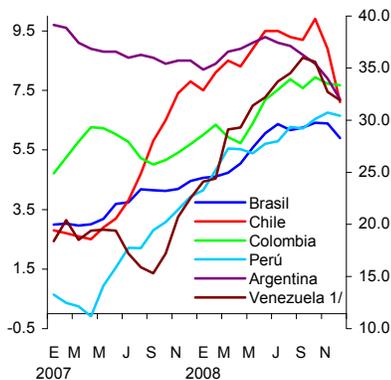
Gráfica 12
Índice General de Precios al Consumidor en Países Avanzados
 Variación anual en por ciento



Fuente: Oficinas de Estadísticas Nacionales.

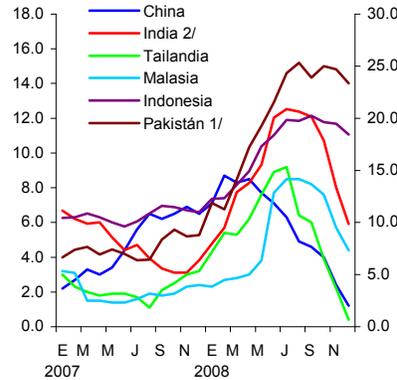
Gráfica 13
Índice General de Precios al Consumidor en Países Emergentes
 Variación anual en por ciento

a) Inflación General de Precios al Consumidor en América Latina



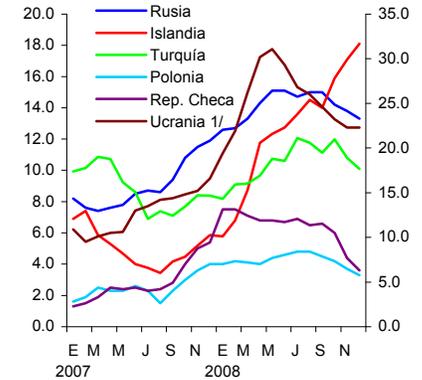
1/ Escala derecha.
 Fuente: Bloomberg.

b) Inflación General de Precios al Consumidor en Asia



1/ Escala derecha.
 2/ Se refiere a la variación anual del índice de precios al mayoreo de la última semana de cada mes.
 Fuente: Bloomberg.

c) Inflación General de Precios al Consumidor en Europa



1/ Escala derecha.
 Fuente: Bloomberg.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor registró en octubre, noviembre y diciembre los mayores retrocesos a tasa mensual en la historia del índice (-1.0, -1.7 y -0.7 por ciento, respectivamente); a tasa anual, ésta se ubicó en 0.1 por ciento en el último de estos meses. Por otra parte, después de mostrar una cifra de 2.5 por ciento a tasa anual en septiembre, la inflación subyacente al consumidor se redujo a 1.8 por ciento en diciembre. La contracción de la actividad económica y la caída de la tasa de inflación han generado temores de que la economía estadounidense haga frente a un período deflacionario similar al que registró Japón en la década de los noventa. No obstante, aun cuando la inflación futura implícita en los diferenciales entre los

mayoreo se expandieron en diciembre a su ritmo anual más bajo en diez meses (5.9 por ciento). En Rusia, la inflación general al consumidor continuó elevada, si bien su tasa de crecimiento anual descendió de 15 por ciento al cierre del tercer trimestre, a 13.3 por ciento en diciembre. La inflación en los países de América Latina no registró movimientos homogéneos durante el cuarto trimestre. Así por ejemplo, mientras que en Argentina, Brasil, Chile, Ecuador y Venezuela la tasa de inflación disminuyó en diciembre de 2008 respecto al cierre del trimestre anterior, en Colombia y Perú hubo movimientos al alza en el mismo periodo. Por otra parte, el ritmo de crecimiento de los precios de los países latinoamericanos se mantuvo en general por encima de los objetivos de inflación establecidos por sus autoridades.

3.1.3. Mercados Financieros

El inicio del cuarto trimestre de 2008 estuvo marcado por una volatilidad inusitada en los mercados financieros globales y por una serie de medidas extraordinarias tomadas por autoridades alrededor del mundo en respuesta a esta situación. Aunque el agravamiento de la crisis respondió a diversos factores, la quiebra de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008 y la incertidumbre que se generó sobre la utilización de los recursos de emergencia para apoyar al sistema financiero estadounidense, fueron elementos fundamentales detrás de la pérdida generalizada de confianza que se observó en ese lapso.

La acciones que las autoridades estadounidenses y de otros países avanzados habían venido implementando para hacer frente a la crisis se reforzaron durante el cuarto trimestre. Entre las medidas tomadas en el mes de octubre, cabe destacar las de relajamiento monetario en varias economías avanzadas, incluyendo la decisión conjunta de los bancos centrales de varios de ellos de reducir su tasa de interés de referencia; las acciones simultáneas de diversos países europeos para inyectar montos sustanciales de capital a su sistema bancario, facilitar el crédito interbancario, garantizar la emisión de ciertos tipos de deuda bancaria y ampliar los esquemas de protección de depósitos; la creación en Estados Unidos de facilidades para proveer liquidez al mercado de papel comercial (CPFF, por sus siglas en inglés)⁸ y al mercado de dinero de fondos mutuos (MMIFF),⁹ la introducción de un programa temporal de liquidez (TLGP, por sus siglas en inglés) por parte de la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos, que contempla el otorgamiento de garantías a nuevas emisiones de deuda preferente no garantizada y la cobertura de seguro de depósitos ilimitada a cuentas que no generan intereses,¹⁰ la aprobación por parte del Congreso estadounidense de un plan de emergencia por 700 mil millones de dólares (el Programa Temporal de Alivio de Activos Problemáticos, o TARP por sus siglas en inglés), que permitía al Departamento del Tesoro la compra de activos en problemas de cualquier institución financiera, otorgar garantías e inyectar capital al sistema financiero; y la decisión del Departamento del Tesoro de Estados Unidos de utilizar 250 mil millones de dólares (mmd) del fondo de emergencia antes mencionado para

⁸ Facilidad de Financiamiento de Papel Comercial.

⁹ Facilidad de Financiamiento para los Inversionistas del Mercado de Dinero.

¹⁰ El 21 de noviembre se aprobó la versión final del TLGP.

capitalizar a bancos, uniones de crédito, asociaciones de ahorro y algunas controladoras financieras, a cambio de acciones preferenciales.¹¹

Con el argumento de que la compra de activos problemáticos no era la forma más efectiva para usar los fondos del TARP,¹² el Departamento del Tesoro anunció el 12 de noviembre que los 700 mmd aprobados por el Congreso en el plan de emergencia ya no serían utilizados para este propósito, y serían destinados fundamentalmente a elevar los niveles de capitalización de los bancos y otras entidades elegibles. Asimismo, se decidió que dichos recursos se orientarían a fomentar el crédito mediante el otorgamiento de garantías para la bursatilización de créditos automotrices, créditos estudiantiles, para tarjetas de crédito y productos similares. También, se explorarían medidas para reducir el número de embargos.

En este contexto, el 25 de noviembre se anunció la creación de una nueva facilidad en el Banco de la Reserva Federal para financiar la compra de instrumentos respaldados por créditos al consumo, créditos para la compra de automóviles y créditos estudiantiles, así como créditos a pequeños negocios garantizados por la Administración de Pequeños Negocios (SBA, por sus siglas en inglés). Bajo esta facilidad, conocida como TALF, por sus siglas en inglés¹³, se canalizarán préstamos hasta por 200 mmd con un plazo de hasta tres años a tenedores de emisiones nuevas o recientes con grado de inversión AAA de estos instrumentos. Por su parte, el Departamento del Tesoro otorgará una protección por riesgo de crédito a la Reserva Federal por 20 mmd, utilizando parte de los fondos aprobados para el TARP.

Otras medidas puestas en marcha por las autoridades estadounidenses en noviembre y diciembre incluyen las siguientes:

1. El 25 de noviembre la Reserva Federal dio a conocer un programa para la compra de obligaciones directas emitidas por las agencias hipotecarias respaldadas por el gobierno (GSE's, por sus siglas en inglés¹⁴), así como de instrumentos respaldados por hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés) con garantía de Fannie Mae, Freddie Mac y Ginnie Mae.¹⁵ Esta acción busca reducir el costo y aumentar la disponibilidad de créditos hipotecarios. Para este fin, se destinarán hasta 100 mmd para la compra de obligaciones directas de las GSE's y hasta 500 mmd para la compra de MBS.
2. El 2 de diciembre, la Reserva Federal anunció la extensión del plazo de vigencia de tres facilidades de financiamiento hasta el 30 de abril de 2009; originalmente, la fecha de expiración era el 30 de enero de 2009. Esto incluye a la Facilidad de Crédito para los Operadores Primarios

¹¹ Para un recuento detallado de las principales medidas implementadas durante el periodo julio-octubre, ver el Informe sobre la Inflación correspondiente al trimestre julio – septiembre de 2008.

¹² En particular, se consideró que dada la debilidad de los bancos y otras entidades financieras, era más importante continuar fortaleciendo sus niveles de capitalización, así como restablecer el flujo de crédito en la economía para preservar el funcionamiento de los mercados. De otra manera, existía un riesgo mayor de que los problemas en el sistema financiero se acentuaran de manera considerable.

¹³ Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respaldados por Activos.

¹⁴ Se refiere a las agencias Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y los Federal Home Loan Banks.

¹⁵ Government National Mortgage Association. Al igual que las otras agencias hipotecarias con respaldo gubernamental, Ginnie Mae otorga garantías sobre ciertos créditos hipotecarios, pero a diferencia de las otras agencias no emite instrumentos respaldados por hipotecas.

(PDCF, por sus siglas en inglés), la Facilidad de Liquidez para el Mercado de Papel Comercial Respaldo por Activos de Fondos Mutuos de Dinero (AMLF, por sus siglas en inglés), y la Facilidad de Préstamo de Activos a Plazo (TSLF, por sus siglas en inglés). De esta manera, se homologaron los plazos de vencimiento para las facilidades mencionadas a los de otras facilidades creadas por la Reserva Federal.¹⁶

3. El 19 de diciembre se dio a conocer el Programa de Financiamiento a la Industria Automotriz para apoyar a General Motors y Chrysler, con el objetivo de prevenir una quiebra desordenada que pudiera extenderse a otras empresas e industrias. Así, el Departamento del Tesoro anunció que otorgaría préstamos a través del Programa Temporal de Alivio de Activos Problemáticos por 4 mmd para Chrysler y 13.4 mmd para General Motors. Adicionalmente, el Tesoro anunció el 29 de diciembre una inversión de 5 mmd en acciones preferenciales del brazo financiero de General Motors, GMAC. Además, el Tesoro otorgará un préstamo por 1 mmd a General Motors para apoyar la transformación de GMAC en una empresa controladora bancaria.¹⁷

Con los apoyos a los bancos a través de la compra de acciones, el otorgamiento de garantías, el préstamo a la aseguradora AIG, las garantías para la operación de la TALF, y los préstamos a la industria automotriz, el Departamento del Tesoro comprometió en 2008 la primera mitad de los fondos autorizados por el Congreso (es decir, 350 mmd). El 15 de enero el Congreso de Estados Unidos aprobó la petición del presidente George W. Bush para el uso de los 350 mmd restantes del TARP. El 16 de enero, el Departamento del Tesoro anunció que destinará 20 mmd de los recursos disponibles bajo el TARP para aumentar el capital de Bank of America a cambio de acciones preferenciales.¹⁸ El gobierno de Estados Unidos también anunció el otorgamiento de un préstamo a la unidad financiera de Chrysler (Chrysler Financial) por un monto de 1.5 mmd con el fin de apoyar el otorgamiento de créditos automotrices, como parte del Programa de Financiamiento a la Industria Automotriz anunciado en diciembre de 2008.¹⁹

En vista del deterioro de las perspectivas para la actividad económica, a las anteriores medidas se sumó una disminución sustancial del objetivo para la tasa de política del Banco de la Reserva Federal durante el cuarto trimestre. El 16 de diciembre, las autoridades monetarias decidieron ajustar a la baja dicho

¹⁶ Las otras facilidades con fecha de vencimiento del 30 de abril de 2009 son la Facilidad de Financiamiento de Papel Comercial (CPFF, por sus siglas en inglés), la Facilidad de Financiamiento para los Inversionistas del Mercado de Dinero (MMIFF, por sus siglas en inglés), y las líneas de intercambio de divisas establecidas con 14 bancos centrales.

¹⁷ Esta cantidad es adicional a la del crédito anunciado el 19 de diciembre.

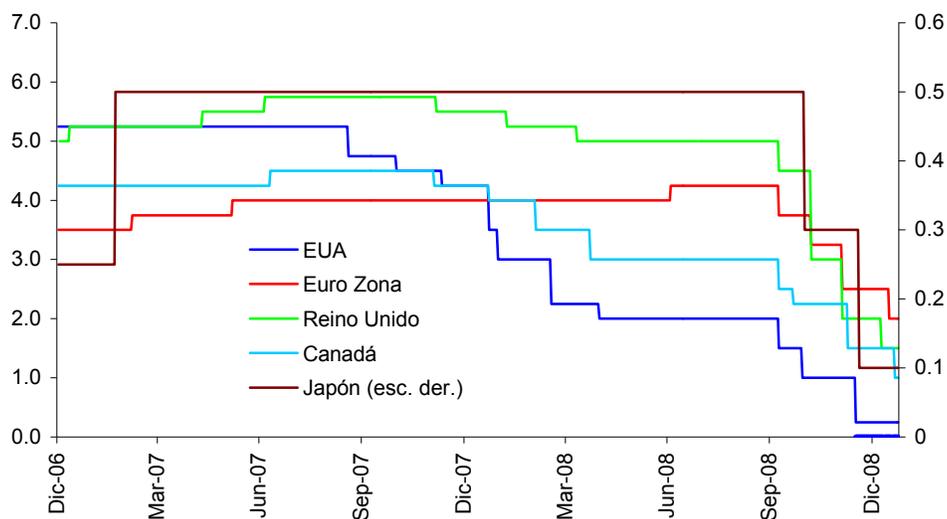
¹⁸ Además, el Departamento del Tesoro y la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés) otorgarán garantías a este banco por 118 mmd sobre un conjunto de activos (préstamos, instrumentos respaldados por activos, etc.) que obtuvo en su mayoría como resultado de la adquisición de Merrill Lynch. La Reserva Federal se comprometió también a otorgar un préstamo no recurrente a Bank of America en caso de que se materialicen riesgos residuales.

¹⁹ Las autoridades de otros países también anunciaron esfuerzos adicionales para apoyar a sus sistemas financieros. Destaca el caso del Reino Unido, cuyo gobierno anunció el 19 de enero un segundo paquete de ayuda a su sistema bancario que incluye, entre otras acciones, un nuevo esquema de garantías para instrumentos respaldados por activos, la creación de un programa de compra de activos de alta calidad del sector privado, la extensión de la vigencia de diversas facilidades de financiamiento, una extensión del plazo de financiamiento otorgado a través de la ventanilla de descuento del Banco de Inglaterra y un incremento en la participación del gobierno en el Royal Bank of Scotland.

objetivo del nivel entonces vigente de 1 por ciento, a un rango de 0 a 0.25 por ciento (Gráfica 15). Previamente, la Reserva Federal había reducido su objetivo para la tasa de referencia en 50 puntos base tanto en la reunión del 29 de octubre, como en la del día 8 de ese mismo mes. Durante su reunión de diciembre, la Reserva Federal indicó que es de esperarse que la debilidad de las condiciones económicas en Estados Unidos justifique que la tasa de fondos federales se mantenga en niveles excepcionalmente bajos durante algún tiempo. Se explicó también que en los próximos meses la Reserva Federal apoyará el funcionamiento de los mercados financieros y estimulará la economía a través de operaciones de mercado abierto y otras medidas que mantengan el tamaño del balance de dicha institución en niveles elevados (Recuadro 6).

Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) amplió durante el cuarto trimestre las facilidades de financiamiento en dólares y los programas de intercambio de activos para aumentar la liquidez en el sistema financiero. En cuanto a las decisiones de política monetaria, el BCE redujo en tres ocasiones su principal tasa de interés de política en ese lapso, por un monto total de 175 puntos base. En su primera reunión de 2009, el BCE ajustó nuevamente a la baja (50 puntos base) dicha tasa, para ubicarla en 2 por ciento. De octubre de 2008 a enero de 2009, el Banco de Inglaterra disminuyó su tasa de interés de referencia en 4 ocasiones, llevándola al nivel más bajo de su historia (1.5 por ciento). Asimismo, durante el cuarto trimestre el Banco de Japón redujo el objetivo para su tasa de interés de política en 40 puntos base para dejarlo en un nivel de 0.1 por ciento, manteniéndolo sin cambio en su reunión de enero. Por su parte, el Banco de Canadá disminuyó en 200 puntos base su tasa de interés de referencia del cierre del tercer trimestre a enero de 2009, a 1.0 por ciento, ubicándola en su menor nivel en los registros (Gráfica 15).

Gráfica 15
Tasas Objetivo de Bancos Centrales de Países Avanzados
 En por ciento



Fuente: Bancos Centrales.

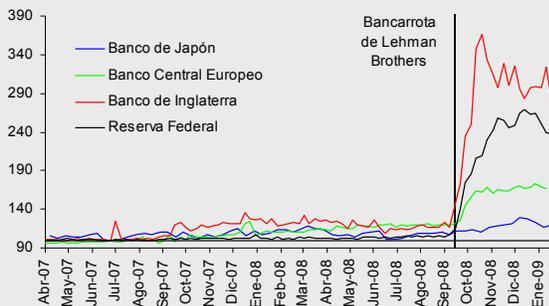
Recuadro 6 Incremento de las Hojas de Balance de Algunos Bancos Centrales

Los bancos centrales de un elevado número de economías han respondido de manera agresiva a las dificultades resultantes de la crisis financiera global. Así por ejemplo, de septiembre de 2007 a enero de 2009 el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos disminuyó el objetivo para su tasa de interés de política en 4.75 puntos porcentuales, con relación al intervalo inferior de su tasa objetivo actual (0 – 0.25 por ciento). El ajuste fue de 2.25 puntos porcentuales en el caso del Banco Central Europeo y de 4.25 puntos porcentuales en el del Banco de Inglaterra en el mismo lapso.

No obstante, la implementación de la política monetaria bajo las circunstancias actuales enfrenta dificultades de consideración. En primer lugar, los problemas en los mercados financieros han impedido un funcionamiento adecuado de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. En particular, el relajamiento de la política monetaria no se ha reflejado en un ajuste de las tasas de interés para el otorgamiento de préstamos como sería de esperarse bajo circunstancias normales. Lo anterior obedece a que, en virtud de la incertidumbre extraordinaria que prevalece en los mercados financieros, los diferenciales de riesgo en el otorgamiento de crédito se han ampliado, contrarrestando, al menos en parte, el efecto de la reducción de las tasas de política. Asimismo, en un contexto de gran preocupación por el riesgo crediticio y la necesidad de aumentar sus índices de capitalización, las instituciones financieras han continuado mostrando renuencia a otorgar crédito. En segundo lugar, como resultado de los esfuerzos realizados, las tasas de política de los bancos centrales de algunos países avanzados han caído a niveles muy reducidos, por lo que los márgenes de maniobra para ajustes adicionales han disminuido o incluso desaparecido. Cabe destacar en particular los casos del Banco de la Reserva Federal, en donde el objetivo para la tasa de interés de referencia se ubica actualmente en un rango de 0 a 0.25 por ciento, y el del Banco de Japón, donde la cifra equivalente es de 0.1 por ciento.

Ante esta situación, las autoridades de varios países han decidido recurrir a otros instrumentos de política monetaria para estimular sus economías y apoyar a sus sistemas financieros. Esto ha implicado cambios significativos en el tamaño y la composición de las hojas de balance de sus bancos centrales (Gráfica 1). Destaca por los montos involucrados el caso del Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos.

Gráfica 1
Activos Totales de Bancos Centrales
Índice cierre de junio 2007 = 100



Fuente: Bancos Centrales.

Durante las últimas décadas, el balance del Banco de la Reserva Federal se mantuvo estable. Las medidas iniciales de la Reserva Federal en respuesta a la crisis en los mercados

financieros dieron lugar a una recomposición de la hoja de balance, pero no a un incremento significativo en el tamaño total de los activos. No obstante, al agravarse la crisis, se observó un fuerte aumento de la hoja de balance de la Reserva Federal. El total de activos pasó de 927 mil millones de dólares al cierre del segundo trimestre, a 1.2 billones de dólares al cierre del tercero. El dato más reciente, correspondiente al 21 de enero de 2009, coloca el total de activos en 2.1 billones de dólares.

El incremento de la hoja de balance del Banco de la Reserva Federal ha resultado de la utilización de diversos instrumentos. En primer lugar, la Reserva Federal ha otorgado financiamiento de emergencia de corto plazo a instituciones financieras con problemas de liquidez, y aprobado acuerdos de intercambio de monedas con diversos bancos centrales a fin de asegurar niveles adecuados de liquidez en dólares en dichas economías. En segundo lugar, se ha proporcionado liquidez a prestatarios e inversionistas en mercados crediticios clave, tales como el de papel comercial y el de valores respaldados por activos. Finalmente, la Reserva Federal ha iniciado la compra de valores de largo plazo como un mecanismo para mejorar el funcionamiento de los mercados crediticios. Destaca en este sentido la adquisición de valores de las agencias hipotecarias con apoyo gubernamental (GSE's por sus siglas en inglés). Según la Reserva Federal, estas medidas tienen la ventaja de permitir al banco central relajar las condiciones crediticias y presionar a la baja las tasas de interés, a pesar del hecho de que la tasa de fondos federales (la tasa de interés de política) se encuentra en niveles cercanos a cero.

Como se observa en el Cuadro 1, los mayores incrementos en la hoja de balance de la Reserva Federal se explican por los préstamos otorgados bajo la Facilidad de Préstamos a Plazo (TAF por sus siglas en inglés) y bajo la Facilidad de Fondeo de Papel Comercial (CPFF por sus siglas en inglés).

Cuadro 1
Composición de los Activos de la Reserva Federal
Miles de millones de dólares

	Julio 25, 2007	Agosto 27, 2008	Enero 21, 2009
Tenencia de Valores	790.7	479.6	505.3
Facilidad de Préstamos a Plazo (TAF)	0	150	416
Otros Préstamos	0.2	18.6	148.3
Crédito a Operadores Primarios y otros agentes (POCF)	0	0	32.7
Facilidad de Liquidez para el Mercado de Papel Comercial Respaldo por Activos de Fondos Mutuos de Dinero (AMLF)	0	0	15.5
Préstamos a AIG	0	0	38.4
Facilidad de Fondeo de Papel Comercial (CPFF)	0	0	349.9
Otros	104.7	288.2	681.8
Total de Activos	895.6	936.4	2101.3

Fuente: Reserva Federal.

El programa para la compra de instrumentos respaldados por hipotecas con garantía de las GSE's y de obligaciones directas emitidas por estas instituciones, que entró en vigor a finales de noviembre de 2008, podría dar lugar a un incremento adicional de la hoja de balance de la Reserva Federal. Es de esperarse que esta tendencia se vea acentuada por la entrada en vigor, en febrero de 2009, de la Facilidad de Financiamiento a Instrumentos a Plazo Respaldo por Activos (TALF por sus siglas en inglés), que tiene por objetivo otorgar financiamiento utilizando como colateral créditos al consumo, préstamos automotrices, créditos estudiantiles y préstamos garantizados por la Administración de Pequeños Negocios (SBA por sus siglas en inglés).

Naturalmente, un crecimiento de la hoja de balance del banco central como el que se ha observado recientemente en Estados Unidos y otros países avanzados no está exento de riesgos. Algunos analistas han señalado que lo anterior puede dar lugar a presiones inflacionarias más adelante, además de involucrar al banco central en actividades que no necesariamente caen dentro de su mandato central. También se ha enfatizado que la mayor intermediación del banco central que resulta del incremento de su hoja de balance, puede en algunos casos disminuir los incentivos para que los bancos reinicien sus

funciones de intermediación. En sentido contrario, se ha argumentado que dichas medidas son fundamentales para preservar la estabilidad del sistema financiero y, por tanto, de la economía; que durante la fase actual del ciclo los riesgos inflacionarios son muy reducidos; que varios programas que han contribuido a la expansión de la hoja de balance tienen fechas de vencimiento preestablecidas; y que es de esperarse que al recuperarse la economía y los mercados crediticios, la necesidad de usar este tipo de facilidades y por tanto el balance de los bancos centrales disminuya.

Las acciones adoptadas en Estados Unidos y otros países avanzados durante el cuarto trimestre tuvieron un impacto positivo en algunos segmentos de los mercados financieros. Así por ejemplo, el diferencial entre la tasa de interés en dólares del mercado interbancario de Londres (LIBOR por sus siglas en inglés) y un indicador de las expectativas para la tasa de interés de fondos federales (OIS, por sus siglas en inglés), que había interrumpido su tendencia a la baja a mediados de noviembre de 2008, descendió nuevamente a partir de la segunda semana de diciembre del mismo año (Gráfica 16), si bien ubicándose todavía muy por encima de su promedio histórico.²⁰ El diferencial entre la tasa LIBOR y el rendimiento de los bonos del Tesoro a tres meses, mostró un comportamiento similar. Asimismo, las condiciones en el mercado de papel comercial mejoraron significativamente en este lapso. No obstante lo anterior, en general los mercados financieros continuaron sujetos a tensiones de consideración, influidos por una gran incertidumbre en cuanto al verdadero estado de las instituciones financieras, así como por importantes cuestionamientos sobre la eficacia de la supervisión y de las agencias calificadoras.

Por su parte, merece destacarse que las condiciones de otorgamiento de crédito en ese país continuaron deteriorándose en los últimos meses. La encuesta más reciente del Banco de la Reserva Federal entre ejecutivos de crédito (recabada en octubre), muestra un porcentaje mayor de bancos restringiendo las condiciones de otorgamiento de crédito en todas las categorías.²¹ Además, un número importante de bancos redujo los límites de crédito de tarjetas de crédito a clientes tanto de alta como de baja calidad crediticia. La información disponible sugiere que estas tendencias han continuado. En efecto, bajo las condiciones actuales, la provisión de cantidades masivas de liquidez al sistema financiero no parece haberse reflejado en un aumento del crédito en la economía.

²⁰ Este diferencial se amplió significativamente a partir de la quiebra de Lehman Brothers, alcanzando un nivel de 3.64 puntos porcentuales el 10 de octubre pasado, el más alto en los registros. Lo anterior motivado por un aumento de la percepción de riesgo de contraparte en el mercado interbancario.

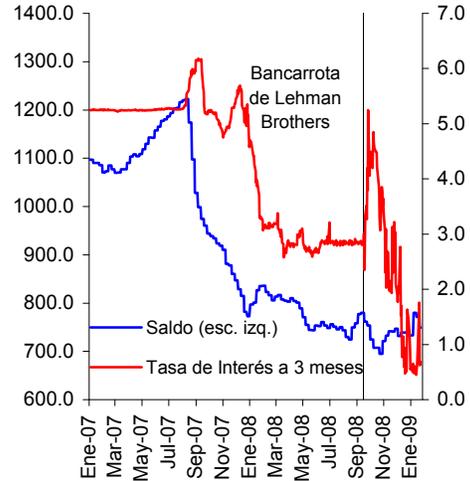
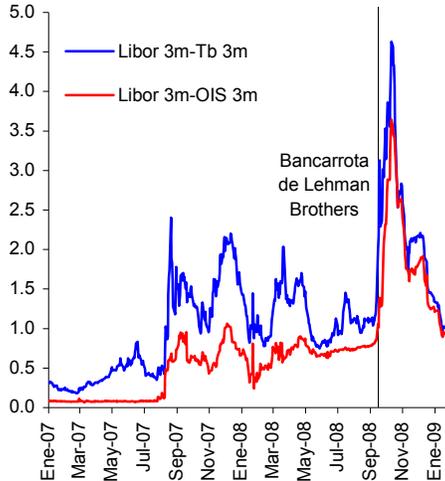
²¹ Los bancos recibieron la encuesta el 2 de octubre y tuvieron hasta el 16 de octubre como plazo para enviar sus respuestas. La encuesta refleja los cambios en las prácticas crediticias durante los tres meses previos. Ver Senior Loan Officer Opinion Survey, Federal Reserve Bank, October 2008.

Gráfica 16
EUA: Tasas de Interés

Puntos porcentuales y en por ciento

b) Diferencial de la Tasa Libor en Dólares a 3 Meses con Respecto a OIS a 3 Meses^{1/} y al Bono del Tesoro de EUA a 3 Meses.

b) Tasa de Interés y Saldo del Papel Comercial AA Respaldo por Activos En por ciento y miles de millones de dólares



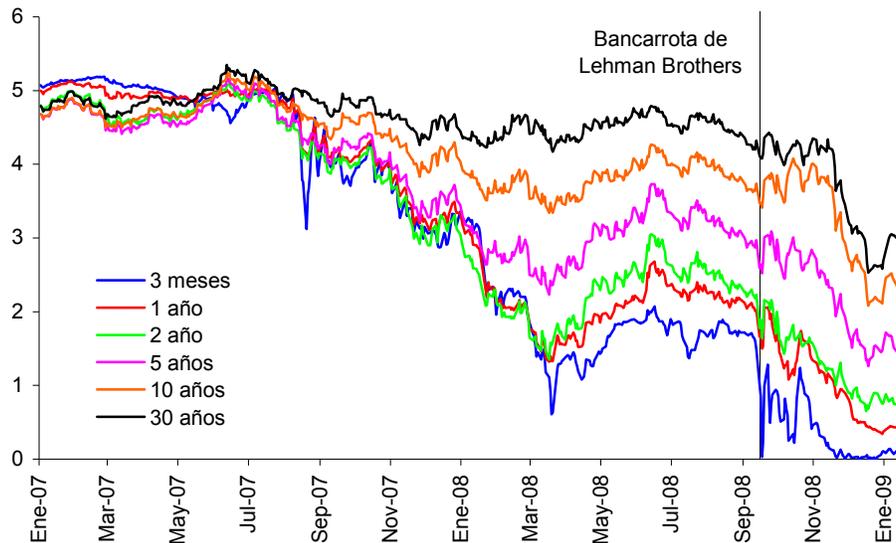
1/ El OIS (*Overnight Index Swap*) refleja la expectativa del promedio de la tasa de referencia durante los siguientes tres meses.
Fuente: Bloomberg.

Fuente: Federal Reserve.

Las tasas de interés de los bonos del Tesoro tendieron a reducirse en todos sus plazos durante el cuarto trimestre de 2008, debido a la fuerte demanda de activos libres de riesgo, al deterioro de la actividad económica y a la perspectiva de un período prolongado de lasitud monetaria. En varios de los plazos se alcanzaron mínimos históricos. En particular, la tasa a tres meses se mantuvo durante buena parte del trimestre en niveles cercanos a cero e incluso llegó a un valor negativo en algún momento de las operaciones del día 10 de diciembre, en tanto que las de 10 y 30 años registraron mínimos históricos el día 18 de diciembre. Al cierre del trimestre, el rendimiento de los bonos del Tesoro a tres meses había perdido 81 puntos base, ubicándose en un nivel de apenas 0.11 por ciento. El resto de la curva se desplazó hacia abajo en montos aproximadamente iguales durante el periodo octubre- diciembre. Las tasas a uno, dos, cinco, diez y treinta años terminaron el trimestre en niveles de 0.37, 0.76, 1.55, 2.25 y 2.69 por ciento, respectivamente (Gráfica 17),²² A principios de 2009, la parte larga de la curva de rendimiento, particularmente en los bonos de 30 años, ha registrado un alza, debido a la preocupación de los inversionistas de que los esfuerzos del gobierno estadounidense para reactivar la economía implicará un fuerte aumento del déficit fiscal.

²² Al 23 de enero, las tasas de 1, 2, 5, 10 y 30 años se ubicaron en 0.46, 0.83, 1.64, 2.65 y 3.32 por ciento, respectivamente, en tanto que la tasa de tres meses se situó en 0.11 por ciento.

Gráfica 17
EUA: Rendimiento de los Bonos del Tesoro a Diferentes Plazos
 Por ciento anual



Fuente: Bancos Centrales.

Los mercados accionarios de las economías avanzadas fueron afectados durante el cuarto trimestre por la crisis financiera y las medidas puestas en marcha por las autoridades para contenerla. El resultado fue una caída de las bolsas de valores de dichos países a lo largo del trimestre, en un entorno de alta volatilidad (Gráfica 18). El índice S&P 500 de Estados Unidos se contrajo 23 por ciento durante el periodo octubre-diciembre, dando lugar a un descenso acumulado en el año de 38.5 por ciento. De manera similar, las pérdidas en moneda local de dichos mercados en Japón, Alemania y el Reino Unido ascendieron a 21, 17.5 y 10 por ciento, respectivamente en el trimestre, propiciando caídas acumuladas en 2008 de 42, 40 y 31 por ciento, respectivamente.²³ Durante las primeras semanas de enero de 2009, las bolsas de estos países continuaron cayendo de manera importante.²⁴

El dólar continuó durante los dos primeros meses del trimestre su tendencia a la apreciación frente a las principales monedas, con la excepción del yen, debido fundamentalmente a la demanda de activos financieros que el mercado considera de bajo riesgo (Gráfica 19). No obstante, en diciembre el dólar se depreció principalmente ante la percepción de que las reducciones de las tasas de interés de otros países no serían tan pronunciadas como en Estados Unidos. En términos efectivos nominales, el dólar se apreció 5.9 por ciento en el trimestre si se toma como base del cálculo la definición amplia (8.6 por ciento en el año) y 4.3 por ciento frente a las principales monedas (8.4 por ciento durante el año).²⁵ Cabe hacer notar que el dólar se depreció 15 por ciento frente al yen

²³ Los cambios de los índices de los mercados de valores en dólares deben considerar, además de la variación en moneda local, los movimientos cambiarios, por lo cual para los países que vieron sus monedas depreciarse frente al dólar las pérdidas bursátiles denominadas en dicha moneda serían mayores.

²⁴ Para el día 26 de enero de 2009 las bolsas de Estados Unidos, Japón, Alemania y Reino Unido registraron caídas de 7.4, 13.3, 10.0 y 5.1 por ciento, respectivamente, respecto al cierre de 2008.

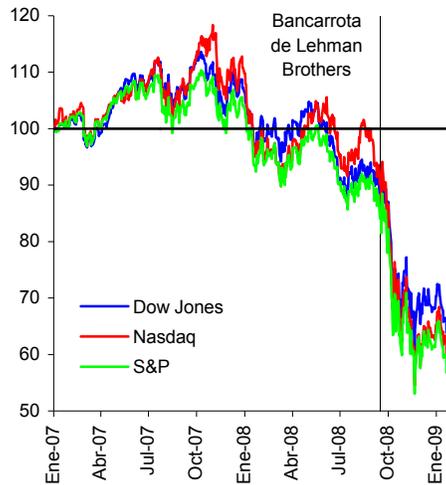
²⁵ El Banco de la Reserva Federal define al tipo de cambio respecto a las principales monedas como un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 7 monedas que circulan ampliamente fuera de su país de origen. El índice amplio es un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 26

durante el trimestre y 19 por ciento a lo largo del año, registrando al cierre de 2008 su valor más bajo frente a dicha moneda en 13 años. Durante enero, el tipo de cambio efectivo del dólar continuó apreciándose frente a las principales monedas.²⁶

Gráfica 18

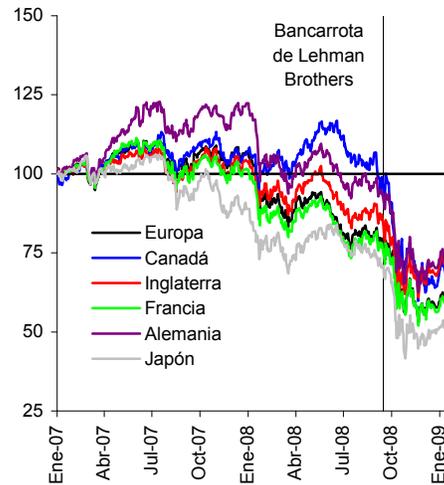
Bolsas de Valores en Países Avanzados

a) Bolsas de Valores en Estados Unidos
Índice, 01/01/2007=100



Fuente: Bloomberg.

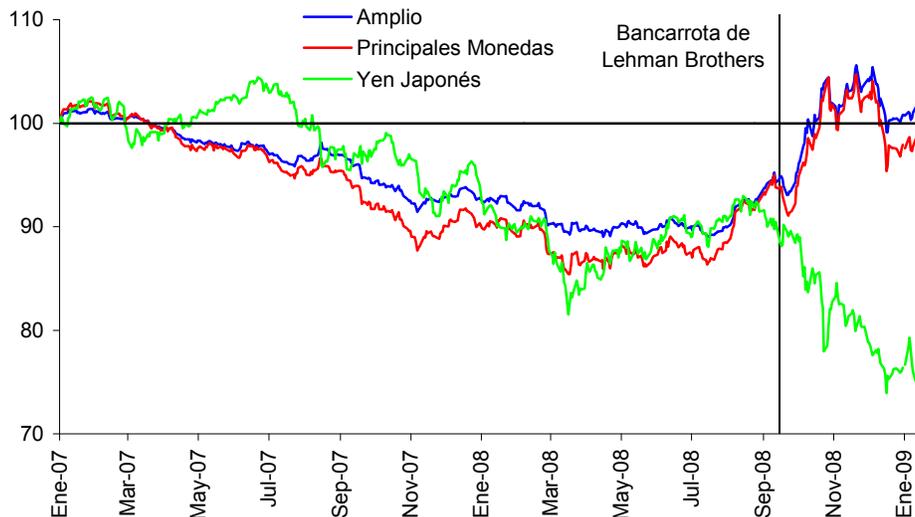
b) Bolsas de Valores en Otros Países Avanzados
Índice, 01/01/2007=100



Fuente: Bloomberg.

Gráfica 19

EUA: Tipo de Cambio Efectivo Nominal y Yen/Dólar ^{1/}
Índice, 02/01/2007 = 100



1/ Un incremento del índice implica la apreciación del dólar.
Fuente: Federal Reserve.

monedas. Los ponderadores de este índice se calculan con base en la participación de cada país en las exportaciones e importaciones con Estados Unidos.

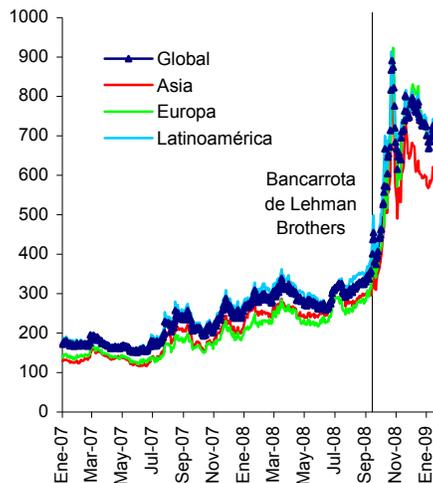
²⁶ Del 31 de diciembre de 2008 al 26 de enero de este año el dólar se apreció 2.2 por ciento en la definición amplia y 2.5 por ciento respecto a las principales monedas.

La turbulencia financiera en los países avanzados tuvo un efecto considerable en las economías emergentes. El incremento en la aversión al riesgo dio lugar a un movimiento de capitales de estas últimas hacia las primeras, revirtiendo la tendencia que se había observado en años previos. El impacto sobre los diferenciales de riesgo, los tipos de cambio y los mercados accionarios de las economías emergentes fue considerable. En general, aquéllas economías con menores necesidades de financiamiento externo fueron menos afectadas por estos problemas.

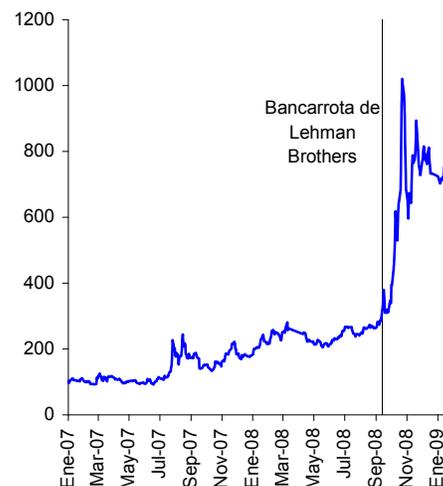
Así, los diferenciales de riesgo soberano de dichas economías aumentaron en el cuarto trimestre más rápidamente de lo que lo hicieron en los primeros nueve meses del año. En particular, como resultado del episodio de incertidumbre financiera del mes de octubre, los diferenciales se dispararon a finales de ese mes a niveles no vistos desde 2002 (Gráfica 20). La acciones puestas en marcha en Estados Unidos y otros países para apuntalar los mercados financieros y aliviar la desaceleración de la actividad económica, contribuyeron a que los diferenciales se estrecharan, en un contexto de volatilidad, a finales de 2008 y principios de este año. Por su parte, el costo de cobertura por incumplimiento de deuda para los países emergentes mantuvo una tendencia alcista durante el trimestre, registrando un máximo de 1,020 puntos base el 23 de octubre de 2008, para disminuir en un ambiente volátil a un nivel de 746 puntos base el 26 de enero de 2009. Así, el costo de cobertura aumentó 387 puntos base durante el cuarto trimestre de 2008. Al inicio de 2009, el costo de cobertura registró un incremento moderado.²⁷

Gráfica 20

Márgenes de Riesgo Soberano y por Incumplimiento de Pago de Países Emergentes
 a) Márgenes de Riesgo Soberano de Países Emergentes (EMBI's) Puntos base
 b) Margen de Riesgo por Incumplimiento de Pago de Países Emergentes (CDS) Puntos base



Fuente: Bloomberg.



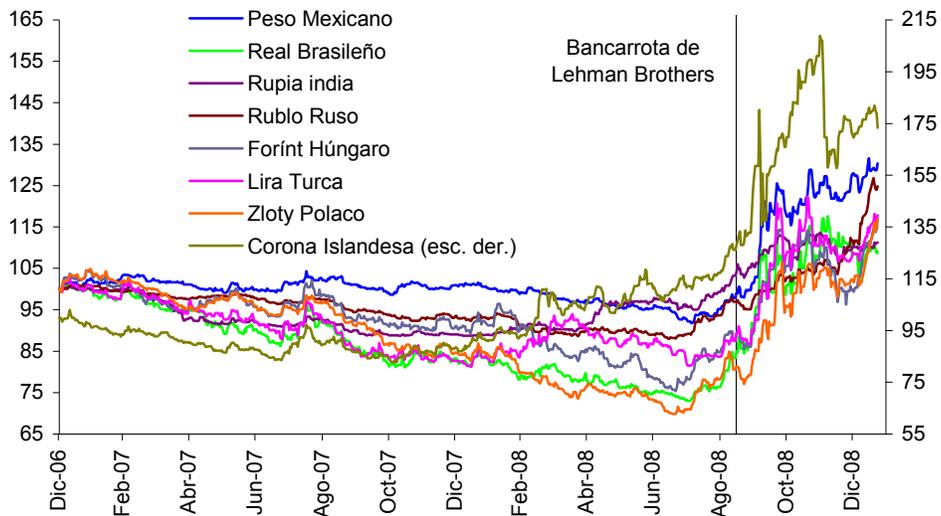
Fuente: Bloomberg.

También las monedas de un elevado número de economías emergentes estuvieron sujetas a severas presiones durante el cuarto trimestre (Gráfica 21). Además del efecto de la pérdida generalizada de confianza, las monedas de varios de estos países se vieron afectadas por la demanda de

²⁷ Hasta el 26 de enero de 2009 el costo de cobertura aumentó 20 puntos base.

divisas de empresas que contrataron operaciones con derivados que resultaron fuertemente perdedoras. En América Latina, el peso mexicano y el real brasileño se depreciaron alrededor de 26 y 22 por ciento, respectivamente, en tanto que los pesos chileno y argentino registraron pérdidas de 16 y 10 por ciento. En el transcurso de enero, estas monedas tendieron a mostrar un comportamiento mixto.²⁸ En Europa, durante el periodo octubre-diciembre destacan la depreciación del rublo ruso (14.7 por ciento), el forint húngaro (10.6 por ciento), la lira turca (21.3 por ciento), el zloty polaco (23.2 por ciento) y la corona checa (10.5 por ciento). La caída de las monedas de los países de Europa emergente continuó a principios de este año.²⁹ En Asia emergente solamente la rupia de Indonesia mostró durante el trimestre un retroceso de consideración (17 por ciento), debido a la salida de inversionistas extranjeros del mercado accionario local. En otros países asiáticos las intervenciones de los bancos centrales en los mercados cambiarios parecen haber aliviado las presiones sobre los tipos de cambio. Sin embargo, durante el año el baht tailandés y la rupia india mostraron depreciaciones de 16.7 y 23.8 por ciento, respectivamente. En enero de 2009, las monedas de Tailandia y la India se mantuvieron relativamente estables.³⁰

Gráfica 21
Tipos de Cambio frente al Dólar de Países Emergentes
 Índice 31/12/2006 = 100



Fuente: Federal Reserve.

Expresadas en moneda local, las caídas de los mercados de valores de muchas economías emergentes durante 2008 fueron mayores que las de los países avanzados. Cuando se consideran las variaciones en dólares las pérdidas relativas en estas economías se acentúan aún más. La principal razón fue el rápido aumento de la aversión al riesgo durante septiembre y octubre, a raíz de la quiebra de Lehman, que provocó una salida masiva de capitales hacia las economías avanzadas. Durante el cuarto trimestre, cabe destacar el descenso observado en las bolsas de China (16.5 por ciento), Rusia (47.9 por ciento), Brasil

²⁸ Hasta el día 26 de enero, el peso chileno se había apreciado 3.3 por ciento, mientras que el real, el peso mexicano y el peso argentino se depreciaron 0.4, 0.7 y 0.8 por ciento, respectivamente.

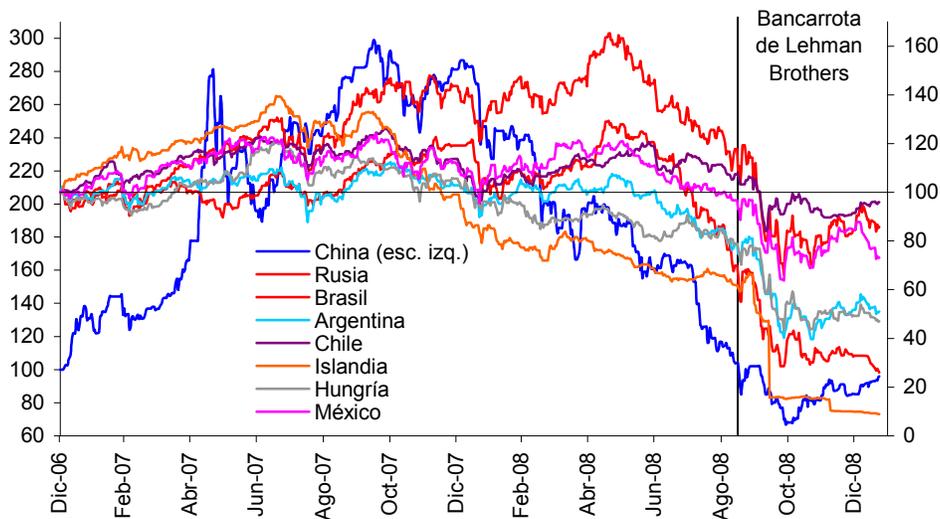
²⁹ Hasta el 26 de enero, el forint húngaro tuvo la mayor depreciación (14.5 por ciento), mientras que las monedas turca, polaca, rusa y checa cayeron 6.0, 12.0, 11.5 y 9.8 por ciento, respectivamente.

³⁰ Hasta el 26 de enero, las monedas habían fluctuado menos de 1 por ciento con respecto al cierre de 2008.

(24.2 por ciento), Argentina (32.4 por ciento), Chile (12.7 por ciento), Islandia (81.7 por ciento) y Hungría (35.1 por ciento) (Gráfica 22). A principios de 2009, los movimientos de las bolsas de los países emergentes no han seguido una tendencia uniforme.³¹

Los países emergentes han adoptado diversas acciones para enfrentar la turbulencia financiera y atenuar su impacto sobre la actividad económica. Por el lado de la política monetaria, apoyados por una trayectoria de inflación a la baja, varios bancos centrales relajaron su postura de política desde el cierre del tercer trimestre. Cabe señalar al respecto los casos de Brasil, Chile, China, Colombia, India, Tailandia y Sudáfrica, entre otros. Sin embargo, ante la persistencia de presiones inflacionarias y/o salidas de capital, otros o bien dejaron inalterada su tasa de referencia (Croacia, Egipto y Perú) o, inclusive, la aumentaron (Islandia, Pakistán, Rusia y Uruguay). Asimismo, muchos de estos países han implementado acciones fiscales para estimular sus economías en 2009, que comprenden desde medidas de expansión del gasto en infraestructura y programas de apoyo a la conservación del empleo, hasta reducciones de impuestos (ver Recuadro 3). Además, se han puesto en marcha otras medidas de carácter cambiario y financiero, incluyendo, intervenciones en el mercado cambiario por parte de los bancos centrales, financiamiento en moneda extranjera a intermediarios financieros locales y a empresas no financieras, disminución de los niveles de reservas requeridas a los bancos comerciales, ampliación del colateral elegible para acceder a financiamiento del banco central y el otorgamiento de garantías para la deuda de bancos nacionales, entre otras.

Gráfica 22
Mercados Bursátiles de Países Emergentes
 Índice 31/12/2006 = 100



Fuente: Federal Reserve.

³¹ Hasta el 26 de enero, las bolsas de Argentina, México, Rusia e Islandia, cayeron 1.1, 12.5, 14.6 y 9.4 por ciento, respectivamente. En contraste, las de Brasil, Chile y China subieron 2.6, 5.6 y 12.5 por ciento, respectivamente.

3.1.4. Perspectivas

Como resultado de la incertidumbre prevaleciente en el entorno actual, la confianza de empresas y consumidores se ha desplomado en diversos países. Lo anterior, combinado con la persistencia de severas dificultades en los mercados financieros, la continuación del proceso de desapalancamiento y un entorno externo adverso para la expansión de las exportaciones, han dado lugar a un deterioro de las perspectivas de crecimiento económico para 2009, tanto en economías avanzadas como emergentes (Gráfica 23).

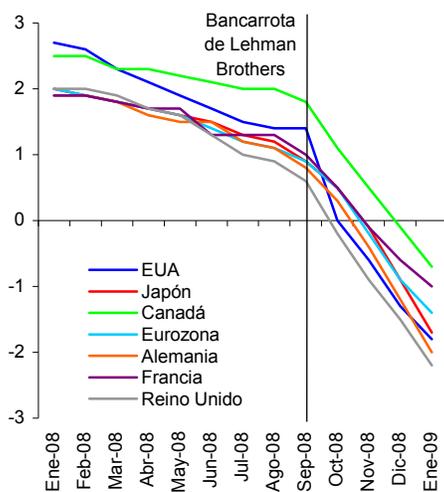
Se espera que el PIB de los países industriales registre durante 2009 una caída por primera vez en el periodo de la posguerra. En el caso de Estados Unidos, el consenso de los analistas estima un descenso del producto de -1.6 por ciento. Como se mencionó anteriormente, estas proyecciones se han venido ajustando continuamente y de manera importante a la baja. La información disponible a finales de enero sugiere que estas correcciones continuarán. Para las economías emergentes se contempla también una desaceleración significativa del ritmo de actividad económica.

El panorama para la actividad económica mundial está sujeto a gran incertidumbre. En particular, no puede descartarse la posibilidad de que el proceso de desapalancamiento sea más intenso y prolongado de lo esperado y, consecuentemente, que la crisis en los mercados financieros se agudice. Además, la debilidad de la actividad económica global ha acrecentado los riesgos de un aumento del proteccionismo comercial. En sentido inverso, la implementación de acciones de estímulo por el lado fiscal y monetario en diversos países podría contribuir de manera importante a aliviar la parte baja del ciclo económico mundial.

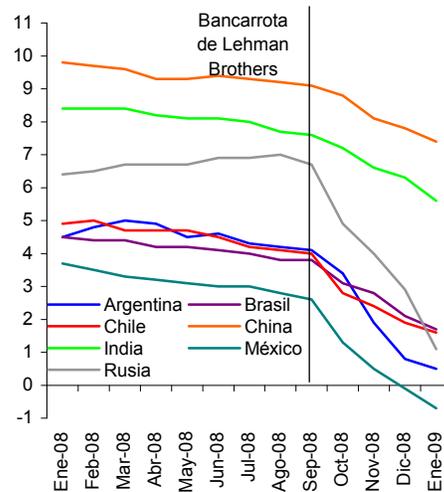
Gráfica 23

Evolución de las Expectativas de Crecimiento Económico para Países Avanzados y Emergentes

- a) Evolución de las Expectativas de Crecimiento Económico para Países Avanzados En por ciento
- b) Evolución de las Expectativas de Crecimiento Económico para Países Emergentes En por ciento



Fuente: Consensus Forecasts.



Fuente: Consensus Forecasts.

Ante la reducción del crecimiento económico y las menores presiones por el lado de los precios de los productos primarios, se anticipa un descenso de

la tasa de inflación global en 2009 respecto a lo observado el año anterior. Se espera que el ajuste de la inflación sea en general más gradual en las economías emergentes y que en algunas de éstas el ritmo de crecimiento de los precios continúe registrando cifras elevadas. Este escenario enfrenta diversos riesgos. Por una parte, algunos analistas han manifestado preocupación por la posibilidad, aunque todavía baja, de que la actual fase cíclica origine un proceso deflacionario en algunas economías avanzadas. Por otra parte, las políticas de estímulo monetario y fiscal para hacer frente al ciclo, así como la absorción de activos de mala calidad por parte de los bancos centrales, pudieran presionar de manera importante la inflación al alza en el mediano plazo.

3.2. Costos y Precios

3.2.1. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

En el cuarto trimestre de 2008 la variación anual promedio registrada en el subíndice de los bienes y servicios administrados (gasolinas, gas doméstico y electricidad) se explica en buena medida por la aplicación de una política donde aumentaron los ajustes aplicables a las cotizaciones de las gasolinas y del gas LP. También influyó en este resultado la baja base de comparación que se tenía en el último trimestre de 2007, periodo durante el que no se registraron incrementos en los precios de las gasolinas, del gas LP y de las tarifas eléctricas. Así, la variación anual promedio registrada en el subíndice de bienes y servicios administrados fue 8.21 por ciento, mientras que en el trimestre previo dicho indicador se ubicó en 6.79 por ciento (Recuadro 7).

Por lo que toca a las gasolinas, la de bajo octanaje registró una variación anual promedio en el cuarto trimestre de 2008 de 6.00 por ciento (4.53 el trimestre previo), en tanto que para la de alto octanaje su variación se ubicó en 7.73 por ciento (6.60 por ciento en el tercer trimestre). Cabe señalar que la inflación en ambos tipos de gasolinas resultó negativa en diciembre como consecuencia de la disminución de precios que observaron estos combustibles en las ciudades de la Frontera Norte del país, cuyas cotizaciones se fijan con relación a la ciudad vecina más próxima en los Estados Unidos. Asimismo, el genérico gas doméstico que se compone en su mayor parte de cotizaciones de gas LP (87 por ciento) y el remanente por gas natural (13 por ciento), vio incrementado el desliz a sus precios en el último trimestre del año, en lo que toca al componente de gas LP (el gas natural también incrementó sus cotizaciones de acuerdo a lo señalado por los mercados internacionales), con lo que su tasa de variación en promedio anual pasó de 6.35 a 9.70 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2008 (Cuadro 1 y Gráfica 24).

Recuadro 7
Impacto Reciente de los Precios de Bienes y Servicios Administrados y Concertados Sobre la Inflación en México

Durante 2008 la inflación general presentó variaciones anuales crecientes a lo largo del año. Uno de los grupos de precios que mayor contribución tuvo en esta trayectoria alcista, particularmente durante el tercer y cuarto trimestres, es aquel que comprende a los bienes y servicios administrados y concertados. En México, la mayoría de los precios de este tipo de bienes y servicios son determinados por los Gobiernos, tanto a nivel federal como local, y dada la importancia que tienen en el

consumo familiar (su ponderación en la canasta del INPC equivale a 17.17 por ciento), inciden significativamente en la trayectoria de la inflación general. La dinámica que registraron los bienes y servicios administrados y concertados durante 2008 generó un aumento en su incidencia sobre la inflación general anual, que pasó de 55 a 128 puntos base del primer al cuarto trimestre de 2008 (Cuadro 1).

Cuadro 1
Incidencia en la Inflación General de Bienes y Servicios Administrados y Concertados

CONCEPTO	Pond.	Variación anual en por ciento					Incidencia				
		Trim IV 2007	2008				Trim IV 2007	2008			
			Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV		Trim I	Trim II	Trim III	Trim IV
INPC	100.00	3.81	3.89	4.92	5.48	6.18	3.81	3.89	4.92	5.48	6.18
Subyacente (Nueva definición)	74.77	4.10	4.18	4.81	5.24	5.53	3.01	3.06	3.55	3.87	4.06
No subyacente (Nueva definición)	25.23	3.00	3.10	5.21	6.15	7.99	0.80	0.83	1.36	1.61	2.12
Administrados y concertados	17.17	3.06	3.04	4.18	5.74	7.23	0.55	0.55	0.73	1.00	1.28
Administrados	7.77	4.30	4.07	5.38	6.79	8.21	0.39	0.38	0.47	0.59	0.75
Electricidad	2.27	4.80	5.25	8.92	10.43	9.43	0.14	0.16	0.22	0.24	0.27
Gas doméstico	1.84	1.72	1.75	4.56	6.35	9.70	0.04	0.05	0.12	0.16	0.24
Gasolina de bajo octanaje	3.19	5.37	4.54	3.34	4.53	6.00	0.17	0.14	0.11	0.15	0.19
Gasolina de alto octanaje	0.47	7.91	5.95	5.51	6.60	7.73	0.04	0.03	0.03	0.03	0.04
Concertados	9.39	1.77	1.96	2.98	4.70	6.19	0.16	0.17	0.26	0.41	0.53
Colectivo	1.82	1.31	1.79	3.94	9.34	13.18	0.02	0.03	0.07	0.17	0.23
Derechos por el suministro de agua	0.74	5.41	11.23	13.66	13.90	14.73	0.04	0.09	0.11	0.11	0.12
Autobús urbano	1.32	5.79	3.05	4.39	5.16	7.11	0.08	0.04	0.06	0.07	0.10
Resto ^{1/}	5.52	0.23	0.19	0.44	1.29	1.81	0.01	0.01	0.02	0.06	0.08

1/ Incluye Servicios de Telefonía, Transporte Público excepto Colectivo y Autobús Urbano, Impuesto Predial, Estacionamiento, Aceites Lubricantes para Automotores, Cuotas de Autopista, Tenencia de Automóvil, y Cuotas de Licencia y Otros Documentos.

Fuente: Banco de México.

Como puede apreciarse, de la inflación anual promedio de 6.18 por ciento registrada en el cuarto trimestre de 2008, 1.28 puntos porcentuales se explican por la contribución de los bienes y servicios administrados y concertados (20.7 por ciento). Si adicionalmente se considera que, con base en la última información disponible, se estima un impacto de la aplicación del IETU sobre el INPC de entre 0.25 y 0.30 puntos porcentuales, se tiene que ambos efectos explicarían alrededor de 25 por ciento de la inflación anual promedio que se registró en el cuarto trimestre de 2008.¹

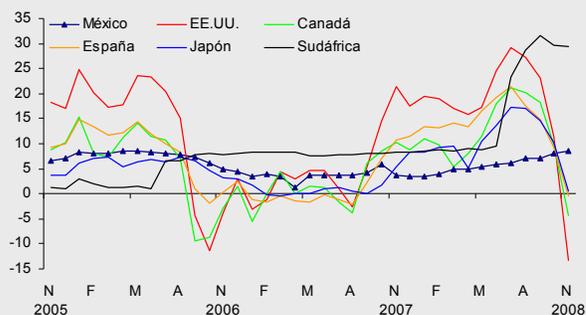
Bienes y Servicios Administrados

El grupo de los bienes y servicios administrados se integra por los siguientes cuatro conceptos genéricos que pertenecen al sector energético: Electricidad, Gasolinas de Alto y Bajo Octanaje, y Gas Doméstico. Dado el marco regulatorio mexicano, históricamente estos productos han sido proveídos por el Gobierno Federal de manera exclusiva, fijando precios con criterios que no necesariamente siguen las correspondientes referencias internacionales, lo que ha dado lugar a que, en general, presenten discrepancias con relación a dichas referencias externas (Gráfica 1).

Durante el segundo semestre de 2008, el Gobierno Federal adoptó una política de reducir los subsidios a los bienes administrados en un esfuerzo por llevar sus precios a los niveles que rigen en el mercado internacional. Sin embargo, esta estrategia tuvo un impacto en la inflación general medida a tasa

anual. Así, la incidencia de los bienes y servicios administrados en este indicador pasó de 38 a 75 puntos base del primer al cuarto trimestre del año analizado (Cuadro 1).

Gráfica 1
Inflación de Energéticos en Países Seleccionados
 Variación anual en por ciento



Fuente: OCDE, Bloomberg y Agencias Estadísticas.

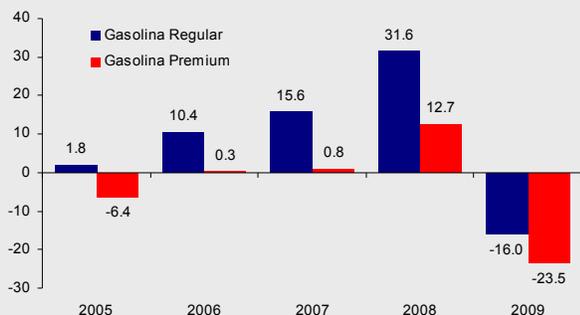
En lo que respecta a las tarifas eléctricas, la tasa de variación anual de este genérico mostró una trayectoria creciente a lo largo del año, alcanzando al cuarto trimestre de 2008 una variación anual promedio de 9.43 por ciento y una incidencia sobre la inflación general de 27 puntos base. El aumento en los cargos por el consumo de electricidad se asocia, fundamentalmente, a las tarifas domésticas de alto consumo (DAC).²

¹ La estimación de un impacto de entre 0.25 y 0.30 puntos porcentuales del IETU sobre el INPC considera la recaudación por este impuesto observada hasta noviembre de 2008. En el Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre de 2007 se presentó una estimación preliminar sobre el posible impacto del IETU sobre el INPC en 2008. En esa estimación, según la recaudación adicional esperada en el paquete económico para 2008 (de 1.1 por ciento del PIB), se estimó un impacto de entre 40 y 50 puntos base.

² Las tarifas eléctricas tienen dos esquemas; por una parte una tarifa ordinaria donde se le cobra al usuario por su consumo hasta un cierto nivel de kilowatts hora promedio en el mes y, por otro, las tarifas domésticas de alto consumo (DAC) donde se tiene un cargo inicial más una cuota de acuerdo a los kilowatts hora consumidos.

Otros energéticos derivados del petróleo, como las gasolinas y el gas LP, experimentaron una trayectoria alcista durante 2008 y, en especial, a lo largo del tercer y cuarto trimestre. Ello obedeció a un aumento en los deslizos a los precios de estos energéticos con el propósito de disminuir las diferencias entre las cotizaciones internas y las vigentes en el mercado internacional (Gráfica 2). Cabe señalar que la caída de las cotizaciones de los energéticos en los mercados internacionales aceleró la convergencia entre los precios internos y externos, e incluso en diciembre de 2008 estos últimos quedaron por debajo de la referencia interna en el caso de las gasolinas y el gas LP.

Gráfica 2
Brechas entre Precio Externo e Interno de Gasolinas^{1/}
Diferencial de precios en por ciento, promedio anual



1/ Las gasolinas Regular y Premium se comparan con sus equivalentes en Estados Unidos.

Para 2009 se considera el promedio para los primeros veintiséis días de enero.
Fuente: Energy Information Agency (EIA) y PEMEX.

En el caso de las gasolinas, el esquema de ajustes mensuales de precio que se venía aplicando se intensificó a partir del tercer trimestre de 2008, ya que los deslizos a sus cotizaciones incrementaron su magnitud y frecuencia. En los dos primeros trimestres de 2008, la gasolina Magna (bajo octanaje) tuvo un desliz de 16 centavos y la gasolina Premium (alto octanaje) incrementó su precio en 26 centavos (Cuadro 2). Posteriormente, sólo en el tercer trimestre los incrementos fueron de 25 y 30 centavos, respectivamente. En el último trimestre ambos combustibles aumentaron 28 centavos; de esta forma, las incidencias a la inflación general en el cuarto trimestre fueron de 19 y 4 puntos base, respectivamente (Cuadro 1). Los deslizos a las gasolinas Magna y Premium en el año fueron de 69 y 84 centavos, respectivamente (Cuadro 2).

En lo que toca al gas doméstico, su tasa de inflación anual tuvo una trayectoria creciente durante 2008. Este genérico se integra por dos específicos: el gas natural y el gas LP. Este último representa más del 80 por ciento del total de gas consumido por los hogares, es por ello que la evolución de sus cotizaciones determina, en gran medida, la trayectoria del índice de precios del genérico gas doméstico. Durante 2008 el precio del gas LP mantuvo un desliz de 3 centavos mensuales hasta mayo y, a partir de ese mes, los ajustes se incrementaron hasta alcanzar de 9 a 10 centavos en los últimos cuatro meses del año (Cuadro 2). Ello fue un factor importante para explicar las mayores tasas de inflación del gas doméstico cuya variación anual promedio pasó de 1.75 a 9.70 por ciento del primer al cuarto trimestre de 2008, en tanto que su incidencia lo hizo de 5 a 24 puntos base en las mismas fechas (Cuadro 1).

La fórmula de cálculo de las tarifas DAC que estuvo vigente hasta el 31 de diciembre de 2008 se reportó en el Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2008, pág. 45. En la fórmula señalada el precio del gas natural correspondía al promedio móvil de cuatro meses, a partir de enero de 2009 se modifica el método para incorporar el precio directo del gas natural rezagado un mes.

Cuadro 2
Incrementos en los Precios de las Gasolinas y el Gas LP

	Gasolina				Gas Licuado de Petróleo	
	Magna		Premium		Desliz	Variación Mensual
	Desliz	Variación	Desliz	Variación		
	Mensual		Mensual		Mensual	
	\$	%	\$	%	\$	%
2008						
Ene	0.02	0.29	0.04	0.46	0.03	0.40
Feb	0.02	0.28	0.05	0.57	0.03	0.34
Mar	0.02	0.28	0.04	0.45	0.03	0.26
Abr	0.03	0.42	0.04	0.45	0.03	0.34
May	0.03	0.42	0.04	0.45	0.03	0.37
Jun	0.04	0.56	0.05	0.56	0.06	0.61
Jul	0.07	0.89	0.05	0.49	0.06	0.60
Ago	0.09	1.21	0.09	0.95	0.07	0.81
Sep	0.09	0.84	0.16	1.11	0.09	0.95
Oct	0.09	1.22	0.16	1.76	0.10	1.03
Nov	0.09	1.31	0.12	1.68	0.10	1.20
Dic	0.10	1.16	0.00	0.29	0.09	1.17
Acumulado en el año	0.69	9.27	0.84	9.61	0.72	8.38

Fuente: PEMEX.

Bienes y Servicios Concertados

Por lo que se refiere a los precios de los bienes y servicios concertados, éstos son fijados por la autoridad competente que puede ser del ámbito federal o local. La incidencia de las cotizaciones de los bienes y servicios concertados sobre la inflación general anual pasó de 17 a 53 puntos base del primer al cuarto trimestre de 2008 (Cuadro 1). Dentro de este grupo, las tarifas de derechos por suministro de agua, colectivo y transporte urbano presentaron tasas de variación elevadas debido a los incrementos que algunos de estos genéricos registraron en varias localidades del país.

En el primer trimestre de 2008, la variación anual en los precios de los derechos por el suministro de agua fue 11.23 por ciento, mientras que para el cuarto trimestre dicha inflación alcanzó 14.73 por ciento, con una incidencia de 12 puntos base en la inflación general (Cuadro 1). Destacan por la magnitud de sus contribuciones a la inflación del genérico el Área Metropolitana de la Ciudad de México, Monterrey, Matamoros, Puebla y Tijuana (Cuadro 3).

Cuadro 3
Servicios Concertados Seleccionados
Variación anual en por ciento

Agua	Trim IV 2007	Trim I 2008	Trim II 2008	Trim III 2008	Trim IV 2008
	Nacional	5.41	11.23	13.66	13.90
A. M. de la Cd. de México	3.80	26.62	37.48	37.48	37.48
Monterrey, N. L.	4.95	12.23	11.98	14.95	16.30
Matamoros, Tamps.	10.74	10.74	8.79	9.85	19.70
Puebla, Pue.	15.31	14.15	14.97	15.42	15.50
Tijuana, B. C.	7.93	3.83	4.65	5.35	5.97
Colectivo	1.31	1.79	3.94	9.34	13.18
A. M. de la Cd. de México	0.00	0.00	0.63	9.63	15.92
Puebla, Pue.	0.00	7.19	25.00	25.00	25.00
Matamoros, Tamps.	0.00	2.00	10.00	10.00	10.93
Toluca, Edo. De Méx.	0.00	0.00	0.00	10.00	20.00
Tlaxcala, Tlax.	0.00	10.32	11.19	11.19	11.19
Autobús Urbano	5.79	3.05	4.39	5.16	7.11
Guadalajara, Jal.	11.62	3.70	11.11	11.11	11.11
A. M. de la Cd. de México	0.00	0.24	1.43	5.62	9.98
Veracruz, Ver.	0.00	0.00	0.00	3.33	20.00
Córdoba, Ver.	0.00	0.00	0.00	3.21	19.23
Monterrey, N. L.	9.90	5.27	3.62	3.62	3.62

Nota: La información está ordenada de acuerdo al impacto de las ciudades en la inflación de cada genérico.
Fuente: Banco de México.

En lo que corresponde al transporte colectivo, se observa que la inflación anual en este genérico pasó de 1.79 por ciento en el primer trimestre de 2008 a 13.18 por ciento en el cuarto trimestre de ese año, contribuyendo con 23 puntos base a la inflación general de ese último periodo (Cuadro 1). El Área Metropolitana de la Ciudad de México, Puebla, Matamoros, Toluca y Tlaxcala se ubicaron entre las localidades con mayor impacto en la inflación del genérico (Cuadro 3).

Por su parte, el autobús urbano pasó de una variación anual en sus cotizaciones de 3.05 a 7.11 por ciento del primer al cuarto trimestre de 2008 (Cuadro 1). Las ciudades que tuvieron una incidencia más notable fueron Guadalajara, Área Metropolitana de la Ciudad de México, Veracruz, Córdoba, Monterrey (Cuadro 3).

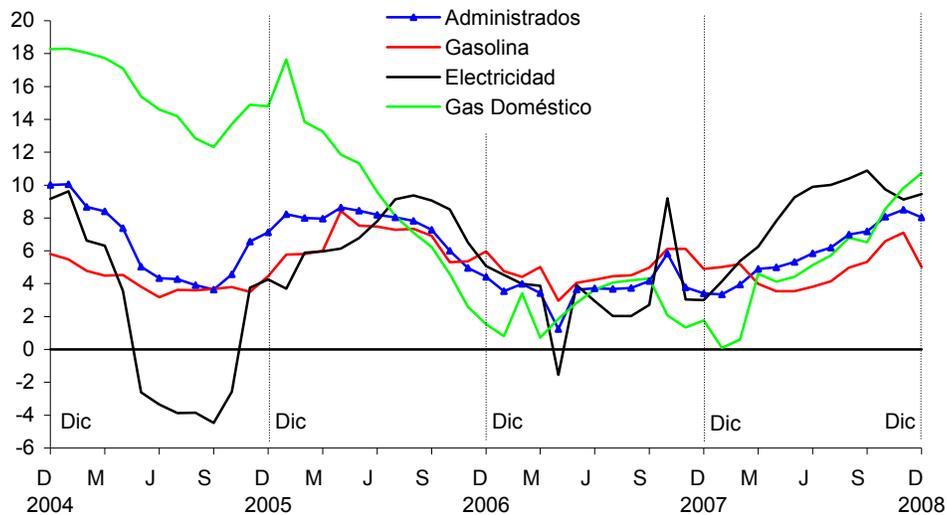
El comportamiento futuro de la inflación general dependerá, en gran medida, de la evolución que pudieran seguir los precios de los bienes y servicios administrados y concertados. Ello estará asociado principalmente a la evolución de los precios internacionales de los energéticos, principalmente del petróleo, así como a las acciones que en la materia decida implementar el Gobierno Federal.

A este respecto, los acontecimientos recientes muestran una disminución importante en las cotizaciones internacionales de los energéticos, particularmente a partir de la segunda mitad de 2008, lo que en combinación con las políticas de fijación de precios implementadas por el Gobierno Federal han provocado que desde finales de 2008 los precios internos de las gasolinas y del gas LP sean mayores que su referencia internacional. Ante este panorama, y como parte de la estrategia para enfrentar los efectos de la desaceleración económica mundial en México, el Gobierno Federal decretó que durante 2009 se congelarán los precios de las gasolinas, en tanto que el gas LP reducirá su precio 10 por ciento y las tarifas eléctricas de baja tensión 9 por ciento, para mantener ese nivel durante dicho año³. Ambas decisiones se espera contribuyan a disminuir las presiones inflacionarias en 2009.

Igualmente importante para la determinación de los precios de los bienes y servicios concertados serán las políticas tributarias que apliquen los Gobiernos locales.

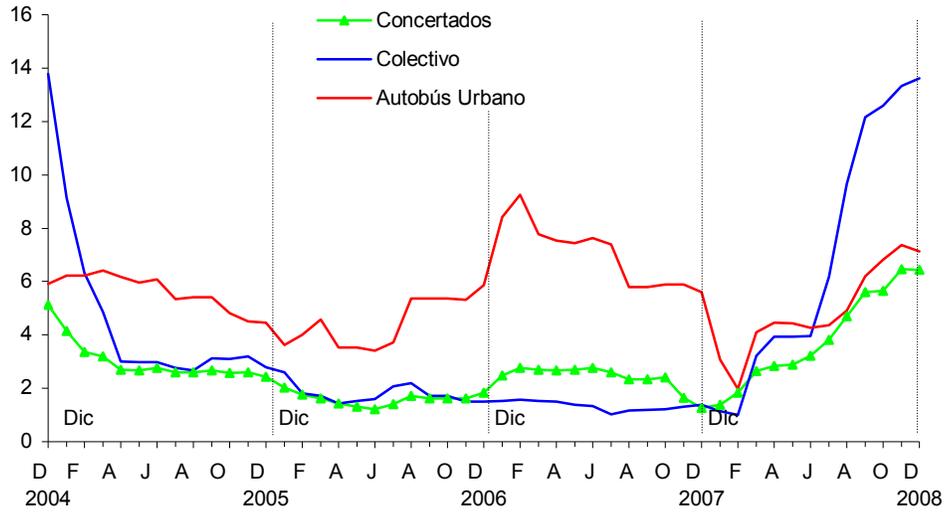
³ Medidas incluidas en el Acuerdo Nacional a favor de la Economía Familiar y el Empleo, presentado por el Gobierno Federal el 7 de enero de 2009.

Gráfica 24
Subíndice de Precios Administrados
Variación anual en por ciento



En lo referente al subíndice de precios concertados, su tasa de variación anual promedio en el cuarto trimestre de 2008 fue 6.19 por ciento, la cual es 1.49 puntos porcentuales mayor a la registrada en el tercer trimestre del año (Cuadro 1). La trayectoria del subíndice mencionado estuvo influida principalmente por los aumentos en las tarifas del transporte colectivo y del autobús urbano, de las siguientes ciudades: Área Metropolitana de la Ciudad de México, Puebla, Toluca, Mérida, Guadalajara y Veracruz (Gráfica 25)

Gráfica 25
Subíndice de Precios Concertados
 Variación anual en por ciento

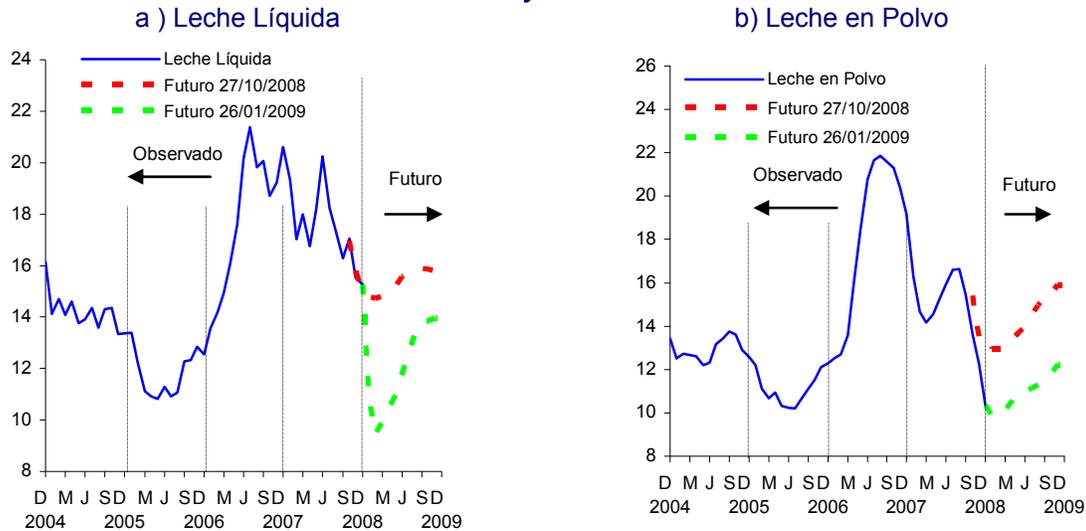


3.2.2. Materias Primas Alimenticias

La marcada tendencia descendente en los precios de los granos en los mercados internacionales iniciada a mediados de 2008 continuó durante el cuarto trimestre de ese año. Comparando las cotizaciones internacionales para el maíz, la soya y el trigo, entre septiembre y diciembre, se tiene que éstas disminuyeron -33.80, -26.22 y -26.59 por ciento, respectivamente, en tanto que el arroz registró un alza de 5.26 por ciento (Gráfica 26). De hecho, las disminuciones son cercanas a 50 por ciento en algunos casos si se comparan los niveles de precio de diciembre con aquellos vigentes a mediados de 2008. Para el maíz, la soya y el trigo, las curvas de los precios a futuro al cierre de diciembre para los siguientes 12 meses son muy cercanas a los niveles proyectados al cierre de octubre, las cuales sugieren un posible repunte en los precios de estos tres granos durante 2009.

comparando septiembre y diciembre de 2008, el precio internacional de la leche líquida tuvo una variación de -6.14 por ciento, en tanto que para la leche en polvo el ajuste fue -33.01 por ciento. Los mercados de futuros indican que es probable que en el caso de la leche líquida se presente una caída adicional en su precio para cerrar 2009 en un nivel ligeramente menor al registrado al cierre de 2008. En el caso de la leche en polvo se esperaría que su precio se recupere, aunque a un nivel relativamente bajo ya que sería similar al alcanzado en noviembre de 2008 (Gráfica 27).

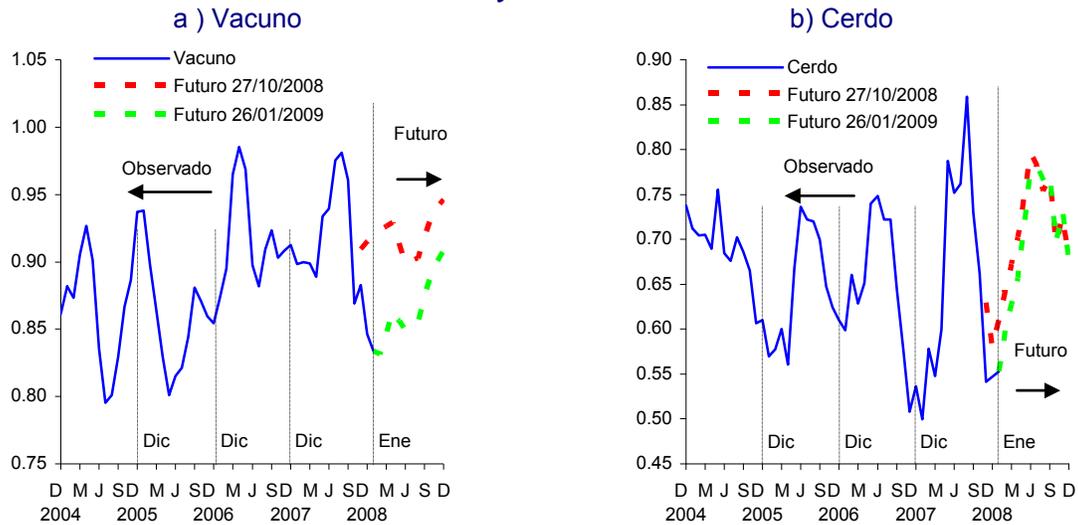
Gráfica 27
Precios Observados y a Futuro de la Leche^{1/}



Entre septiembre y diciembre de 2008, los precios internacionales de las carnes de res y de cerdo experimentaron variaciones de -11.46 y -24.66 por ciento, respectivamente. Los mercados a futuro para la carne de res indican fluctuaciones de precio para los próximos doce meses con un repunte a diciembre de 2009. En contraste, los precios a futuro para la carne de cerdo, proyectados con este mecanismo tanto al cierre de octubre como al cierre de diciembre de 2008, sugieren que las cotizaciones de este producto aumentarán de manera importante durante el primer semestre de 2009 para posteriormente disminuir y quedar 23.64 por ciento por arriba del precio observado en diciembre de 2008 (Gráfica 28).

En general, los mercados de futuros consideran que los precios de varios productos agropecuarios ya han tocado fondo y empezarán a ajustarse moderadamente al alza debido a una demanda poco elástica (a pesar de la crisis por la que están atravesando las economías del mundo), menor producción esperada en algunos países, riesgos climáticos, restricción de crédito para productores y posibles incrementos en el precio del petróleo.

Gráfica 28
Precios Observados y a Futuro de los Cárnicos^{1/}



^{1/}Dólares por Libra.
Fuente: United States Department of Agriculture (USDA).
Chicago Mercantile Exchange (CME).

3.2.3. Materias Primas Energéticas

Las cotizaciones internacionales de las materias primas energéticas continuaron con una pronunciada tendencia a la baja durante el cuarto trimestre de 2008. Así, entre septiembre y diciembre, los precios de la gasolina, del gas licuado, del gas natural y del petróleo WTI registraron variaciones de -64.16, -60.39, -21.63 y -60.13 por ciento, respectivamente (Gráfica 29). Las disminuciones observadas se deben, principalmente, a la caída en la demanda mundial por estos productos provocada por la continua desaceleración de la actividad económica global (Cuadro 4). Ante la perspectiva de un menor crecimiento de la demanda, la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) anunció el 17 de diciembre un recorte de dos millones doscientos mil barriles diarios en la producción de petróleo a partir de enero de 2009, que se suman a los recortes acordados de 0.5 y 1.5 millones de barriles diarios en septiembre y octubre pasado, respectivamente. Lo anterior, en adición al conflicto entre Palestina e Israel y el temor a que éste se extendiera a países productores de Medio Oriente, así como a la interrupción de los envíos de gas natural de Rusia, provocaron los incrementos de precio observados a principios de enero de 2009. Con todo, no se esperan presiones adicionales en las cotizaciones en los primeros meses de ese año derivados de factores fundamentales, dado que los inventarios de petróleo son altos en comparación con una demanda mundial que se encuentra deprimida.

Cuadro 4
Oferta y Demanda Mundial de Petróleo
 Millones de barriles diarios

	2008 ^{p/}	2009 ^{1/}	2010 ^{2/}
Demanda			
OCDE	47.7	46.4	46.4
Estados Unidos	19.8	19.4	19.5
Europa	15.2	14.7	14.7
Resto de países	12.7	12.4	12.2
No miembros de la OCDE	38.2	38.7	39.6
China	8.0	8.3	8.5
Total	85.9	85.1	86.0
Oferta			
Países no miembros de la OPEP ^{3/}	49.7	49.9	50.0
Ex URSS	12.5	12.6	12.8
OPEP ^{4/}	35.8	35.0	36.6
Petróleo crudo	31.3	30.0	30.7
Otros líquidos	4.5	5.1	5.9
Total	85.5	84.9	86.6
Demanda de crudo de la OPEP ^{5/}	36.2	35.2	36.0
Acumulación de inventarios ^{6/}	-0.5	-0.2	0.6

1/ Estimación

2/ Pronóstico.

3/ Las cifras excluyen a Angola y Ecuador e incluyen a Indonesia.

4/ Las cifras incluyen a Angola y Ecuador y excluyen a Indonesia.

5/ Es igual a la demanda mundial menos la oferta de los países no miembros de la OPEP (esta última excluye a Angola y Ecuador e incluye a Indonesia).

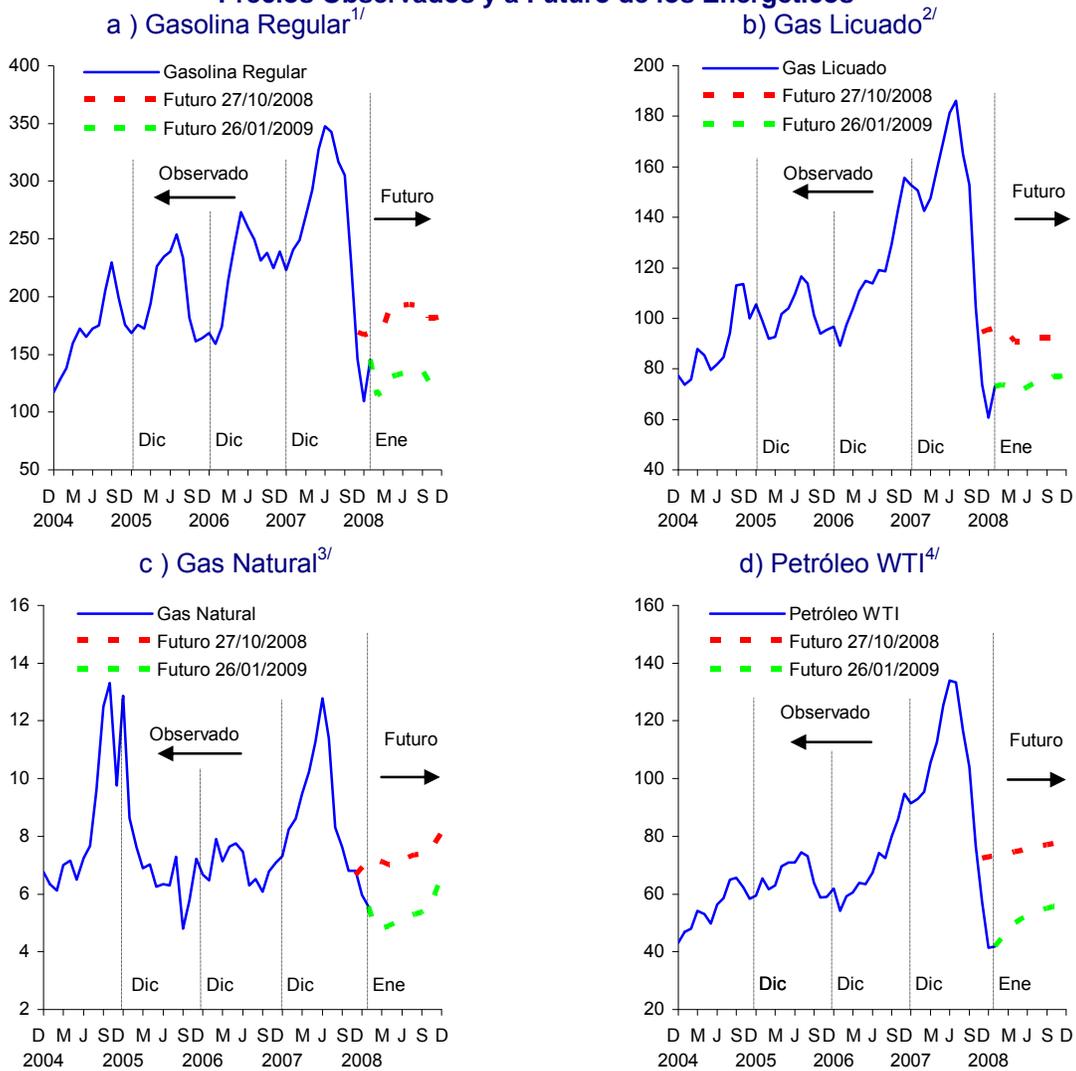
6/ Signo negativo denota desacumulación.

p/ Preliminar.

Fuente: Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, January 2009.

El panorama para 2009 en el mercado de los energéticos anticipa precios considerablemente menores a los observados en los primeros nueve meses de 2008; ello debido a la contracción esperada en la demanda como consecuencia de la fuerte desaceleración que se ha observado en las principales economías del mundo. Sin embargo, tomando en cuenta la elevada volatilidad que han presentado las cotizaciones internacionales de los energéticos en los últimos años, no puede descartarse algún repunte de los precios.

Gráfica 29
Precios Observados y a Futuro de los Energéticos



1/ Texas. Centavos de dólar por galón.

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

3/ TETCO. Tex. Dólares por MMBtu.

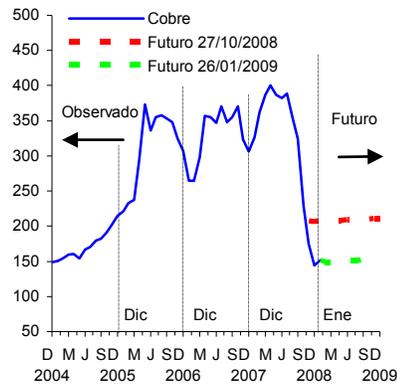
4/ Dólares por barril.

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

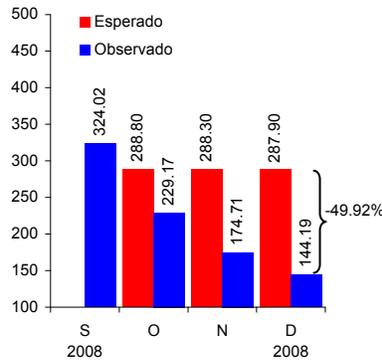
3.2.4. Materias Primas Metálicas

Durante el último trimestre de 2008 los precios internacionales para el cobre y el acero continuaron con su tendencia descendente que había iniciado desde mediados del año. En el caso particular del cobre, en diciembre de 2008 su precio llegó a un mínimo que no se observaba desde finales de 2004. Así, al comparar los precios observados de este metal entre septiembre y diciembre de 2008 se obtiene una variación de -55.50 por ciento (Gráfica 30). Para ese mismo producto la diferencia entre los precios observados en diciembre y los pronosticados para ese mes al 30 de septiembre de 2008 fue -49.92 por ciento. El acero, por su parte, presentó una variación de -45.70 por ciento entre septiembre y diciembre, regresando en este último mes a los niveles registrados a inicios de 2008.

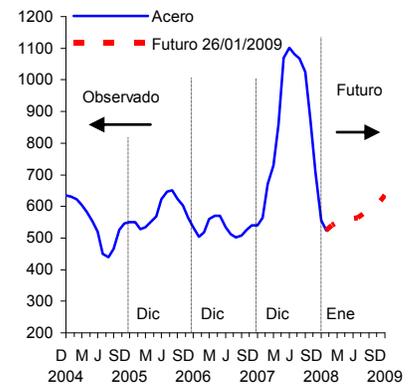
Gráfica 30
Evolución del Precio del Cobre y del Acero
 a) Precio Internacional del Cobre^{1/} b) Precios Internacionales del Cobre^{1/}
 Observados y Esperados^{2/} c) Precios Internacionales del Acero^{3/}



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



1/ Centavos de dólar por libra.
 2/ Información correspondiente a los futuros del 30 de septiembre de 2008.
 Fuente: Metal Bulletin.
 Commodity Exchange Inc. (CMX).



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

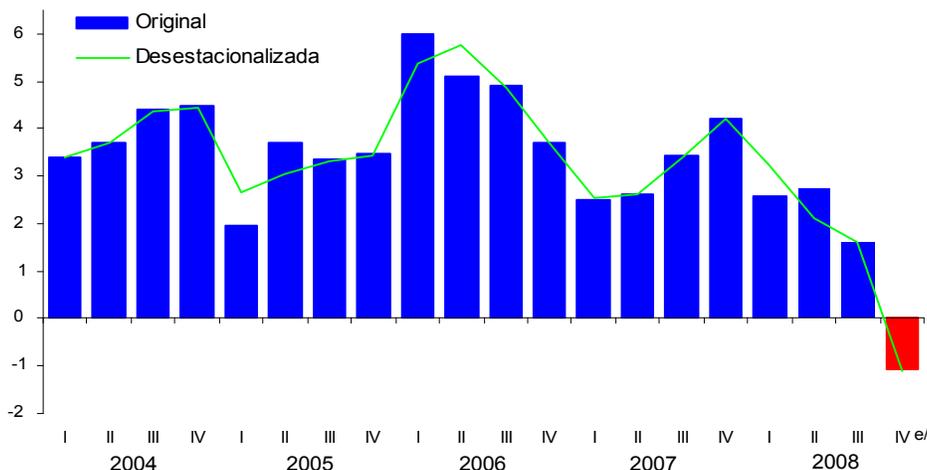
3.3. Evolución de la Economía Mexicana

3.3.1. Actividad Económica

La actividad económica en el país continuó debilitándose durante el cuarto trimestre de 2008. Tal evolución estuvo determinada en gran medida por el desfavorable entorno externo que prevaleció. Así, en el cuarto trimestre el menor ritmo de la actividad económica en los países avanzados y, especialmente, en los Estados Unidos, propició una contracción de las exportaciones manufactureras de México, tanto de las efectuadas por la industria automotriz como del resto de productos, al igual que menores ingresos del exterior por remesas familiares y por viajeros internacionales. Todo ello en un contexto de menores flujos de capital del exterior. La debilidad de la economía mundial también propició que se redujeran los precios internacionales de los productos primarios, incluyendo al del petróleo, cuya fuerte caída implicó un deterioro de los términos de intercambio del país.

Con lo anterior, la tendencia de desaceleración que había presentado la actividad económica en México en los primeros tres trimestres de 2008 se agudizó en el cuarto. De hecho, prácticamente toda la gama de indicadores mostraron un debilitamiento: demandas interna y externa, producción de los distintos sectores y los indicadores del mercado laboral. Además, en ese periodo se acentuó el deterioro de los indicadores de confianza y de clima de negocios. Así, con base en la información disponible se estima que en el cuarto trimestre, el PIB haya registrado una contracción anual de alrededor de uno por ciento (Gráfica 31), luego de que en los primeros tres trimestres del año había mostrado un crecimiento anual de 2.3 por ciento. Para 2008 en conjunto, se estima que el crecimiento del PIB haya resultado de alrededor de 1.5 por ciento.

Gráfica 31
Producto Interno Bruto^{1/}
Variaciones anuales en por ciento



e/ Estimado.

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

Fuente: INEGI y desestacionalización al cuarto trimestre de 2008 efectuada por el Banco de México.

La desaceleración de la demanda interna en el cuarto trimestre abarcó los dos rubros que la integran: el consumo y la inversión. En el caso del consumo privado su expansión anual fue reducida, mientras que el crecimiento anual significativo que había mostrado la inversión en el segundo y tercer trimestre del año, perdió fuerza de manera importante en el cuarto. De hecho, el nivel absoluto de ese gasto, medido en pesos constantes y con datos desestacionalizados, se redujo en el trimestre de referencia. En cuanto a la demanda externa, la proveniente de Estados Unidos presentó una contracción a tasa anual, mientras que la originada en el mercado no estadounidense se desaceleró fuertemente.

3.3.1.1. Producción Sectorial

Desde una perspectiva sectorial, se estima que la disminución anual que mostró el PIB en el cuarto trimestre de 2008 se haya derivado de lo siguiente: un incremento significativo del producto del sector agropecuario, de manera que haya alcanzado tres trimestres seguidos con tasa anual positiva;³² una variación anual del sector servicios cercana a cero, que reflejaría la mayor desaceleración del consumo privado, así como una caída de los servicios asociados al comercio exterior; y, una fuerte contracción del sector industrial (Gráfica 32a), con lo que acumularía dos trimestres consecutivos con tasa anual negativa. Esto último implicaría que el PIB de dicho sector registrará una disminución en 2008, luego de cuatro años consecutivos con aumento.

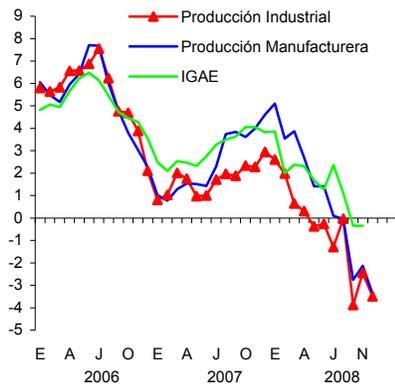
El débil desempeño de la producción industrial en el cuarto trimestre reflejó caídas anuales de tres de los cuatro sectores que lo integran: minería, manufacturas y construcción, mientras que la variación anual en electricidad, agua y suministro de gas por ductos al consumidor final fue cercana a cero

³² Durante 2008 la producción del sector primario agropecuario y pesquero se benefició de condiciones climáticas relativamente favorables (precipitación y humedad en las tierras de cultivo) y de un alza significativa del valor de sus exportaciones, medidas en dólares corrientes, de 12.8 por ciento.

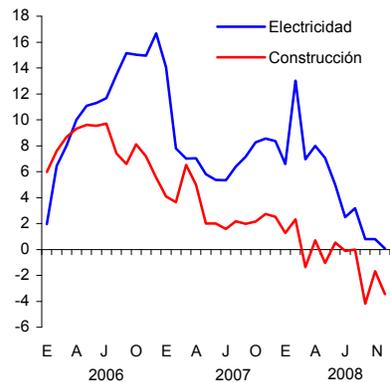
(Gráfica 32b).³³ En el caso de la minería, ésta acumuló al cierre de 2008, nueve trimestres consecutivos con tasas anuales de crecimiento negativas. Tal evolución se ha originado de la combinación de incrementos modestos de la minería no petrolera y una disminución que se ha acentuado de la minería petrolera, en respuesta a un volumen decreciente de extracción de crudo (Gráfica 32c y Gráfica 33). Cabe precisar que la minería petrolera representó en 2007 el 86 por ciento del valor agregado generado por la industria minera del país. Por otra parte, la minería no petrolera, si bien ha constituido un sector de actividad en que en los años recientes se han llevado a cabo importantes proyectos de inversión, se vio afectada por problemas laborales que limitaron su ritmo de producción y, más recientemente, también por el debilitamiento de los precios de esos productos en los mercados internacionales.

Gráfica 32
Indicadores de Producción
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados y
promedio móvil de dos meses, excepto en 2008

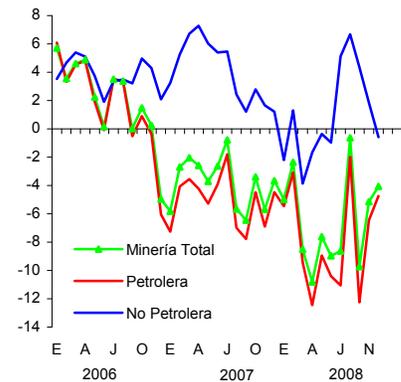
a) IGAE, Producción Industrial y Manufacturera



b) Electricidad y Construcción



c) Minería



Fuente: INEGI.

La contracción anual que registró la producción manufacturera en el cuarto trimestre de 2008 (Gráfica 34), estuvo principalmente determinada por una caída de las exportaciones efectuadas por dicho sector, a lo que se adicionó una mayor desaceleración de la demanda interna por esos productos. En lo que se refiere a las exportaciones manufactureras dirigidas al mercado estadounidense, las cuales en 2008 representaron el 80.4 por ciento del total, éstas mostraron en el último trimestre una disminución, tanto en el caso de las del sector automotriz, como en el de las del resto de las manufacturas. Por otra parte, las exportaciones de productos manufacturados canalizadas al mercado no estadounidense en el trimestre referido todavía mantuvieron una tasa anual positiva. No obstante, el nivel de tales exportaciones, medido con datos desestacionalizados, se redujo

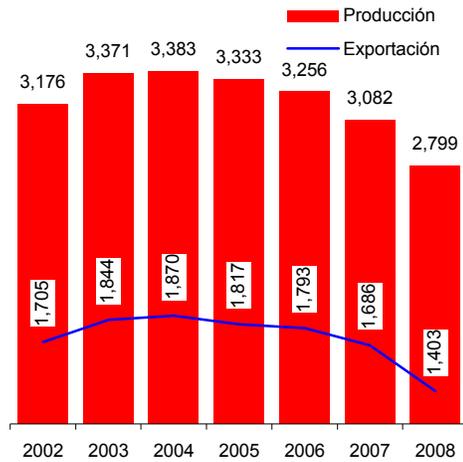
³³ En el bimestre octubre-noviembre de 2008 la producción industrial medida en pesos constantes registró una caída anual de 3.8 por ciento, acumulando siete meses consecutivos con tasa negativa. En el bimestre de referencia, tres de los cuatro sectores que integran a la producción industrial presentaron descensos anuales: la minería de 4.7 por ciento, la construcción de 3.4 por ciento y las manufacturas de 4 por ciento, mientras que el sector de electricidad, agua y suministro de gas por ductos al consumidor final mostró un ligero aumento anual de 0.5 por ciento. En el caso de la disminución de la producción manufacturera, ésta se derivó de caídas anuales de 7.6 por ciento del subsector de equipo de transporte, que incluye principalmente a la producción de vehículos y de autopartes, y de 3.1 por ciento de la industria manufacturera sin equipo de transporte.

tanto el caso de los productos del sector automotriz, como en el del resto de las manufacturas.

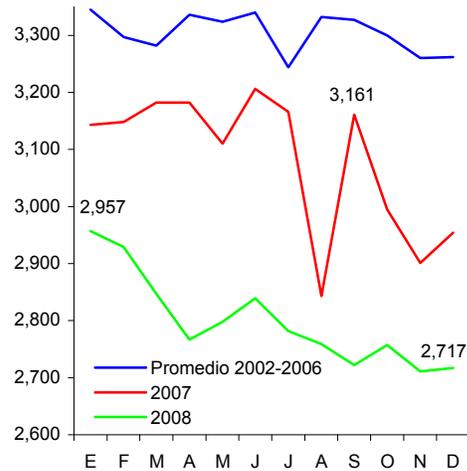
Gráfica 33
Producción y Exportación de Crudo

Miles de barriles diarios

a) Producción y Exportación de Crudo
Promedio en el año



b) Producción de Petróleo Crudo
Promedio en el mes



Fuente: PEMEX.

La industria automotriz constituye un sector de suma importancia para la economía mexicana, considerando su participación en la industria manufacturera del país, el empleo que genera, el valor de sus exportaciones y el monto del saldo superavitario de su balanza comercial.³⁴ Durante el cuarto trimestre de 2008, la producción de esta industria se contrajo a tasa anual, lo que se originó tanto por una caída de la producción de vehículos, como de la de autopartes, ambas muy influidas por el debilitamiento de la demanda externa (Gráfica 35). Al respecto, cabe comentar que en dicho trimestre el valor de la exportación de autopartes, medido en dólares corrientes, registró una caída anual de 22.5 por ciento. En cuanto a la producción de vehículos, ésta también fue desalentada en el cuarto trimestre por una fuerte disminución de sus ventas internas (de 18.1 por ciento).

³⁴ En los primeros once meses de 2008, el valor de la producción del subsector denominado equipo de transporte representó el 23 por ciento de la producción manufacturera del país. Asimismo, en 2008 el valor de las exportaciones de la industria automotriz alcanzó 55,681 millones de dólares, monto que superó al de las exportaciones totales de productos petroleros (50,639 millones). En ese año el saldo superavitario de la balanza comercial de la industria automotriz ascendió a 21,324 millones de dólares, muy por encima del superávit de la balanza de productos petroleros de 14,368 millones.

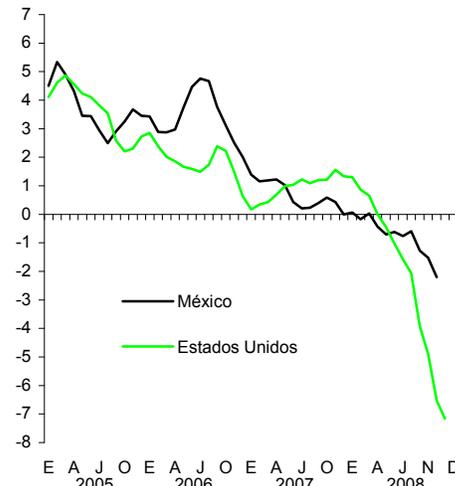
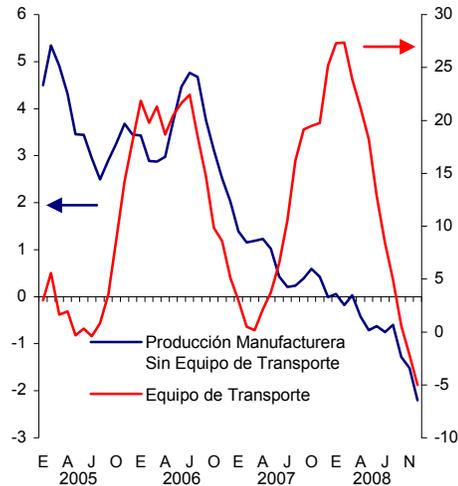
Gráfica 34

Indicadores de Producción Manufacturera

Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados^{1/}

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

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



Fuente: INEGI.
1/ Promedio móvil de tres meses.

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

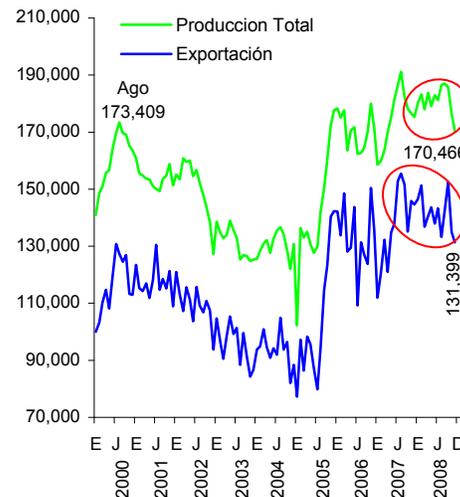
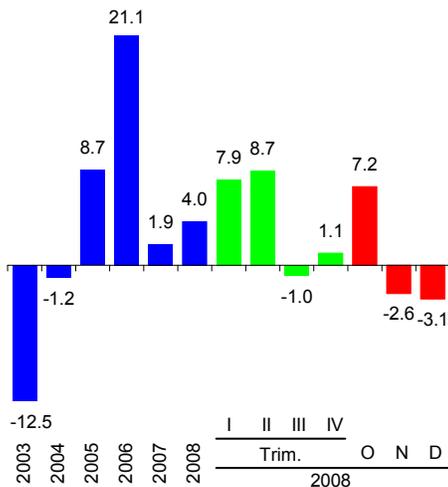
2/ La serie de México no considera al sector de transporte y la de Estados Unidos excluye tanto a la industria automotriz como al sector de alta tecnología.

Gráfica 35

Indicadores de la Industria Automotriz

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

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



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

El sector servicios mostró en el cuarto trimestre de 2008 una importante desaceleración, originada principalmente por una caída del comercio, que fue afectado por el menor crecimiento del consumo privado y por la contracción del comercio exterior. Por otra parte, en dicho trimestre las actividades de transportes registraron una disminución anual, especialmente el aéreo y el de carga; este último como reflejo de la menor actividad industrial. Otros sectores de servicios

con desaceleración fueron los de alojamiento temporal y restaurantes, los servicios profesionales y los de esparcimiento.

3.3.1.2. Demanda Agregada

Durante el cuarto trimestre de 2008 se acentuó la desaceleración que había registrado la demanda agregada en los tres primeros trimestres, lo que reflejó, por un lado, que los dos renglones que integran a la demanda interna –el consumo y la inversión– redujeron de manera significativa su crecimiento anual y, por otro, que se contrajo la demanda externa, tanto su componente de mercancías como el de servicios.

La mayoría de los indicadores de consumo privado muestran que la tendencia de desaceleración que habían presentado a lo largo de 2008 se acrecentó en los últimos meses del año. Así, en el cuarto trimestre las ventas de la ANTAD (Gráfica 36a), medidas en términos reales y con datos desestacionalizados, registraron un incremento anual de 2.7 por ciento, la tasa más baja observada en 25 trimestres. De hecho, en diciembre tales ventas cayeron 1.3 por ciento a tasa anual ajustada por efectos estacionales (en 4.5 por ciento en los datos originales). Lo anterior se compara con aumentos respectivos de dichas ventas de 8.3, 7.7 y 4.9 por ciento en el primero, segundo y tercer trimestres del año.³⁵ La pérdida de fortaleza de las ventas de la ANTAD comprendió a toda la gama de productos (Gráfica 36b), incluyendo al de abarrotes, pero fue más aguda en los renglones de ropa y calzado y de bienes duraderos (línea blanca; electrónica, video y celulares; electrodomésticos; y muebles). Otros indicadores de consumo privado también se debilitaron, tales como las importaciones de bienes de consumo o el ya referido de ventas internas de vehículos (Gráfica 37a). En el caso de las importaciones de bienes de consumo (Gráfica 37b), éstas registraron en el cuarto trimestre una caída anual, medida en dólares corrientes, de 8 por ciento (de 15 por ciento al excluir las importaciones de gasolina y de 12.2 por ciento al excluir tanto las importaciones de gasolina, como las de vehículos), que constituyó la primera observada en 22 trimestres. Con relación a las variables que contribuyeron a la desaceleración del gasto de consumo privado, cabe señalar lo siguiente:

- I. Los indicadores de masa salarial en términos reales mostraron una contracción a tasa anual en el cuarto trimestre de 2008, tanto el referente a la economía mexicana en su conjunto, como el correspondiente al sector formal de la economía. Tal evolución reflejó una menor fortaleza en la generación de empleo, así como caídas anuales de los indicadores de remuneraciones medias en términos reales (Gráfica 38).³⁶

³⁵ En 2008 las ventas de la ANTAD (Asociación Nacional de Tiendas de Autoservicio y Departamentales), medidas en términos reales, mostraron un crecimiento de 5.6 por ciento, la tasa más baja registrada en seis años. Tal resultado se originó por aumentos de ventas de 6.3 por ciento de las tiendas de autoservicio, de 6.7 por ciento de las tiendas especializadas y de 1.9 por ciento de las departamentales (la menor tasa observada en doce años). Cabe destacar que en 2008 las ventas de la ANTAD representaron aproximadamente el 30 por ciento de las ventas totales al menudeo en el país y la cifra correspondiente se eleva a 43 por ciento, si se excluye de las ventas al menudeo, las de vehículos, refacciones para vehículos y combustibles.

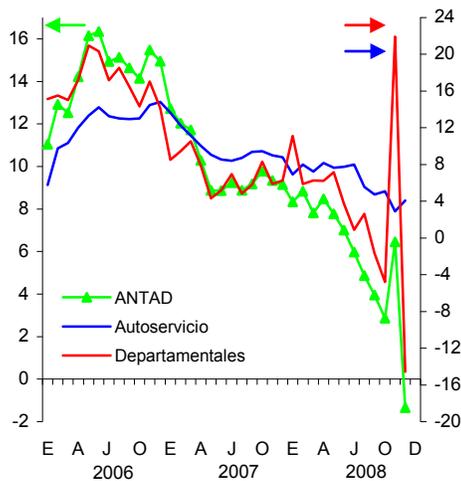
³⁶ En diciembre de 2008 el indicador de masa salarial para el sector formal de la economía registró una caída anual de 1.1 por ciento, que se originó por disminuciones respectivas de 0.3 por ciento del número de trabajadores asegurados en el IMSS y de 0.8 por ciento del salario medio de cotización en términos reales. Por otra parte, el indicador de masa salarial real elaborado con información de la Encuesta

- II. La desaceleración que habían venido registrando otros determinantes del gasto de consumo privado, tales como el crédito a ese rubro de gasto, así como a vivienda, se acentuó en el cuarto trimestre.
- III. El gasto de consumo privado también fue afectado a lo largo de 2008 por los incrementos que presentaron los precios de diversos alimentos.
- IV. Por último, cabe señalar que en el cuarto trimestre el Índice de Confianza del Consumidor registró mínimos históricos y el debilitamiento del componente referente a la posibilidad de efectuar compras de bienes de consumo duraderos fue muy severo. El gasto de consumo privado también pudo haberse visto desalentado por un comportamiento más cauteloso de las personas, ante la situación de mayor incertidumbre, incluyendo la correspondiente a las posibilidades de conservar el empleo, en un ambiente de mayor debilitamiento de la demanda de trabajo.

Gráfica 36

Indicadores de Demanda Interna: Consumo

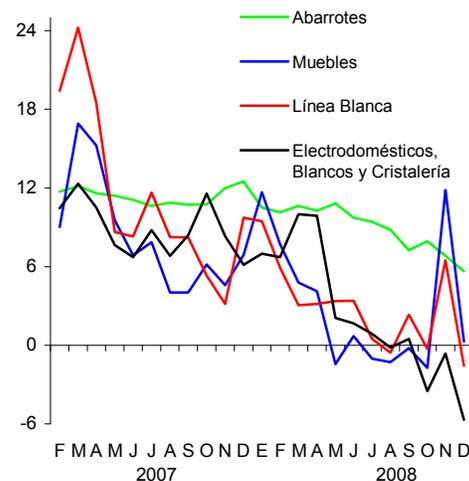
a) Ventas de las Tiendas de la ANTAD: Autoservicio y Departamentales en Términos Reales
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados^{1/}



Fuente: ANTAD.

1/ La desestacionalización fue efectuada por el Banco de México y es promedio móvil de dos meses, excepto en 2008.

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



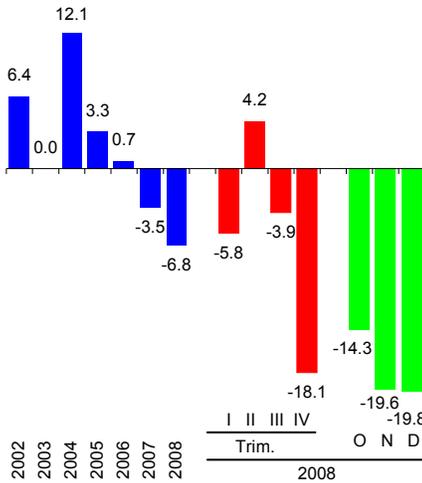
Fuente: ANTAD.

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

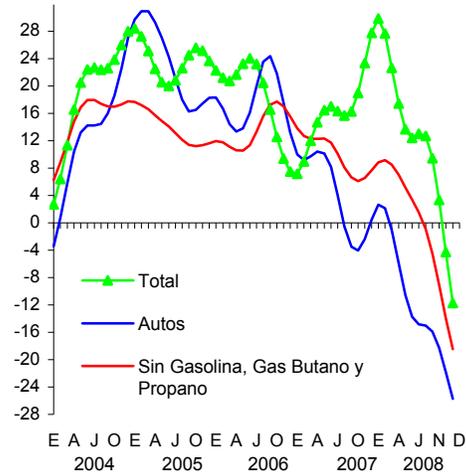
Nacional de Ocupación y Empleo del INEGI mostró en el tercer trimestre de 2008, una disminución anual de 3.5 por ciento que se derivó de la combinación de un incremento del personal ocupado remunerado de 1.8 por ciento y una disminución de la remuneración media en términos reales de 5.2 por ciento.

Gráfica 37
Indicadores de Demanda Interna: Consumo

Variaciones anuales en por ciento
a) Ventas Internas al Menudeo de Vehículos Nuevos b) Importaciones de Bienes de Consumo
Datos de tendencia

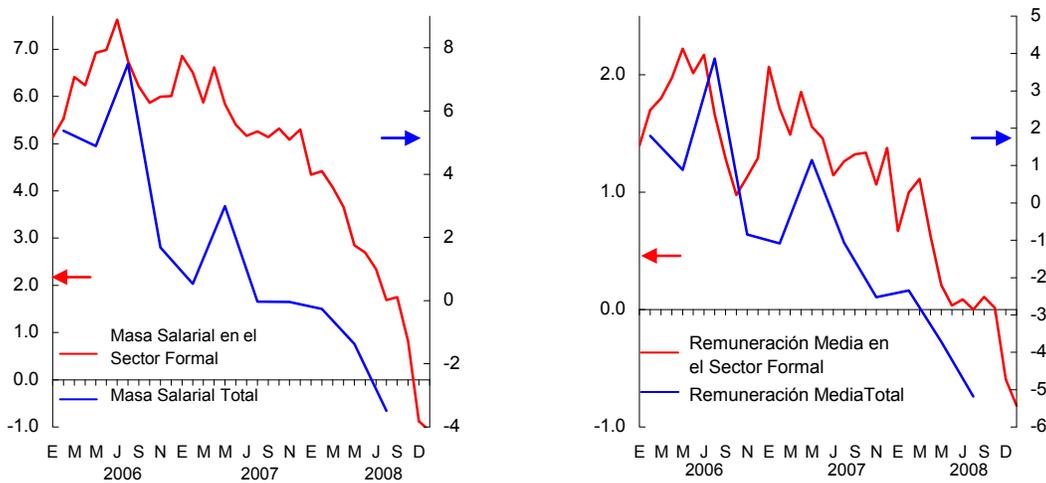


Fuente: AMIA.



Fuente: Banco de México.

Gráfica 38
Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales
Variaciones anuales en por ciento



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

Durante el segundo y tercer trimestres de 2008 la inversión registró un crecimiento anual significativo, pero tal expansión se desaceleró de manera importante en el cuarto trimestre del año (Gráfica 39).³⁷ Cabe recordar que en el segundo y tercer trimestres, el incremento de dicho gasto se originó en buena medida de mayores importaciones de bienes de capital realizadas por ciertas empresas que estaban llevando a cabo proyectos de inversión en sectores

³⁷ Se estima que en el bimestre octubre-noviembre de 2008 la formación bruta de capital en el país haya mostrado un incremento anual de sólo 0.3 por ciento, luego de que en el segundo y tercer trimestres su avance había resultado de 8.2 y 7.8 por ciento.

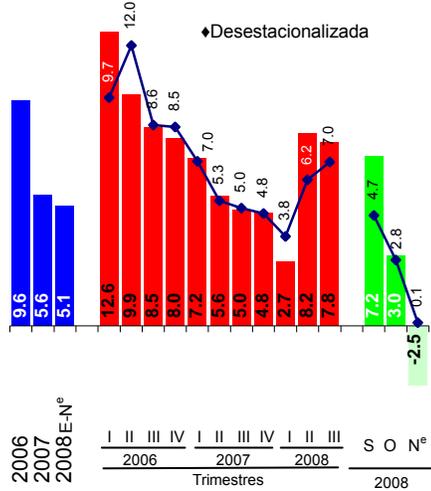
específicos, mientras que las adquisiciones de bienes de capital en el exterior efectuadas por el resto de las empresas en su conjunto habían mostrado debilidad. No obstante, en el cuarto trimestre del año, aún las importaciones de bienes de capital asociadas a los referidos proyectos perdieron dinamismo (Gráfica 40). En la evaluación de los factores que pudieron haber contribuido a la desaceleración que presentó el gasto de inversión en los últimos meses de 2008, es conveniente considerar lo siguiente:

- i) Ante un debilitamiento de la demanda por sus productos y la incertidumbre acerca de la duración de tal tendencia, las empresas tienden a posponer o a reconsiderar sus planes de inversión. Dicho gasto de inversión también pudo haberse visto afectado por el fuerte deterioro que registraron los indicadores de confianza y de clima de negocios de las empresas y por el adverso entorno externo, particularmente en los Estados Unidos.
- ii) Diversos indicadores muestran que, a lo largo de 2008, se redujeron las tasas de ganancias de las empresas, de manera que se atenuó ese incentivo para el gasto de inversión y se contó con menores recursos para llevar a cabo los proyectos. Tal es el caso de los resultados de las emisoras no financieras listada en la Bolsa Mexicana de Valores. La referida evolución de las utilidades respondió al menor crecimiento de las ventas e incluso caídas en diversas actividades, y a un crecimiento más elevado del conjunto de costos de ventas más gastos de operación. A la debilidad de las ventas de las empresas se sumó en el cuarto trimestre la presencia de pérdidas cambiarias asociadas a sus pasivos en moneda extranjera.
- iii) En el cuarto trimestre, el financiamiento interno otorgado a las empresas mantuvo tasas anuales positivas, pero con una clara tendencia de desaceleración, a lo que se sumó la mayor astringencia de recursos financieros del exterior. A lo anterior hay que agregar que, en un ambiente de mayor incertidumbre, se incrementa la preferencia de las empresas por liquidez, lo que también tiende a impactar adversamente al gasto de inversión.

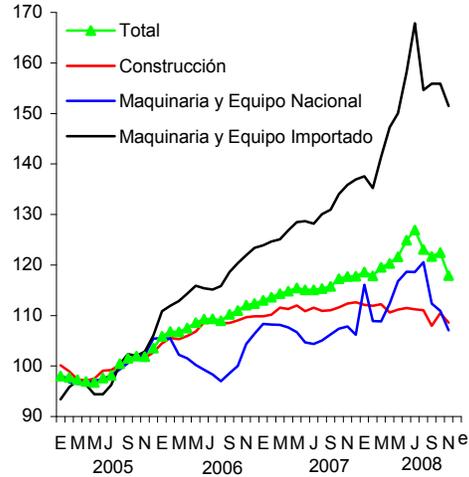
Gráfica 39

Indicadores de Demanda Interna: Inversión^{1/}

a) Formación Bruta de Capital Fijo
Variaciones anuales en por ciento



b) Inversión Fija Bruta y sus Componentes
2005=100, series desestacionalizadas y promedio móvil de tres meses, excepto en 2008



e/ Estimado.
Fuente: INEGI.

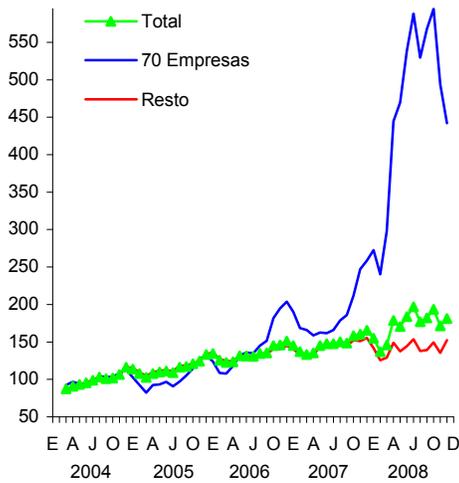
1/ Los datos de noviembre de 2008 y las series desestacionalizadas son estimaciones de Banco de México.

Gráfica 40

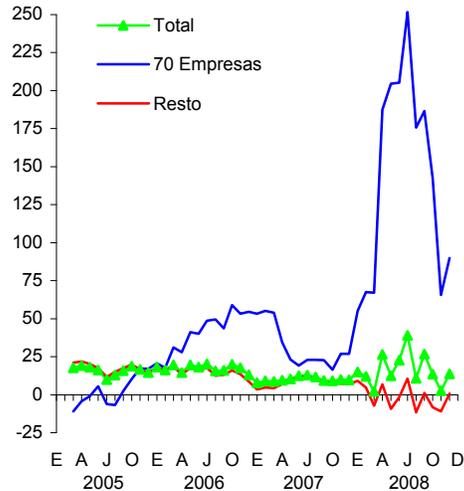
Importaciones de Bienes de Capital: 70 Empresas con Repunte en 2008 y Resto de Empresas

Promedio móvil de tres meses, excepto en 2008

a) Índices 2004=100



b) Variaciones porcentuales anuales



Fuente: Banco de México.

En el bimestre octubre-noviembre de 2008 el gasto público en términos reales mostró un incremento anual significativo. Tal evolución implicó que en ese periodo dicho gasto efectuara una contribución positiva al crecimiento del producto, al igual que lo había hecho en los primeros tres trimestres del año (Recuadro 8).

Recuadro 8
Medidas Fiscales en México Ante la Crisis

Como resultado del agravamiento de la crisis financiera internacional que ha tenido lugar en los últimos meses, se ha generado una situación de recesión económica en las economías avanzadas, en particular en EEUU, y una mayor incertidumbre acerca de su profundidad y duración. También se ha observado un deterioro en las perspectivas de crecimiento de las economías emergentes, como consecuencia, entre otros factores, de la menor demanda externa por sus productos, menores ingresos por remesas, caídas en los precios de las materias primas, y el debilitamiento de la demanda interna.

En este entorno, la actividad de la economía mexicana y las perspectivas de su crecimiento para 2009 han mostrado un acentuado deterioro, sobre todo a partir del cuarto trimestre de 2008. En México, al igual que en otros países (ver Recuadro 5 en este Informe), el Gobierno Federal ha anunciado una serie de medidas de estímulo fiscal, con la finalidad de mitigar los efectos de una desaceleración de la demanda sobre la producción y el empleo nacional.

En primer lugar, el 8 de octubre de 2008 se anunció el Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo (PICE) como un conjunto de medidas fiscales destinadas a estimular a la economía en 2009, a través de un mayor gasto de inversión pública en infraestructura por 65.1 miles de millones de pesos (m.m.p.) y de un mayor financiamiento directo y de aquel inducido por la banca de desarrollo (Cuadro 1). Los efectos de estas medidas sobre las finanzas públicas fueron incorporados en el paquete económico aprobado por el H. Congreso de la Unión para 2009. Para dar cabida a estas medidas, se modificó la meta de déficit público de cero a 227.5 m.m.p. y se dio una ampliación del techo del déficit por intermediación financiera por 22.2 m.m.p.¹ Para financiar el déficit que implican estas medidas se estableció un límite de endeudamiento interno neto del Gobierno Federal de 380 m.m.p. y se autorizó la contratación de un endeudamiento externo neto por 5,000 millones de dólares.

Cuadro 1
Inversión en Infraestructura del PICE

Conceptos	mmp	Estruc.
		%
Total	65.1	100.0
Sector Energético	22.0	33.8
Refinería	12.0	18.4
Resto	10.0	15.4
Sector Transportes	13.1	20.1
Carreteras	10.7	16.4
Resto	2.4	3.7
Sector Social	12.5	19.2
Educación	6.0	9.2
Salud	4.5	6.9
Resto	2.0	3.1
Sector Agrícola	8.8	13.4
Empleo y PyMEs	2.8	4.2
Otros	6.0	9.2

Fuente: Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo, SHCP.

Posteriormente, ante la intensificación de la crisis financiera internacional, el 7 de enero de 2009, el Ejecutivo anunció el

Acuerdo Nacional en Favor de la Economía Familiar y el Empleo (ANEFE), en el que participan los sectores público, privado y social, con el fin de ampliar y reforzar las medidas para mitigar los efectos de dicha crisis sobre la economía mexicana. En este Acuerdo, el Gobierno Federal se compromete a realizar 25 acciones que buscan impulsar el mercado interno a través de un mayor gasto público y el incremento del ingreso disponible de las familias y las empresas. Tales medidas se engloban en 5 grandes grupos:

- i) Apoyo al empleo. Son medidas que buscan elevar y preservar las fuentes de trabajo existentes, así como proteger a los individuos que pierdan su empleo. Entre estas acciones destacan el aumento del presupuesto del Programa Temporal de Empleo; el apoyo a las empresas exportadoras que incurran en paros técnicos para evitar que despidan personal; el incremento del monto de retiro de las cuentas individuales del SAR por motivo de desempleo; y la extensión de dos a seis meses de la cobertura médica y por maternidad del IMSS a los trabajadores que pierdan su empleo.
- ii) Apoyo a la economía familiar. Incluye acciones orientadas a evitar el deterioro del ingreso de las familias, así como brindar apoyo a la adquisición de vivienda popular. En lo referente a precios administrados, se congela el precio de las gasolinas y se reduce en 10% el precio del gas LP. Con respecto a la adquisición de vivienda, se contempla otorgar apoyos federales directos y ampliar el volumen de financiamiento del Infonavit, el Fovissste y la Sociedad Hipotecaria Federal. Finalmente, se otorgarán recursos directos y crediticios para que las familias de bajos ingresos sustituyan sus aparatos electrodomésticos por unos más eficientes en consumo de energía.
- iii) Apoyo a la competitividad de las empresas y a las PyMEs. Son medidas que buscan reducir los costos de producción de las empresas, fomentar el desarrollo de las PyMEs y ampliar el financiamiento de la banca de desarrollo. Con respecto a las tarifas eléctricas, se reducen las industriales (20% en las de alta tensión, 17% en las de media tensión y 9% en las de baja tensión y comercial) y se da la opción para que las empresas que consuman en media tensión puedan pagar tarifas eléctricas de cargos fijos anuales (al igual que lo hacen las que consumen en alta tensión). En lo referente al crédito, se amplía el financiamiento directo e inducido de Nacional Financiera, Bancomext, Financiera Rural y FIRA. Por último, se pretende que al menos el 20% de las compras del Gobierno Federal se realicen en favor de las PyMEs.
- iv) Inversión en infraestructura. Estas acciones buscan fomentar la competitividad del país y estimular el empleo. Para ello, se acelerará el ejercicio del Programa Nacional de Infraestructura y se otorgarán recursos adicionales a los aprobados para 2009 por 31 m.m.p. para la inversión en infraestructura de Pemex y las entidades federativas (la fuente de estos recursos son el reparto de los ingresos excedentes de 2008).
- v) Transparencia, eficiencia y oportunidad del gasto público. Se aplicará la nueva Ley de Contabilidad Gubernamental en los tres órdenes de gobierno. Por otra parte, se realizará un ejercicio oportuno del gasto público aprobado para 2009 (mediante el inicio inmediato de los procesos de licitación públicos, la publicación de todas las reglas de operación de los programas de gasto federal, y la firma de convenios de

¹ El déficit de 227.5 m.m.p. incorpora: i) el mayor gasto en infraestructura por 65.1 m.m.p.; ii) la reclasificación de la inversión que venía realizando Pemex a través del esquema de Pidiregas por 149.2 m.m.p., de inversión fuera de presupuesto a inversión presupuestaria; y, iii) otros ajustes por 13.2 m.m.p. Cabe señalar que para la aprobación de este déficit público se modificó la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria de manera que, a partir de 2009, la inversión de Pemex no sea considerada para efectos del equilibrio presupuestal establecido en dicha Ley. De esta forma, el monto del déficit aprobado será igual a la inversión presupuestada de Pemex.

colaboración con los gobiernos estatales para ejercer de manera ágil el gasto federalizado que les corresponde).

De acuerdo con la información disponible, publicada en la presentación del Acuerdo Nacional en Favor de la Economía Familiar el 7 de enero de 2008, el efecto de las medidas del Gobierno Federal sobre la demanda agregada interna en 2009 será de 118.2 m.m.p. (Cuadro 2). De esta información se deriva que 57.7 m.m.p. representan el gasto público que el Gobierno Federal inyectará a la economía (esto equivale a una cifra de alrededor de 0.4 por ciento del PIB nominal esperado para 2009). Los restantes 60.5 m.m.p. corresponden al impulso en la demanda agregada como consecuencia del aumento en el ingreso disponible de las familias y las empresas, como resultado del congelamiento y reducción de los precios de los energéticos, así como el efecto sobre el consumo de los mayores retiros permitidos de las cuentas individuales de pensiones por motivo de desempleo.

Según la SHCP, el gasto público del Acuerdo no implicará un mayor déficit presupuestal al aprobado por el H. Congreso de la Unión para 2009. Las fuentes de recursos para financiar este gasto serán los ingresos públicos excedentes de 2008, ahorros y economías a obtener del gasto público aprobado, y excedentes en algunos rubros de ingresos de 2009 (no tributarios y petroleros como resultado de la depreciación cambiaria).

Es importante señalar que mientras que no se ponga en riesgo la salud de las finanzas públicas y se respeten las restricciones de financiamiento de la economía, es previsible que las medidas

contracíclicas fiscales descritas tengan un efecto favorable sobre la actividad económica.

Cuadro 2
Impacto del ANEFE en la Demanda Agregada

Medidas	mmp
Total	118.2
1. Apoyo al Empleo	21.6
1.a Programas de empleo y protección social a desempleados	6.6
1.b Ampliación del monto de retiro de ahorro en caso de desempleo	15.0
2. Apoyo a la Economía Familiar	53.7
2.a Subsidios para compra de vivienda popular y renovación de electrodomésticos	8.2
2.b Congelamiento del precio de las gasolinas y reducción del precio del gas LP	45.5
3. Competitividad de las Empresas y PyMEs	12.0
4. Inversión en Infraestructura	31.0
5. Transparencia, Eficiencia y Oportunidad del Gasto Público	0.0
Memo	
Medidas que representan un gasto del sector público (1.a+2.a+3+4)	57.7
Medidas que representan un gasto de las familias y las empresas (1.b+2.b)	60.5

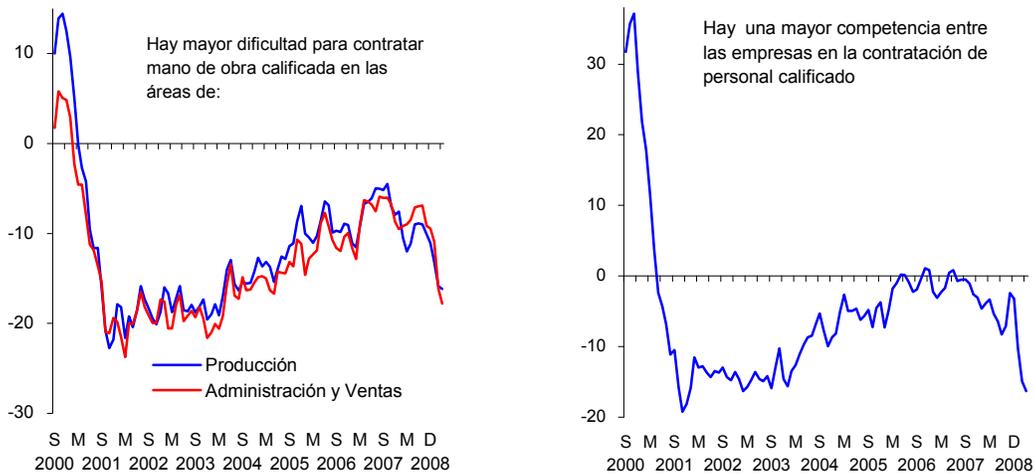
Fuente: Anuncio Presidencial sobre el Acuerdo Nacional en favor de la Economía Familiar y el Empleo del 7 de enero de 2009.

Por su parte, el congelamiento y la reducción de los precios de los energéticos aminoran las presiones inflacionarias, lo que posibilita que la política monetaria tenga mayores márgenes de maniobra para contribuir, en el margen, a impulsar la demanda agregada, sin poner en riesgo la convergencia de la inflación hacia su meta.

Durante el cuarto trimestre de 2008 la evolución de la demanda agregada y, en general, de la actividad económica en el país, no ejerció presión sobre la capacidad de producción de la economía y, por ende, sobre los precios. Esto considerando que la primera registró una fuerte desaceleración en dicho periodo y que, de hecho, el producto registró una contracción significativa a tasa anual. En este contexto, cabe comentar lo siguiente:

- a) En el trimestre referido, diferentes indicadores señalaron que el producto se ubicó por debajo del potencial y, por ende, que la brecha del producto fue negativa.
- b) En la industria manufacturera, los indicadores sobre utilización de la capacidad instalada de planta muestran que ésta se debilitó en el segundo semestre del año. Asimismo, diversos indicadores que se elaboran en el Banco de México también señalan que, a lo largo de 2008, tal actividad no enfrentó problemas de escasez de mano de obra calificada que generaran presiones salariales (Gráfica 41). De hecho, como se detalla en la siguiente Sección (3.3.1.3), la demanda de trabajo se debilitó de manera significativa en los últimos meses de ese año.
- c) Por último, cabe precisar que aunque el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se incrementó en el cuarto trimestre del año, esto no reflejó presiones de demanda, dado que respondió, tanto a la estacionalidad de dicho saldo, como al debilitamiento que presentó el saldo de la balanza comercial de productos petroleros.

Gráfica 41
Indicadores de Escasez de Mano de Obra en el Sector Manufacturero:
 Promedio móvil de dos meses de los balances de respuestas

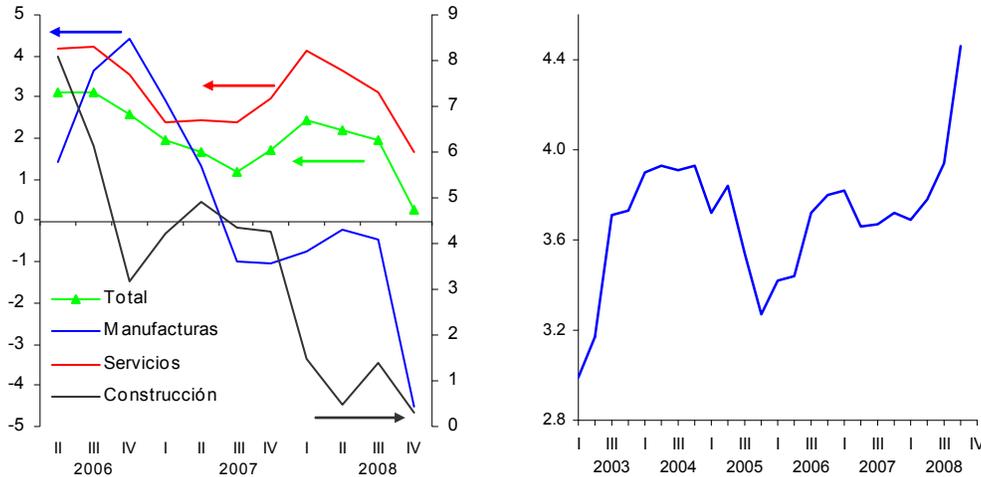


Fuente: Resultados recabados por el Banco de México de su Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Los balances de respuesta se refieren al porcentaje (ponderado) de empresas que señalaron haber enfrentado mayor dificultad para contratar mano de obra (o en su caso al de aquellas que observaron una mayor competencia entre las empresas en la contratación de personal calificado) menos el de aquellas que expresó menor dificultad.

3.3.1.3. Empleo y Productividad

El debilitamiento de la actividad económica en el cuarto trimestre y, consecuentemente, de la demanda de trabajo, se reflejó en el comportamiento de los distintos indicadores del mercado laboral: empleo, desempleo, remuneraciones reales y masa salarial. Así, por un lado, las estimaciones del Banco de México sobre los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI, misma que abarca a la totalidad del mercado de trabajo del país, muestran que en el trimestre de referencia se redujo el crecimiento anual de la población ocupada (Gráfica 42a) y que esto fue acompañado por una caída de las remuneraciones reales y de la masa salarial. Por otra parte, al cierre del cuarto trimestre el indicador de ocupación que corresponde al sector formal de la economía representado por el número de trabajadores asegurados en el IMSS registró una contracción anual que también fue acompañada por descensos del salario medio de cotización en términos reales y del indicador de masa salarial. La evolución descrita implicó un incremento del desempleo en el país. En efecto, los resultados de la ENOE del mes de diciembre muestran, con cifras desestacionalizadas, que la tendencia al alza que había presentado la Tasa de Desocupación Nacional a lo largo de 2008 se agudizó en los últimos meses del año (Gráfica 42b).

Gráfica 42
Población Ocupada Total y Tasa de Desocupación Nacional
 a) Población Ocupada
 Variaciones anuales en por ciento y promedio móvil de dos trimestres^{1/}
 b) Tasa de Desocupación Nacional
 Por ciento y datos desestacionalizados



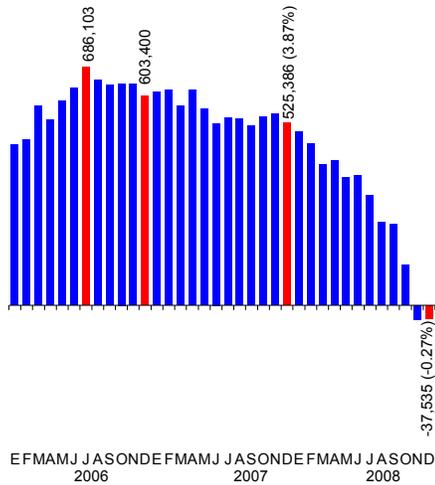
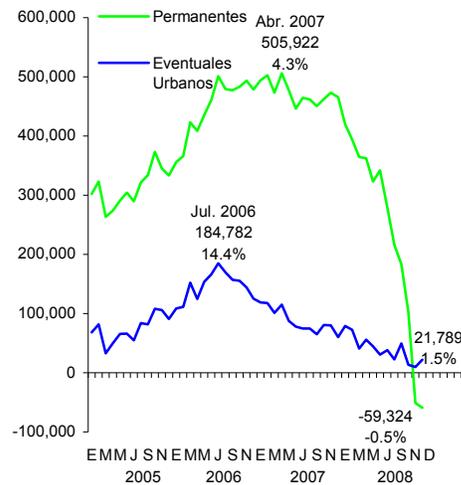
Fuente: INEGI.

1/ La serie de Población Ocupada proviene de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) e incluye a los tres sectores: primario, secundario y servicios. Las cifras de Población Ocupada del cuarto trimestre de 2008 son estimaciones del Banco de México.

La pérdida de dinamismo del empleo formal en el país a lo largo de 2008 fue notoria en el comportamiento de las variaciones anuales del número de trabajadores asegurados en el IMSS, mismas que resultaron de 405,082, 372,855, 233,085 y -37,535 personas (2.93, 2.66, 1.64 y -0.27 por ciento) al cierre del primero, segundo, tercero y cuarto trimestres del año (Gráfica 43a). Así, al cierre de diciembre de 2008, el referido número de trabajadores ya registró una caída anual que se derivó de la combinación de una disminución de 59,324 trabajadores permanentes (-0.47 por ciento) y un alza de 21,789 eventuales urbanos (Gráfica 43b).

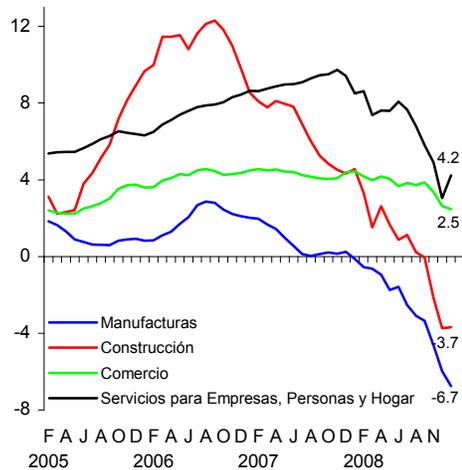
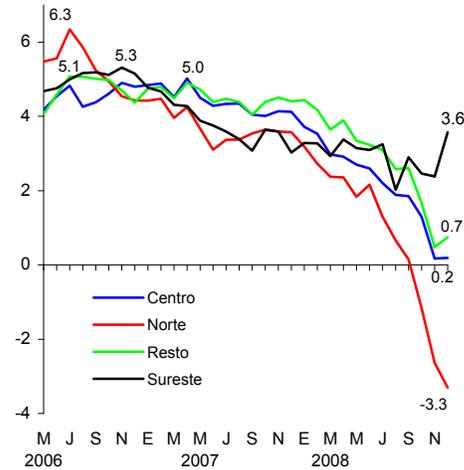
El debilitamiento del empleo formal en la economía mexicana ha sido más acentuado en el sector industrial, particularmente en las industrias manufacturera y de construcción (Gráfica 44a). Así, al cierre de diciembre de 2008 tal indicador mostró caídas anuales en la industria de la construcción de 42 mil trabajadores (-3.7 por ciento) y en el sector manufacturero de 257.7 miles de personas (-6.7 por ciento). De hecho, el empleo formal en este último sector mostró tasas anuales negativas a lo largo de todo 2008. Por otra parte, en el cuarto trimestre en el sector terciario la variación anual del número de trabajadores asegurados siguió siendo positiva, pero con una clara tendencia de desaceleración. Cabe señalar que la menor generación de empleo formal comprendió a las distintas regiones del país, pero fue más acentuada en la zona norte, donde al cierre de diciembre el número de trabajadores asegurados registró una contracción anual. Esto último fue reflejo de que en las entidades del norte del país el sector industrial tiene una mayor participación relativa en la ocupación y, particularmente, el sector manufacturero exportador (Gráfica 44b).

Gráfica 43
Trabajadores Asegurados en el IMSS

 a) Número de Trabajadores
 Variación anual de datos originales

 b) Trabajadores Permanentes y
 Eventuales Urbanos
 Variación anual absoluta


Fuente: IMSS.

Gráfica 44
Indicadores de Empleo en el Sector Formal

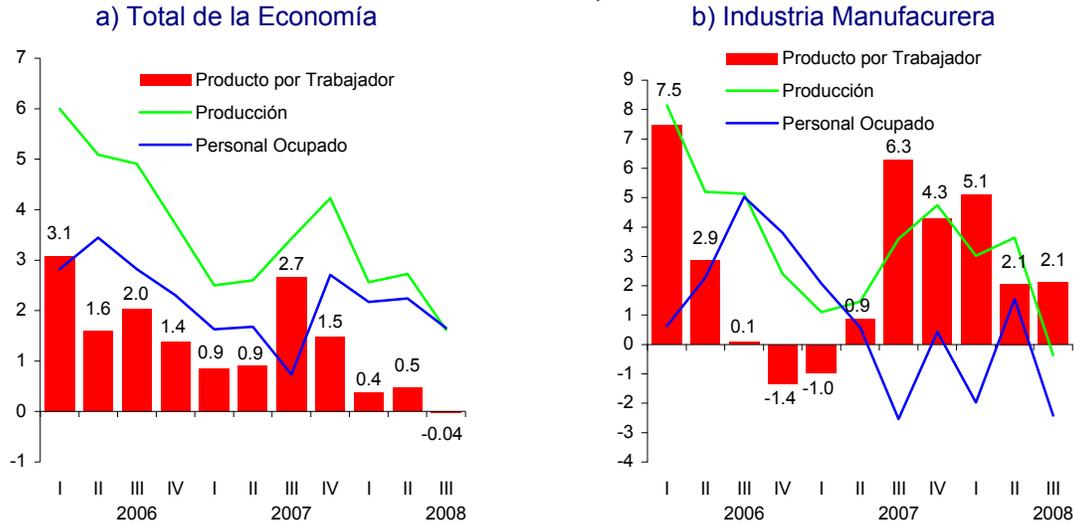
 a) Trabajadores Asegurados en el IMSS
 por Sectores^{1/}
 Variaciones anuales en por ciento

 b) Trabajadores Asegurados por
 Regiones
 Variaciones anuales en por ciento

 Fuente: IMSS y cálculos efectuados por el Banco de México.
 1/ Promedios móviles de tres meses, excepto en 2008.

Durante el cuarto trimestre de 2008 se acentuó la tendencia al alza que había presentado la Tasa de Desocupación Nacional. Así, dicha tasa medida con datos desestacionalizados registró niveles respectivos de 3.69, 3.78 y 3.94 por ciento en el primero, segundo y tercer trimestres y se elevó a 4.46 por ciento en el cuarto trimestre (Gráfica 42b).

En cuanto al producto por trabajador para el total de la economía, cabe señalar que este indicador, estimado con información de la ENOE y del Sistema de Cuentas Nacionales de México, mostró una variación negativa equivalente a

-0.04 por ciento en el tercer trimestre de 2008, cifra menor a la registrada el trimestre anterior (0.5 por ciento). Por otra parte, en el sector de la manufactura ese indicador presentó una tasa de crecimiento de 2.1%, misma cifra que la observada durante el segundo trimestre de 2008 (Gráfica 45).

Gráfica 45
Producto por Trabajador: Total de la Economía e Industria Manufacturera^{1/}
 Variación anual en por ciento



^{1/}Para calcular el producto medio por trabajador, se toma en cuenta la información de producción de Cuentas Nacionales y el personal ocupado de la ENOE.

3.3.1.4. Sector Externo

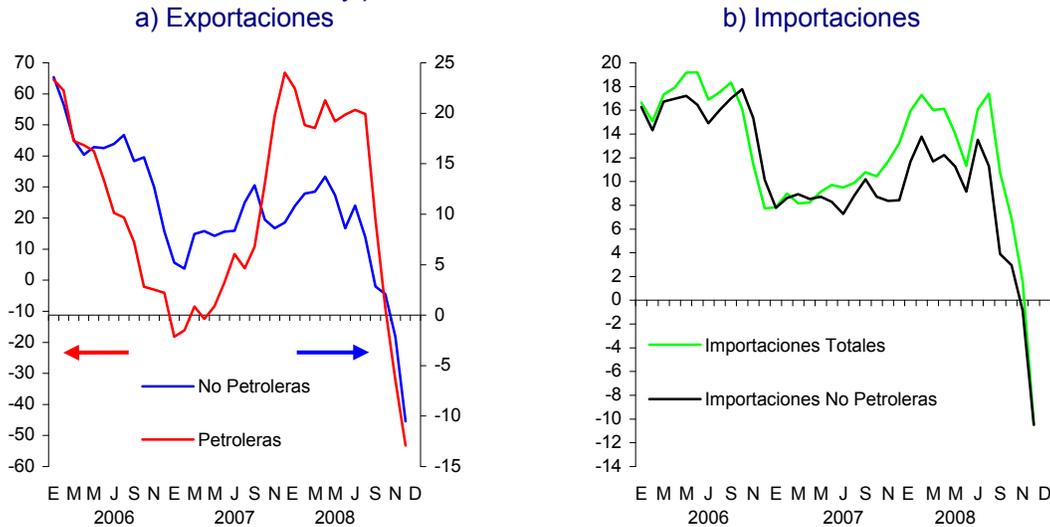
La crisis financiera que aquejó a las principales economías industriales en el cuarto trimestre de 2008 y la consecuente situación recesiva de esos países, especialmente en los Estados Unidos, impactó de manera negativa a la economía mexicana, lo que se reflejó en sus cuentas externas. Ese entorno generó, entre otros, los siguientes efectos en nuestro país: una contracción de las exportaciones no petroleras; un deterioro de los términos de intercambio del país, al disminuir drásticamente el precio del petróleo en los mercados internacionales;³⁸ menores ingresos del exterior por remesas familiares y por viajeros internacionales; y, condiciones más restrictivas de acceso a los flujos de capital del exterior, tanto crediticios como de inversión. De hecho, en el cuarto trimestre hubo egresos por inversión de cartera, tanto en el mercado accionario, como en el de dinero. En este contexto, los principales aspectos que caracterizaron la evolución de las cuentas externas en el trimestre de referencia, fueron los siguientes:

- a) Durante el cuarto trimestre de 2008 las exportaciones totales cayeron 13.8 por ciento a tasa anual, luego de que en el periodo enero-septiembre habían mostrado un incremento de 15.2 por ciento. Esta evolución fue resultado de disminuciones de 42.3 por ciento de las exportaciones petroleras (aumento de 43.1 por ciento en el lapso

³⁸ Cabe señalar que en el presente año el impacto de la disminución del precio internacional del petróleo se verá compensado parcialmente por los ingresos derivados de las operaciones de cobertura de ingresos petroleros realizadas por el Gobierno Federal en los mercados financieros internacionales. No obstante, se espera que en 2010 continúe la debilidad del precio internacional del petróleo.

enero-septiembre) y de 7.8 por ciento de las no petroleras (incremento de 10.1 por ciento en los primeros nueve meses del año; Gráfica 46a).³⁹

Gráfica 46
Exportaciones e Importaciones de Mercancías
 Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados
 y promedio móvil de dos meses



Fuente: Banco de México.

- b) La fuerte disminución del valor de las exportaciones petroleras en el último trimestre de 2008 reflejó reducciones significativas tanto del precio promedio de la mezcla mexicana del crudo de exportación, como del volumen exportado. Así, en el trimestre de referencia dicho precio se ubicó en 45.61 dólares por barril (77.33 dólares en igual periodo de 2007), en tanto que el volumen exportado registró una caída anual de 12.4 por ciento. En contraste con lo anterior, en ese trimestre las importaciones de productos petroleros mostraron un crecimiento anual de 2.7 por ciento. Cabe señalar que en el segundo semestre de 2008, el saldo superavitario de la balanza de productos petroleros registró una rápida disminución, convirtiéndose en déficit en el último trimestre. En este último lapso dicho saldo fue negativo en 372 millones de dólares, monto que se compara con los superávits de 6,184 y 3,225 millones en el segundo y tercer trimestres, respectivamente (Recuadro 9).⁴⁰

³⁹ Las exportaciones totales registraron en 2008 un crecimiento anual de 7.3 por ciento, tasa que se derivó de alzas de 17.7 por ciento de las exportaciones petroleras y de 5.4 por ciento de las no petroleras.

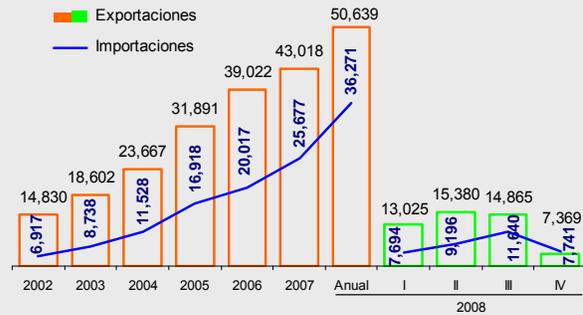
⁴⁰ Durante 2008 el valor de las exportaciones petroleras sumó 50,639 millones de dólares, lo que significó un incremento de 7,621 millones con relación al monto registrado en 2007 de 43,018 millones. Cabe señalar que en 2008 el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación resultó de 84.35 dólares por barril, mismo que se compara con 61.64 dólares en 2007. En el año de referencia el valor de las importaciones de productos petroleros mostró un incremento de 41.3 por ciento, que superó al de las exportaciones petroleras, de 17.7 por ciento.

Recuadro 9
La Balanza Comercial de Productos Petroleros

Durante los últimos años la industria petrolera en el país registró cambios significativos, mismos que impactaron a sus cuentas externas y, consecuentemente, también al saldo de la balanza comercial de productos petroleros. Los principales aspectos que caracterizaron en los últimos años a la evolución de la industria petrolera y de sus cuentas externas, son los siguientes: a) los niveles de extracción de crudo registraron una disminución significativa en el periodo 2006-2008; b) la menor extracción implicó descensos de los volúmenes de exportación de petróleo; c) el valor de la exportación de crudo presentó una fuerte tendencia al alza en el periodo 2004-2008, como reflejo de aumentos en la cotización internacional de la mezcla mexicana de crudo de exportación. Dicha tendencia se mantuvo hasta julio de 2008, pero posteriormente se revirtió rápidamente; y, d) el valor de las importaciones de productos petroleros mostró un fuerte crecimiento en los últimos años, lo que redujo el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros. De hecho, dicho saldo fue deficitario en el cuarto trimestre de 2008.

El aumento del consumo interno de productos petroleros, aunado al menor ritmo de extracción, propició que el volumen de exportación disminuyera más rápidamente que la producción. De hecho, durante 2008 la plataforma de exportación de crudo resultó en promedio de 1.403 m.b.d. (de 1.454 y 1.353 m.b.d. en el primero y segundo semestres de ese año, respectivamente), luego de haber alcanzado un máximo de 1.870 m.b.d. en 2004 (Gráfica 1).

Gráfica 3
Valor de las Exportaciones e Importaciones de Productos Petroleros
Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

El valor de las exportaciones petroleras mostró una tendencia al alza a partir de 2002 (Gráfica 3). Tal evolución reflejó hasta 2004, tanto incrementos del volumen exportado como de la cotización de la mezcla mexicana de crudo de exportación. La tendencia de precios al alza de ese energético se mantuvo hasta julio de 2008 (Gráfica 4), pero luego registró fuertes descensos al debilitarse la actividad económica mundial y, consecuentemente, también la demanda por crudo.

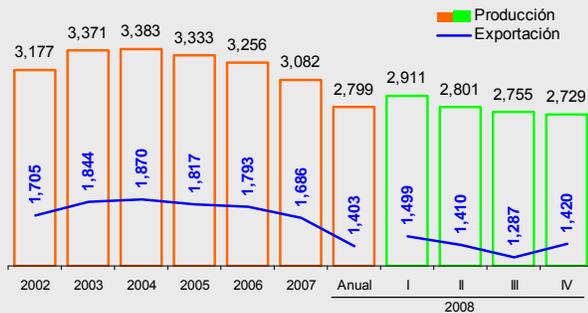
Gráfica 4
Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo Crudo de Exportación
Dólares por barril; promedio en el mes



Fuente: PEMEX.

En los últimos años el valor de las importaciones de productos petroleros mostró incrementos importantes. Dicha tendencia reflejó, por un lado, las alzas que registraron los precios de esos bienes, y, por otro, aumentos de los volúmenes importados, particularmente, en el caso de la gasolina. Cabe señalar que en 2008 las importaciones de gasolina fueron equivalentes a 33.8 por ciento del valor de las exportaciones de petróleo crudo, y en el cuarto trimestre el porcentaje correspondiente resultó de 53.9 por ciento. Estas cifras se comparan con las de 9.8 por

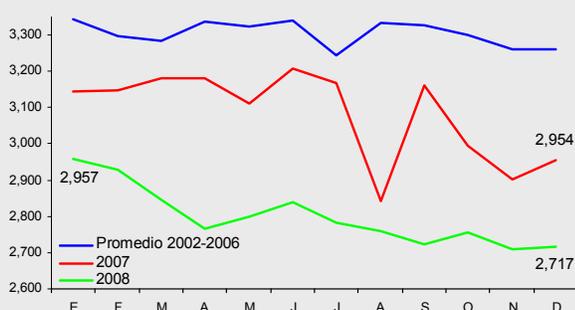
Gráfica 1
Producción y Exportación de Petróleo Crudo
Miles de barriles diarios; promedio en el periodo



Fuente: PEMEX.

La producción de petróleo crudo en el país presentó una disminución significativa en los últimos tres años. Así, en 2008 tal producción resultó en promedio de 2.799 millones de barriles diarios (m.b.d.), lo que implicó una caída de 16.6 por ciento con relación al nivel promedio registrado en el bienio 2004-2005, de 3.358 m.b.d. (Gráficas 1 y 2). Tal evolución reflejó principalmente un fuerte descenso del volumen de extracción del yacimiento de Cantarell, el de mayor importancia en la producción petrolera del país.

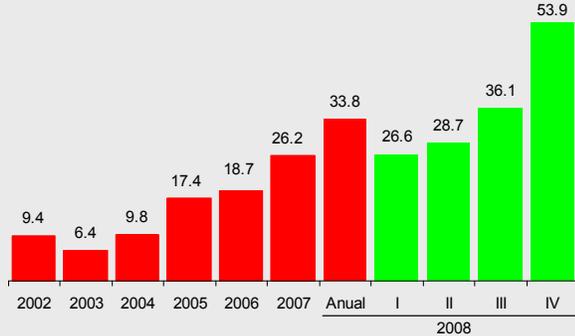
Gráfica 2
Producción de Petróleo Crudo
Miles de barriles diarios; promedio en el mes



Fuente: PEMEX.

ciento en 2004, 18.7 por ciento en 2006 y 26.2 por ciento en 2007 (Gráfica 5). De esa manera, es claro que en los años recientes ha aumentado la dependencia de las importaciones de gasolina en el consumo interno. De hecho, en 2008 tales adquisiciones en el exterior representaron el 42.9 por ciento del consumo interno de gasolina (Gráfica 6).

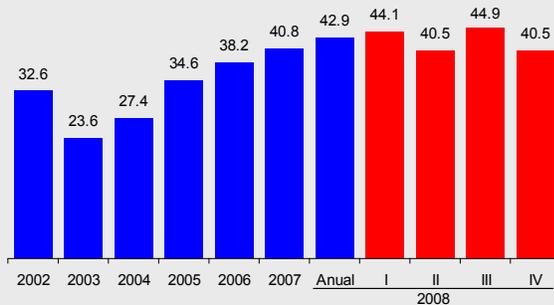
Gráfica 5
Importaciones de Gasolina como Proporción del Valor de la Exportación de Petróleo Crudo
 Por ciento



Fuente: Banco de México.

El cociente de importaciones petroleras a exportaciones de esos bienes ha aumentado gradualmente en los años recientes. Así, éste se situó en 71.6 por ciento en 2008, luego de que había sido de 46.6 por ciento en 2002, 53.1 por ciento en 2005 y 59.7 por ciento en 2007. De hecho, en el cuarto trimestre de 2008 el referido cociente resultó de 105.0 por ciento.

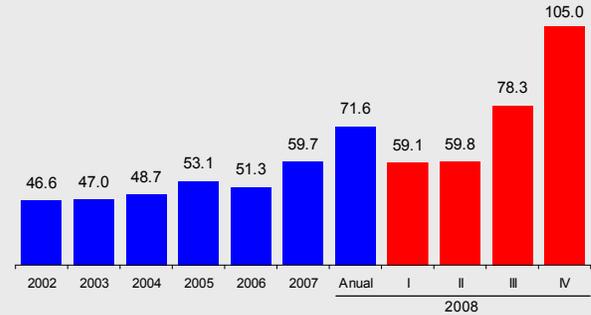
Gráfica 6
Participación de las Importaciones de Gasolina en su Consumo Interno
 Por ciento



Fuente: PEMEX.

La fuerte tendencia al alza que registró el valor de las importaciones petroleras implicó que, de 2006 a 2008, se redujera de manera importante el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros. Esto, no obstante que en ese periodo prevaleció un elevado precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación. Así, en 2006 dicho superávit resultó de 19,005 millones de dólares (Gráfica 8), pero disminuyó a 17,341 millones en 2007 y a 14,368 millones en 2008. Además, a lo largo de este último año, tal superávit cayó de manera importante al debilitarse, a partir de julio, el precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación. El referido saldo pasó de un superávit de 6,184 millones de dólares en el segundo trimestre de 2008, a 3,225 millones en el tercero y a un déficit de 372 millones en el cuarto trimestre.

Gráfica 7
Cociente de Importaciones a Exportaciones de Productos Petroleros
 Por ciento

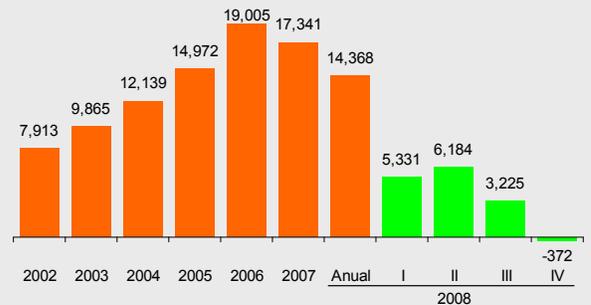


Fuente: Banco de México.

Cuadro 1
Balanza Comercial de Productos Petroleros
 Millones de dólares

	2 0 0 7		2 0 0 8			
	Anual	I	II	III	IV	Anual
Saldo	17,341	5,331	6,184	3,225	-372	14,368
Exportaciones	43,018	13,025	15,380	14,865	7,369	50,639
Importaciones	25,677	7,694	9,196	11,640	7,741	36,271

Gráfica 8
Saldo de la Balanza Comercial de Productos Petroleros
 Millones de dólares



Fuente: Banco de México.

Por último, cabe señalar que la evolución que ha mostrado en los años recientes el sector petrolero mexicano y, particularmente, el registro de un saldo deficitario en la balanza comercial de productos petroleros en el cuarto trimestre de 2008, pone en perspectiva la importancia de que se instrumente plenamente la reforma energética aprobada en octubre de 2008 por el Congreso Mexicano, así como de que se adopten las medidas adicionales que se requieran, para fortalecer a la industria petrolera del país.

- c) La caída del valor de las exportaciones no petroleras en el cuarto trimestre de 2008 reflejó reducciones tanto de las efectuadas por la

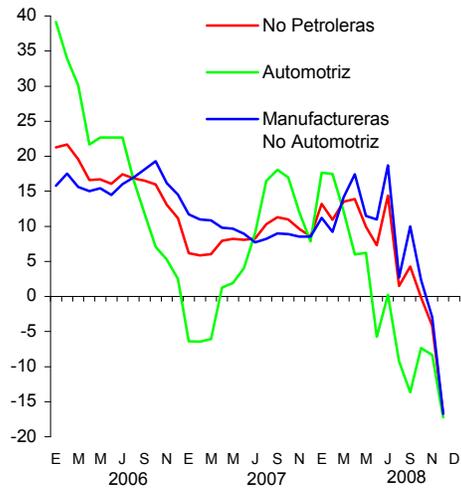
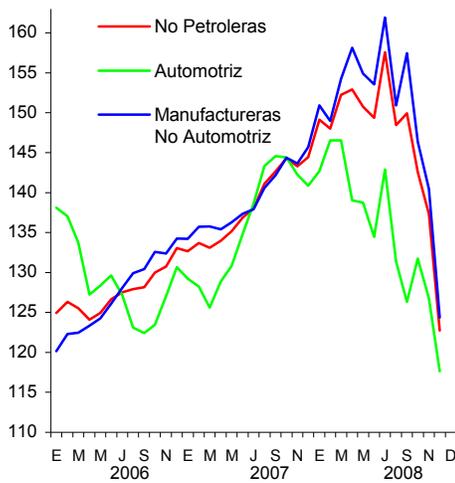
industria automotriz, como de las correspondientes al resto de los productos no petroleros (Gráfica 47). Así, las exportaciones automotrices disminuyeron 10.3 por ciento a tasa anual en dicho trimestre (-7.1 por ciento en el trimestre previo), mientras que las restantes exportaciones no petroleras descendieron 6.9 por ciento, luego de haber aumentado 13.3 por ciento en el tercer trimestre (Cuadro 5).

Gráfica 47
Exportaciones de Mercancías

Promedio móvil de tres meses, excepto en 2008

a) 2004=100 y datos desestacionalizados

b) Variaciones anuales en por ciento



Fuente: Banco de México.

d) Desde una perspectiva regional, la caída a tasa anual que registraron las exportaciones no petroleras en el último trimestre de 2008 se originó de la combinación de una contracción de las dirigidas a Estados Unidos y de una fuerte desaceleración de las canalizadas al resto del mundo (Cuadro 5). La disminución de las exportaciones al mercado estadounidense reflejó reducciones tanto de las correspondientes al sector automotriz, como del no automotriz. Por su parte, las exportaciones no petroleras canalizadas al resto del mundo (mercado no estadounidense) mostraron un pequeño crecimiento anual. No obstante, el nivel de estas últimas medidas en dólares corrientes y con datos desestacionalizados ya presentó una contracción en el cuarto trimestre de 2008 (Gráfica 48c y 48d), luego de que habían observado un dinamismo significativo en los primeros tres trimestres del año.

Cuadro 5
Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras a Distintos Mercados
Por ciento

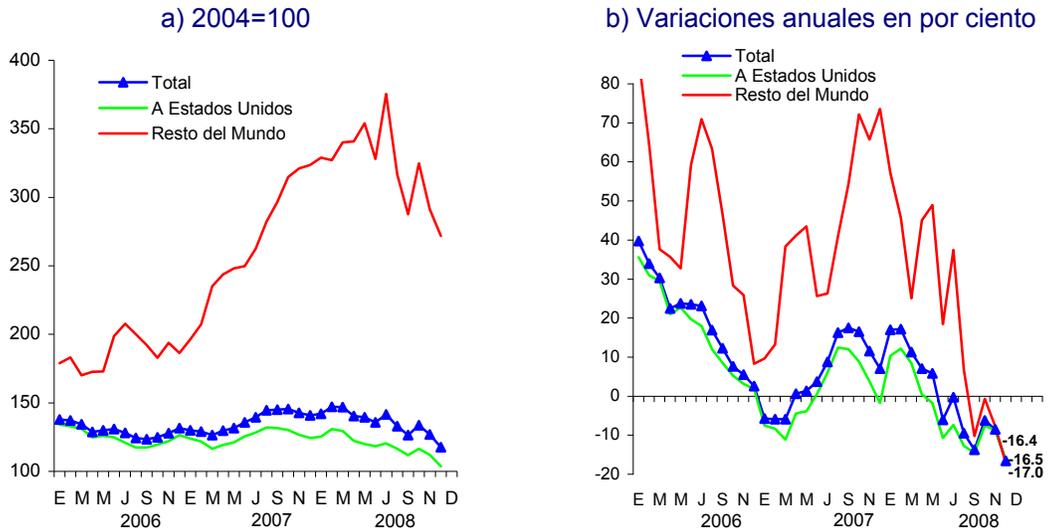
	Participación			Crecimiento Anual					
	2004	2007	2008	2007	2008				Anual
					I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Total	100.00	100.00	100.00	8.51	10.73	11.61	8.19	-7.75	5.38
Estados Unidos	88.65	82.54	79.87	4.83	7.69	6.57	4.32	-9.73	1.96
Automotriz	22.95	20.40	18.53	-0.15	8.11	-2.08	-10.68	-11.01	-4.32
Otras	65.70	62.14	61.34	6.57	7.55	9.53	9.35	-9.33	4.03
Resto del Mundo	11.35	17.46	20.13	30.16	25.88	36.88	25.94	1.03	21.53
Automotriz	2.08	4.12	4.56	48.89	38.25	38.22	9.28	-7.28	16.78
Otras	9.27	13.34	15.57	25.30	22.39	36.50	31.59	3.71	22.99
Memo:									
Automotriz Total	25.02	24.52	23.09	5.70	12.75	3.85	-7.08	-10.31	7.51
Otras Total	74.98	75.48	76.91	9.46	10.09	14.18	13.32	-6.93	29.38

Fuente: Banco de México

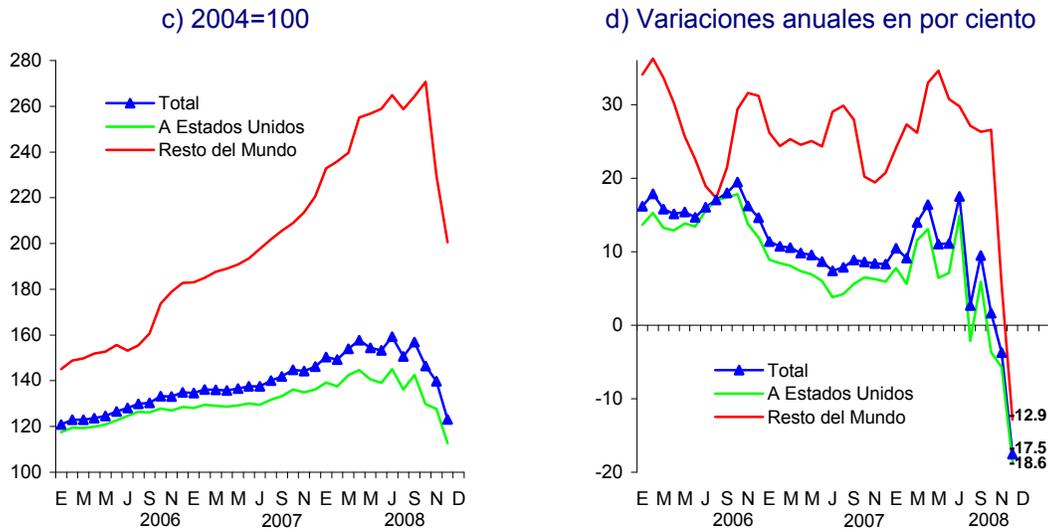
- e) En el trimestre que se reporta las importaciones de mercancías disminuyeron 6.4 por ciento a tasa anual (aumento de 15.4 por ciento en el periodo enero-septiembre). En dicho trimestre, las importaciones de productos petroleros aumentaron 2.7 por ciento, en tanto que las restantes adquisiciones en el exterior se redujeron 7.4 por ciento. Ello reflejó, por un lado, la caída anual que registró la producción nacional y, por el otro, la fuerte desaceleración de la demanda agregada, incluyendo el descenso de la demanda externa. En este marco de referencia sobresale que en el trimestre las importaciones de bienes intermedios y de consumo, una vez deducidas las compras de productos petroleros, presentaron reducciones a tasa anual, mientras que las importaciones de bienes de capital atenuaron de manera importante su ritmo de crecimiento.⁴¹

⁴¹ Durante 2008 las importaciones no petroleras registraron un crecimiento anual de 6.3 por ciento. Dicha tasa se originó de alzas de 5.6 por ciento de las importaciones de bienes intermedios no petroleros, de 16.4 por ciento de las adquisiciones externas de bienes de capital, en tanto que las de bienes de consumo no petroleros aumentaron sólo 0.04 por ciento.

Gráfica 48
Exportaciones Manufactureras a Distintos Mercados
 Datos desestacionalizados, promedio móvil de tres meses, excepto en 2008
 Automotriz



Manufactureras Sin Automotriz



Fuente: Banco de México.

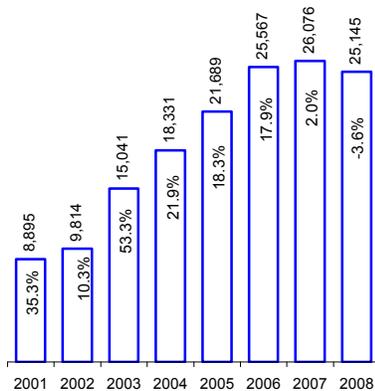
Durante el cuarto trimestre de 2008, el ingreso de recursos al país por remesas familiares continuó perdiendo fuerza. Así, en ese periodo el ingreso por remesas resultó de 6,160 millones de dólares, lo que implicó una disminución de 2.1 por ciento, luego de haber descendido en el primero, segundo y tercer trimestres del año en 2.6, 1.1 y 8.2 por ciento, respectivamente. Por otra parte, cabe recordar que en el mes de octubre el ingreso por remesas familiares presentó un elevado incremento anual, de 11.4 por ciento, que reflejó un fenómeno temporal en respuesta a la significativa depreciación que registró ese mes el tipo de cambio del peso con relación al dólar estadounidense. Con lo anterior, en 2008 las remesas sumaron 25,145 millones de dólares (Gráfica 49),

con una caída anual de 3.6 por ciento.⁴² Tal evolución de las remesas es atribuible a varios factores, que ya han sido comentados en Informes Sobre la Inflación de trimestres anteriores.⁴³

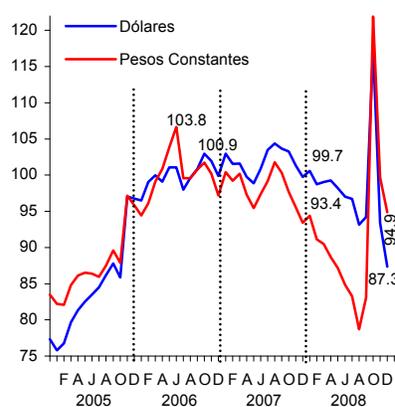
Gráfica 49 Remesas Familiares

Millones de dólares y millones de pesos constantes;
datos desestacionalizados

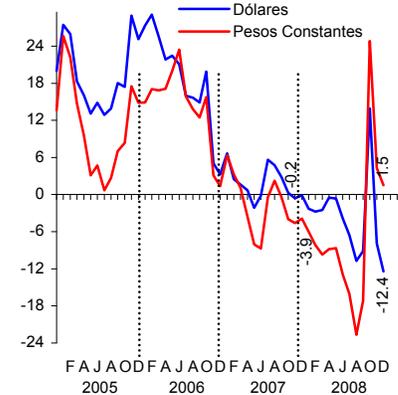
a) Millones de dólares y variaciones anuales en por ciento



b) Índices 2006=100



c) Variaciones anuales en por ciento



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

Con base en la información mencionada en párrafos anteriores, aunada a la disponible sobre otros renglones de las cuentas externas, se estima que en el cuarto trimestre de 2008 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya alcanzado un déficit de 6.5 miles de millones de dólares. Lo anterior implica que en todo ese año el saldo deficitario la cuenta corriente habría sumado 15.8 miles de millones, monto equivalente a 1.4 puntos del PIB. Por otro lado, se calcula que en el cuarto trimestre la cuenta de capital (incluyendo errores y omisiones) haya registrado un superávit de aproximadamente 8.6 miles de millones de dólares. Este saldo sería el resultado neto de los siguientes conceptos: entradas de recursos por concepto de inversión extranjera directa y por financiamiento de proyectos Pidiregas; y, egresos asociados a desendeudamiento externo del sector público y a inversión extranjera de cartera en los mercados accionario y de dinero. Por último, durante el cuarto trimestre, la reserva internacional neta del Banco de México se incrementó en 2,129 millones de dólares. Con lo anterior, su saldo al cierre de 2008 se ubicó en 85,441 millones de dólares.

⁴² El monto referido incorpora una revisión al alza de ese flujo del exterior. La revisión comprendió a las cifras de los últimos años al incluir recursos adicionales por remesas derivados de la incorporación de nuevos intermediarios, así como por otros ajustes de esta estadística. Un aspecto importante a destacar es que la revisión de cifras no modificó la tendencia de debilidad del ingreso por remesas observado a lo largo de 2008.

⁴³ Véase la página 59 del Informe Sobre la Inflación de Julio-Septiembre de 2008, así como el Recuadro 3 "Evolución Reciente del Ingreso por Remesas Familiares" (página 32), del Informe Sobre la Inflación correspondiente a Enero-Marzo de ese mismo año.

Cuadro 6
Balanza de Pagos

	2007					2008				
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Anual
Cuenta Corriente	-5,114	-1,836	-373	-779	-8,102	-2,320	-2,147	-4,831	-6,487^e	-15,785^e
Balanza Comercial	-2,454	-2,308	-2,395	-2,918	-10,075	-1,500	-767	-6,414	-8,157	-16,838
Exportaciones	60,269	67,656	70,269	73,681	271,875	70,258	79,514	78,482	63,552	291,806
Importaciones	62,723	69,964	72,664	76,599	281,950	71,758	80,281	84,896	71,709	308,644
Servicios No Factoriales	-525	-1,909	-2,266	-1,559	-6,259	-772	-1,944	-2,411	-1,629	-6,756
Servicios Factoriales	-8,154	-4,612	-2,752	-2,673	-18,191	-5,907	-6,377	-2,506	-2,963	-17,753
Transferencias	6,019	6,993	7,040	6,371	26,423	5,859	6,941	6,500	6,262	25,562
Remesas Familiares	5,916	6,898	6,967	6,295	26,076	5,763	6,824	6,398	6,160	25,145
Cuenta de Capital	6,751	2,408	2,984	8,518	20,660	6,971	2,368	2,666	8,616^e	20,621^e
Errores y Omisiones	-125	174	662	-2,983	-2,272	1,389	1,408	-187	0	2,610
Variación de la Reserva										
Internacional Neta	1,516	744	3,285	4,767	10,312	6,051	1,629	-2,359	2,129	7,450
Ajustes por Valoración	-4	2	-12	-11	-25	-11	0	7	0	-4

e/ Cifras estimadas.

Nota: En la cuenta de capital del cuarto trimestre de 2008 se incluyó el renglón de errores y omisiones.

Fuente: Banco de México.

3.3.2. Ahorro Financiero y Financiamiento

3.3.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

Durante el cuarto trimestre de 2008, la base monetaria tuvo un incremento nominal anual promedio de 15.9 por ciento, con lo que presentó una variación porcentual anual promedio de 12.5 por ciento, cifra similar al crecimiento promedio observado en 2007 de 12.7 por ciento.^{44,45} Es posible que a este dinamismo hayan contribuido, por una parte, un cambio en la composición de cartera entre efectivo y depósitos bancarios como consecuencia de la entrada en vigencia del Impuesto a los Depósitos en Efectivo (IDE), a partir del primero de julio y, por otra, el importante flujo de remesas registrado en octubre. De esta forma, al cierre de diciembre de 2008, el saldo de la base monetaria ascendió a 577,543 millones de pesos, un incremento de 82,799 millones de pesos con respecto a diciembre de 2007.

Como se mencionó anteriormente, a diciembre de 2008, el saldo de la reserva internacional del Banco de México ascendió a 85,441 millones de dólares, 7,450 millones de dólares superior al saldo de diciembre del año anterior. Por su parte, en el periodo de referencia, los activos internacionales netos se incrementaron en 7,997 millones de dólares, para ubicarse en diciembre de 2008 en 95,232 millones de dólares. El incremento en la base monetaria, no obstante el aumento de los activos internacionales resultó en un aumento en el crédito interno neto del Banco de México por 616 millones de pesos en 2008 (Cuadro 7).

⁴⁴ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

⁴⁵ En el cuarto trimestre de 2008, el saldo de billetes y monedas en poder del público registró una variación anual de 14.3 por ciento, mientras que la caja de los bancos se incrementó 27.8 por ciento.

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

	Saldos		Variación	Flujos en 2008				Acumulados al 31 Dic. 2008
	Al 31 Dic. 2007	Al 31 Dic. 2008	Al 31 Dic. 2008	Trimestre				
				I	II	III	IV	
(A) Base Monetaria (Pesos)	494,743	577,543	16.7	-47,032	-97	11,001	118,927	82,799
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	952,227	1,317,292	38.3	42,576	29,824	49,219	-39,436	82,183
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	87,235	95,232	9.2	3,931	2,911	4,811	-3,656	7,997
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-457,484	-739,750	61.7	-89,608	-29,921	-38,218	158,363	616
(D) Reserva Bruta (Dólares)	87,211	95,302	9.3	3,923	2,912	4,818	-3,562	8,091
Pemex				4,962	5,830	8,598	3,364	22,754
Gobierno Federal				-2,732	-650	-3,269	1,878	-4,772
Venta de dólares a la banca ^{3/}				-936	-1,760	-800	-15,178	-18,674
Otros ^{4/}				2,628	-508	289	6,374	8,783
(E) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	9,220	9,861	6.9	-2,128	1,282	7,177	-5,690	640
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] ^{5/}	77,991	85,441	9.6	6,051	1,629	-2,359	2,129	7,450

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

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

3/ Corresponde a las ventas de dólares realizadas conforme a: i) el mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (hasta el 31 de julio); ii) las subastas diarias realizadas a partir de 9 de octubre; y iii) las subastas extraordinarias de dólares realizadas en el mes de octubre (véase los comunicado de prensa de la Comisión de Cambios del 20 de marzo de 2003, del 25 de julio de 2008 y 8 de octubre de 2008).

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

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

3.3.2.2. Medidas Instrumentadas para Preservar el Buen Funcionamiento de los Mercados Financieros en México

Hasta finales del tercer trimestre de 2008, la turbulencia financiera internacional había afectado en mayor medida a las economías avanzadas, aunque ya se observaba un deterioro en los precios de los activos emitidos por la mayoría de las economías emergentes y en sus índices accionarios, así como mayores dificultades de acceso a su financiamiento en los mercados internacionales. No obstante, como se ha mencionado, a partir de mediados de septiembre de 2008, se intensificó la crisis financiera internacional y se esparcieron sus efectos a nivel global. La extrema aversión al riesgo generada en este entorno de elevada incertidumbre ha generado la búsqueda, por parte de los inversionistas, de activos financieros más seguros, reduciendo la liquidez en prácticamente todos los mercados financieros del mundo, al tiempo que se han incrementando los costos del financiamiento y generado mayores restricciones de acceso a algunos mercados financieros. Este deterioro en las condiciones financieras condujeron al Banco de México, en coordinación con la SHCP, a adoptar una conjunto de medidas orientadas a proveer de liquidez a los mercados financieros en México (Véase el Recuadro 4 del Informe sobre la Inflación del Tercer Trimestre de 2008).

En lo que respecta a la liquidez en dólares, en el cuarto trimestre de 2008 se anunciaron dos medidas principales. En primer lugar, en el mes de octubre se generaron problemas de falta de liquidez en el mercado cambiario, como resultado de la demanda por dólares que se observó en un número elevado de países emergentes, en la búsqueda de activos más seguros, y por la elevada demanda de dólares por parte de algunas empresas para hacer frente a sus posiciones en instrumentos derivados en esta divisa. Frente a estos problemas de liquidez, la Comisión de Cambios decidió intervenir en el mercado cambiario. Estas intervenciones buscan asegurar el buen funcionamiento del mercado cambiario a través de la provisión de la liquidez que éste requiere. Estas

intervenciones se han realizado a través de dos tipos de subastas. Por un lado, a partir del 9 de octubre y hasta nuevo aviso, se reactivó el mecanismo de venta de dólares a través de subastas diarias.⁴⁶ El Banco de México ha ofrecido diariamente 400 millones de dólares mediante subasta a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior.⁴⁷ Las asignaciones realizadas a través de este mecanismo de subasta al cierre de 2008 representaron un monto acumulado de 4,178 millones de dólares y al 21 de enero de 2009 el monto total acumulado ascendió a 4,844 millones de dólares, en un total de 15 operaciones. Asimismo, en el mes de octubre se realizaron subastas extraordinarias de divisas para atender demandas excepcionales mencionadas anteriormente. En dicho mes se realizaron cinco subastas extraordinarias de dólares, las cuales significaron la venta de divisas por 11,000 millones de dólares.⁴⁸ De esta manera, el monto total de dólares vendidos a través de estas subastas ascendió a 15,178 millones de dólares al cierre de diciembre de 2008 y a 15,844 millones de dólares al 21 de enero de 2009.

En segundo lugar, el 29 de octubre de 2008 el Banco de México estableció líneas de intercambio de monedas (SWAP) con la Reserva Federal de los Estados Unidos hasta por un monto de 30 mil millones de dólares y con vigencia al 30 de abril de 2009.⁴⁹ Dichos recursos pueden ser dispuestos con la finalidad de proveer de liquidez en dólares a las instituciones financieras en México. La Reserva Federal ha establecido mecanismos similares con bancos centrales de diversos países con la finalidad de contribuir al mejoramiento de las condiciones de liquidez global en los mercados financieros internacionales y mitigar la propagación de las dificultades para obtener financiamientos en dólares de Estados Unidos en economías que han sido bien administradas y que cuentan con fundamentos sólidos. Cabe señalar que la reserva internacional del Banco de México se mantiene elevada y que no ha sido necesario utilizar este mecanismo. No obstante, la disponibilidad de esta línea de intercambio contribuye a mejorar la percepción de riesgo de la economía mexicana y a aumentar el margen de maniobra del banco central.

En lo referente a la liquidez interna, en octubre de 2008 el Banco de México decidió establecer de manera preventiva facilidades adicionales para la provisión temporal de liquidez a los bancos con base en la experiencia de otros países que recientemente han enfrentado situaciones en las que a los bancos se les dificulta acceder a medios de fondeo en el mercado de dinero. Estas facilidades de liquidez son adicionales a las facilidades operativas tradicionales por las cuales los bancos pueden recibir crédito del Banco de México.⁵⁰

Por otra parte, ante las condiciones de incertidumbre de los mercados financieros, se observó una mayor preferencia por instrumentos financieros de plazos más cortos y una reducción en la demanda y en la liquidez del mercado de

⁴⁶ Véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 8 de Octubre de 2008.

⁴⁷ El mecanismo de subastas diarias por 400 millones de dólares es similar al que el Banco de México instrumentó entre el 19 de febrero de 1997 y el 2 de julio de 2001 (Véase la Circular-Telefax 10/97 y la Circular Telefax 18/2001).

⁴⁸ Las subastas extraordinarias de dólares se efectuaron el 8 de octubre (998 millones de dólares), 9 de octubre (1,502 millones de dólares), 10 de octubre (6,000 millones de dólares), 16 de octubre (1,500 millones de dólares) y por última ocasión en 2008 el 23 de octubre (1,000 millones de dólares).

⁴⁹ Véase Comunicado de Prensa del Banco de México del 29 de octubre de 2008.

⁵⁰ Las facilidades de liquidez están reguladas por las circulares 48/2008 y 49/2008 expedidas por el Banco de México los días 13 y 17 de octubre de 2008, respectivamente. Las condiciones de financiamiento a través de estas facilidades de liquidez vigentes actualmente están establecidas en la circulares 61/2008 y 63/2008 expedidas el 8 y 18 de diciembre, respectivamente.

valores de mediano y largo plazo. Por ello, el Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público anunciaron diversas medidas orientadas a mitigar los problemas de liquidez, con el objetivo de restablecer el funcionamiento ordenado de los mercados financieros nacionales.⁵¹ A continuación se presentan las medidas anunciadas, así como la utilización de estos programas.

En primer lugar, el Gobierno Federal y el Instituto Bancario de Protección al Ahorro (IPAB) modificaron su programa de colocaciones primarias de valores del cuarto trimestre de 2008, incrementando el monto de colocaciones de valores de corto plazo y reduciendo la emisión de valores de mediano y largo plazo.

En segundo término, con el objetivo de proveer de liquidez a los mercados, el Banco de México instrumentó un programa de subastas de compra de bonos del IPAB hasta por un monto de 150,000 millones de pesos. El 18 de noviembre de 2008, se concluyó este programa con la tercera subasta de compra de estos bonos, con una compra total de valores del IPAB por 146,702 millones de pesos. Estas operaciones incrementaron la tenencia de valores en el balance del Banco de México y tuvieron como contraparte una reducción en el crédito a los intermediarios financieros.⁵²

En tercer lugar, otra medida adoptada para mejorar el funcionamiento de los mercados financieros consistió en la realización, por parte del Banco de México, de subastas de intercambio de flujos resultado de tasas de interés fijas de largo plazo por tasas revisables de corto plazo (SWAP de Tasas de Interés), con el propósito de que los participantes puedan disminuir la sensibilidad de sus carteras ante fluctuaciones de la curva de rendimientos.⁵³ Cabe señalar que de los 50,000 millones de pesos subastados por este programa, se asignaron 4,400 millones de pesos.

Asimismo, como una medida adicional para fortalecer la liquidez de los mercados financieros, el 30 de octubre de 2008 el Gobierno Federal anunció su intención de realizar recompras de Bonos M y Udibonos hasta por 40,000 millones de pesos.⁵⁴ Estas subastas fueron realizadas en diciembre a través del Banco de México. Con respecto a la compra de Bonos M, se realizaron dos subastas por un monto total de 33,000 millones de pesos y se asignaron posturas por 4,342.1 millones de pesos. Por otra parte, se llevó a cabo una subasta de compra de Udibonos por 1,680 millones de UDIS, en la que el monto de títulos asignados fue de 712.6 millones de UDIS.

Una medida adicional fue la introducción de facilidades regulatorias temporales para las Sociedades de Inversión con el propósito de contar con mayor flexibilidad en la recomposición de sus portafolios.⁵⁵ La Comisión Nacional Bancaria y de Valores emitió una norma para permitir temporalmente (seis meses

⁵¹ Véase Comunicado de Prensa conjunto del Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 27 de octubre de 2008 y Comunicado de Prensa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 30 de octubre de 2008.

⁵² Véase Boletín Semanal sobre el Estado de Cuenta del Banco de México del 25 de noviembre de 2008.

⁵³ En estas subastas el Banco de México ofreció como tasa variable la tasa de interés interbancaria de equilibrio (TIIE) a 28 días mientras que los participantes en la subasta determinaron la tasa de interés fija que estaban dispuestos a pagar.

⁵⁴ Véase Comunicado de Prensa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 30 de octubre de 2008.

⁵⁵ Véase Comunicado de Prensa conjunto del Banco de México y la Secretaría de Hacienda y Crédito Público del 27 de octubre de 2008.

a partir del 30 de octubre de 2008) que las Instituciones Financieras puedan realizar operaciones de compra y venta de valores gubernamentales con las Sociedades de Inversión que formen parte del mismo Grupo Financiero.⁵⁶

Finalmente, en lo referente al mercado de deuda privada, con la finalidad de contribuir al buen funcionamiento del mercado de deuda interno y apoyar la renovación de las emisiones bursátiles en este mercado, Nacional Financiera (Nafin) y el Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext) instrumentaron a partir del 23 de octubre de 2008 un programa de refinanciamiento de papel comercial del sector privado. Este programa consiste en el otorgamiento selectivo de garantías para la emisión de instrumentos de deuda de corto plazo hasta por 50 por ciento del monto emitido y hasta por un monto de 50,000 millones de pesos.⁵⁷ Las emisiones de corto plazo que han utilizado este programa hasta el 23 de enero ascendieron a 11,943 millones de pesos. Cabe señalar que estas emisiones representan 12.9 por ciento del monto emitido en el mercado de valores privados no bancarios de corto plazo desde la aparición del programa.

3.3.2.3. Ahorro Financiero

Durante los últimos meses de 2008, la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica afectó el ahorro de las empresas y los hogares, generando una reducción en las fuentes internas de recursos financieros de la economía. Por otra parte, ante la presencia de mayores niveles de incertidumbre y el aumento en la aversión al riesgo en los mercados financieros se observó una recomposición de los portafolios de activos financieros a favor de activos de mayor calidad y con un rendimiento más seguro.

Como consecuencia de la recomposición del portafolio hacia activos más líquidos, en el bimestre octubre-noviembre de 2008 se observó una recuperación en el crecimiento de los activos financieros más líquidos (agregados monetarios estrechos). En este periodo, el agregado monetario M1 presentó una variación real anual de 3.3 por ciento, superior a la observada en el tercer trimestre, de -0.5 por ciento real (Gráfica 50a).⁵⁸

Por su parte, el ahorro en activos financieros a plazo continuó mostrando una tendencia hacia un menor crecimiento real. La tenencia de activos financieros internos a plazo en poder de los residentes (la diferencia entre M2 y M1), registró en el bimestre octubre-noviembre una variación real anual de 3.7 por ciento, cifra inferior al crecimiento de 4.9 por ciento del tercer trimestre (Gráfica 50b).⁵⁹ Al interior de este agregado, se observó un cambio en la composición del portafolio de activos de los residentes hacia instrumentos de captación bancaria y se redujo su tenencia de valores. En particular, en el mes de octubre de 2008 la captación bancaria a plazo presentó un flujo mensual de 143.2 miles de millones de pesos, mientras que la tenencia de valores públicos y

⁵⁶ Véase Diario Oficial de la Federación del 30 de octubre de 2008.

⁵⁷ Véase Comunicado de Prensa de Nacional Financiera del 22 de octubre de 2008.

⁵⁸ El agregado monetario M1 está compuesto por los billetes y monedas en poder del público, las cuentas de cheques y los depósitos en cuenta corriente en poder de residentes del país.

⁵⁹ Los activos financieros internos a plazo en poder de residentes del país (M2-M1) incluyen a la captación a plazo en la banca y en las sociedades de ahorro y préstamo, los valores públicos y privados (incluyendo la cartera de estos valores por parte de las Siefiores) y los fondos para la vivienda y los fondos para el retiro distintos de los invertidos por las Siefiores.

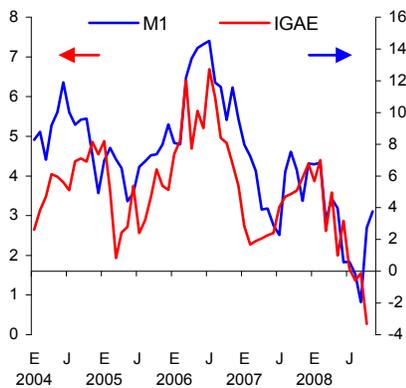
privados se redujo en 127.3 miles de millones de pesos con respecto al mes anterior.⁶⁰

Aún cuando los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos se han mantenido en niveles elevados, la creciente aversión al riesgo de los inversionistas ha generado una reducción de la demanda de los no residentes por activos financieros internos. En el bimestre octubre-noviembre de 2008, la tenencia de activos financieros en poder de no residentes presentó un flujo negativo de 56.5 miles de millones de pesos, lo que implicó que en términos anuales la tasa de crecimiento real promedio se redujera de 52.7 por ciento en el tercer trimestre a 22.2 por ciento en octubre-noviembre (Gráfica 50c). Como consecuencia de estos cambios, el agregado monetario más amplio M4 registró una reducción en el crecimiento real anual promedio de 5.9 por ciento en el tercer trimestre a 4.6 por ciento en el periodo octubre-noviembre (Gráfica 50c).⁶¹

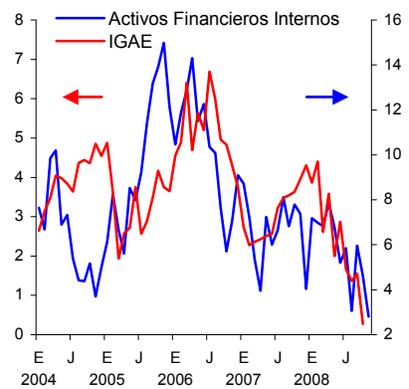
Gráfica 50

Ahorro Financiero y Actividad Económica

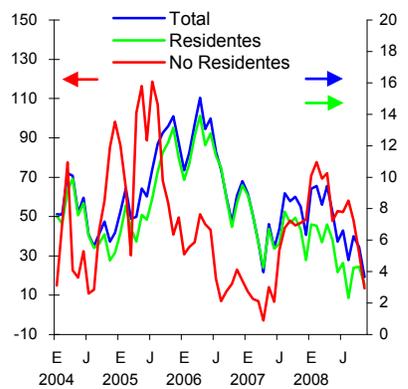
a) M1 e IGAE ^{1/}
Variación real anual en por ciento



b) Activos Financieros a Plazo en Poder de Residentes (M2-M1) e IGAE ^{1/}
Variación real anual en por ciento



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



1/ IGAE: Promedio móvil de 3 meses.

3.3.2.4. Financiamiento

La intensificación de la crisis financiera internacional, caracterizada por una extrema aversión al riesgo y una reducción importante en la liquidez de todos los mercados financieros han generado una reducción en los recursos para el financiamiento de la economía, un incremento en el costo del financiamiento, así como mayores restricciones de acceso a algunos mercados financieros. Bajo estas condiciones, el sistema financiero pierde capacidad para actuar como un factor que amortigüe la desaceleración de la actividad económica, a través del otorgamiento de crédito, y, por el contrario, podría llegar a retroalimentar el deterioro de la economía real. Al igual que en un gran número de países, el reto para las autoridades financieras es romper los canales a través de los cuales se retroalimentan la restricción crediticia y la menor actividad económica.

⁶⁰ Cabe señalar que parte de la reducción de valores públicos se debe a una reducción en el valor de mercado de algunos instrumentos, en particular los valores de mediano y largo plazo.

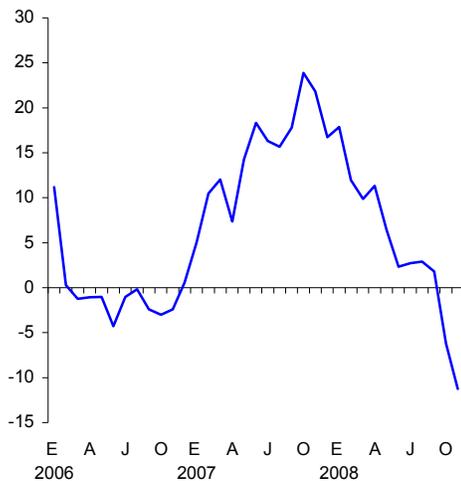
⁶¹ El agregado monetario M4 incluye los activos financieros internos (líquidos y a plazo) y la captación de las sucursales y agencias de bancos mexicanos en el exterior, en poder de los residentes y de los no residentes.

En el cuarto trimestre de 2008, se redujo el crecimiento del financiamiento al sector privado y se incrementó su costo, tanto el externo como el proveniente de fuentes internas a través de la emisión de valores y el otorgado por el sistema bancario.

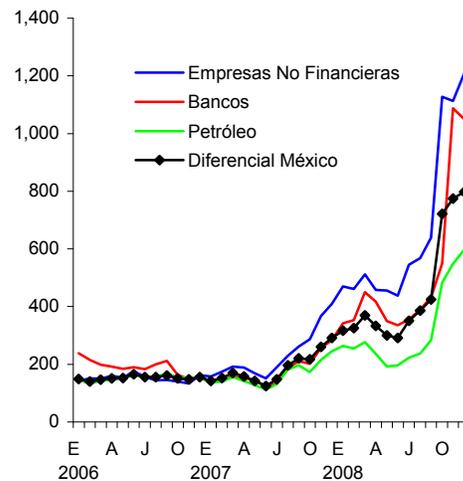
Desde principios de 2008, las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales han implicado importantes restricciones de acceso al financiamiento de las empresas a través de la emisión de deuda en estos mercados y fuertes incrementos en su costo. El deterioro de las condiciones de este financiamiento se acentuó en el último trimestre del año. En noviembre de 2008, el saldo de este financiamiento registró una reducción en términos anuales de 11.3 por ciento, mientras que en septiembre creció a una tasa de 1.8 por ciento (Gráfica 51a). En lo referente al costo de este financiamiento, a partir de octubre se observa una ampliación significativa de los diferenciales de las tasas de interés de los títulos emitidos en el exterior por las empresas respecto a la tasa libre de riesgo (Gráfica 51b). Para el caso de las empresas no financieras, el indicador del diferencial se amplió en alrededor de 570 puntos base. Por estos motivos, es de esperar que en el futuro próximo los mercados internacionales de deuda no sean una fuente de financiamiento significativa para las empresas privadas residentes en México.

Gráfica 51
Emisión de Deuda Privada en los Mercados Internacionales y Diferencial de Tasas de Valores Corporativos en el Exterior

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



b) Diferencial de Tasas de los Títulos de Deuda Corporativos en el Exterior de Empresas Residentes: por Sector ^{1/}
 Puntos base



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

Durante los primeros tres trimestres de 2008, al restringirse de manera importante las posibilidades de las empresas mexicanas para acceder al financiamiento en los mercados internacionales, se incrementó el uso del mercado interno de deuda privada, principalmente por las empresas no financieras. No obstante, las condiciones de poca liquidez y elevada aversión al riesgo prevalecientes en el último trimestre de 2008 generaron una reducción en

el financiamiento a través de la emisión de deuda y mayores costos de financiamiento en este mercado. Así, en diciembre de 2008 el saldo total de títulos de deuda privada creció a una tasa real anual de 6.2 por ciento, inferior al crecimiento observado en septiembre de 26.4 por ciento.

El mercado de deuda del sector privado está compuesto por emisiones del sector financiero no bancario, con una participación en diciembre de 2008 de 38.9 por ciento del total, y de empresas privadas no financieras cuyo saldo representó de 61.1 por ciento. En el caso de los títulos emitidos por el sector financiero no bancario, se observa una desaceleración en su crecimiento desde mediados de 2007, principalmente como resultado de la fuerte reducción en el financiamiento a través de instrumentos de corto plazo (Gráfica 52a). No obstante, en el cuarto trimestre de 2008 se acentuó el menor crecimiento de este mercado. En diciembre de 2008 el saldo de valores de empresas privadas no financieras presentó una reducción en términos reales anuales de 0.4 por ciento, mientras que en septiembre registró un crecimiento de 21.4 por ciento. El componente de corto plazo es el que sufrió un mayor deterioro con una tasa de crecimiento real anual negativa de 32.6 por ciento (en septiembre tuvo una reducción real anual de 1.4 por ciento). Por su parte, en diciembre de 2008, los valores de mediano plazo crecieron en términos reales anuales en 16.4 por ciento (35.1 por ciento en septiembre).

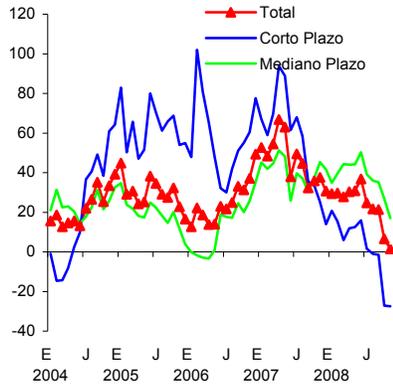
Por su parte, como se mencionó, las empresas privadas no financieras incrementaron el uso de este mercado para obtener financiamiento, tanto de corto como de mediano plazo. Así, el promedio trimestral de tasas de crecimiento real anual en estos trimestres fue de 12.4, 17.2 y 28.3 por ciento, respectivamente. No obstante, el deterioro de las condiciones financieras durante el cuarto trimestre limitaron de manera importante el uso de este mercado para el financiamiento de las empresas. En particular, en el entorno de poca liquidez e incertidumbre las posibilidades para emitir deuda de mediano plazo se vieron limitadas. El crecimiento real anual del financiamiento total de las empresas privadas no financieras en este mercado pasó de 29.9 por ciento en septiembre de 2008 a 10.8 por ciento en diciembre (Gráfica 52b). En diciembre, el componente de mediano plazo creció 0.7 por ciento en términos reales anuales, mientras que en septiembre lo hizo a una tasa de 21.1 por ciento. Por su parte, las emisiones de corto plazo que mostraron un fuerte deterioro en octubre y noviembre, se recuperaron parcialmente durante diciembre de 2008 y las primeras semanas de enero de 2009.

En el cuarto trimestre de 2008, las tasas de interés del mercado de deuda privada reflejaron las condiciones de mayor astringencia y menor liquidez prevalecientes en todos los mercados financieros. Se observaron incrementos tanto en las tasas de interés de corto como de mediano plazo. En diciembre de 2008, las tasas de interés de las nuevas emisiones de corto plazo se realizaron a una tasa promedio ponderada de 10.7 por ciento (10.4 por ciento las de empresas no financieras y 11.2 por ciento de las emisiones de las empresas financieras), lo que significó un incremento de 197 puntos base respecto a la tasa promedio de septiembre (Gráfica 52c). Por su parte, el promedio ponderado de las tasas de las emisiones vigentes de deuda de mediano plazo, de acuerdo con la información del rendimiento al vencimiento en el mercado secundario, fue de 10.9 por ciento en diciembre de 2008 (10.6 por ciento para las empresas no financieras y 11.4 por ciento para las financieras no bancarias), mientras que en septiembre se ubicó en 9.5 por ciento.

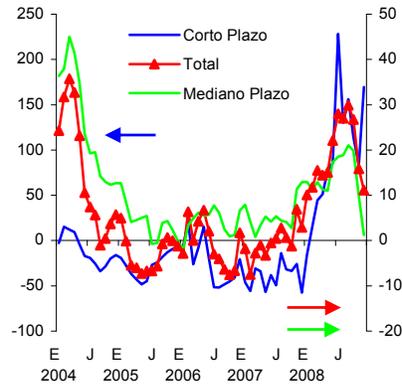
Gráfica 52

Mercado Interno de Deuda Privada

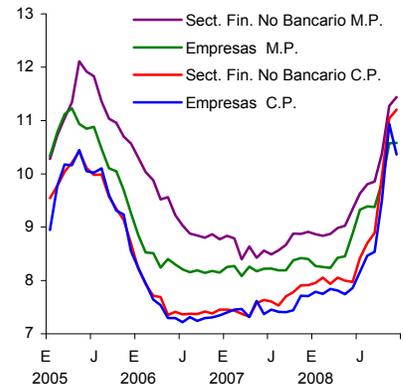
a) Títulos de Empresas Financieras No Bancarias
Variación real anual en por ciento



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



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



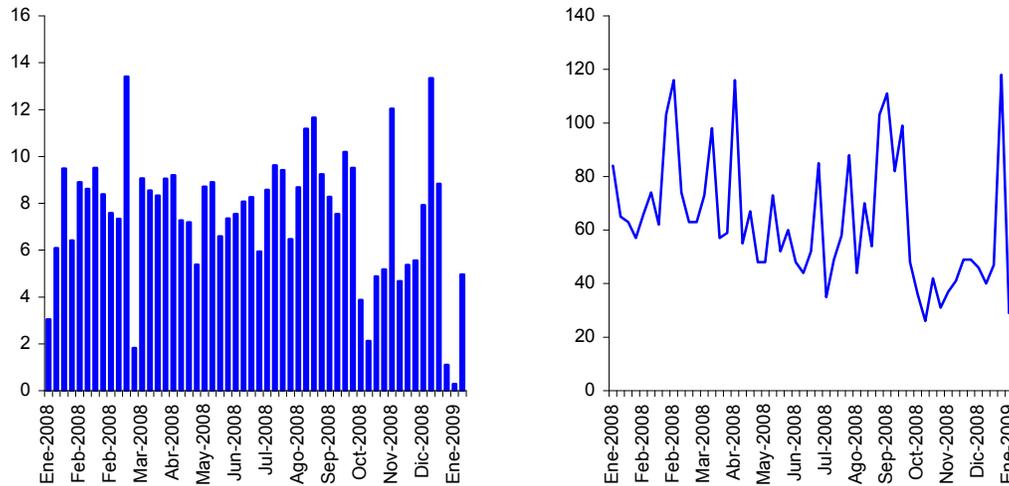
El deterioro de las condiciones financieras limita el acceso a financiamiento en los mercados, principalmente de mediano y largo plazo. En estas circunstancias, el funcionamiento del mercado de corto plazo cobra mayor importancia para permitir a las empresas el refinanciamiento de obligaciones previas.

En el mes de octubre de 2008, el mercado deuda privada de corto plazo, mostró una reducción significativa de los montos y los plazos de las nuevas emisiones. Así mientras que en el periodo enero-septiembre el promedio semanal de colocación de las nuevas emisiones fue de 8,155 millones de pesos, con un plazo promedio semanal de 69 días, en octubre se redujeron a una colocación promedio semanal de 4,000 millones de pesos y un plazo promedio de 34 días. No obstante, en los meses de noviembre y diciembre se observó una ligera mejoría en este mercado, a lo que posiblemente contribuyó el programa de garantías de Nafin y Bancomext mencionado con anterioridad. En el bimestre noviembre-diciembre el monto promedio semanal colocado fue de 6,568 millones de pesos y un plazo promedio de 51 días (Gráfica 53a y Gráfica 53b).⁶²

⁶² Cabe señalar que las dos últimas semanas de diciembre pueden ser atípicas como consecuencia de una menor colocación estacional al cierre del año.

Gráfica 53
Valores Privados de Corto Plazo

- a) Colocación Semanal de Valores Privados a Corto Plazo
Miles de millones de pesos
- b) Plazo Promedio de Colocación de Valores Privados de Corto plazo
Días



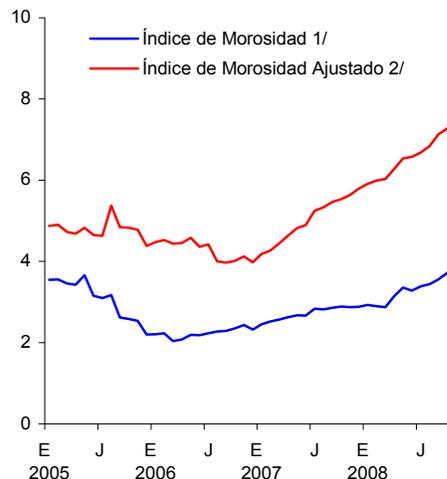
En lo que respecta al crédito otorgado por la banca comercial al sector privado no financiero, este ha continuado mostrando un menor dinamismo, incrementos en los indicadores del costo de estos créditos y un deterioro de la calidad de la cartera de crédito, particularmente de la cartera de crédito al consumo. En un entorno de fuerte desaceleración de la actividad económica y de un deterioro en las perspectivas de su evolución, en general, la demanda por crédito a disminuir. Por su parte, la oferta se ha visto afectada tanto por las condiciones de menor liquidez y mayor restricción de financiamiento prevalecientes en los mercados financieros, como por la mayor percepción del riesgo de la cartera de crédito, en particular del crédito al consumo.

En el bimestre octubre-noviembre de 2008, el crédito directo vigente de la banca comercial al sector privado no financiero presentó una tasa de crecimiento real anual promedio de 9.7 por ciento, cifra inferior a la observada en el tercer trimestre de 12.6 por ciento (Gráfica 54a). En lo referente a la morosidad de la cartera de crédito de la banca comercial al sector privado, en noviembre se observó un aumento en los niveles tanto del Índice de Morosidad (IMOR) como del Índice de Morosidad Ajustado (IMORA). El IMOR se situó en 3.9 por ciento, mientras que el IMORA ascendió a 7.5 por ciento (Gráfica 54b).⁶³

⁶³ El Índice de Morosidad (IMOR) y el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA). El IMOR, se define como la proporción que representa la cartera vencida de la cartera total. No obstante, debido a que este índice se ve afectado por las decisiones de la banca sobre la venta o los castigos de esta cartera, un indicador más preciso del grado de deterioro del cumplimiento de las obligaciones de los deudores es el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA). El IMORA se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos, entre la suma de la cartera de crédito directa total más los castigos o pérdidas antes mencionados (Véase el Reporte sobre el Sistema Financiero 2007, página 51 y Recuadro 21). Para más información acerca del uso e interpretación de estos indicadores, ver Informe sobre la Inflación de Julio-Septiembre de 2008.

Gráfica 54
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado No Financiero e Índices de Morosidad

 a) Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado No Financiero
 Variación real anual en por ciento

 b) Índice de Morosidad e Índice de Morosidad Ajustado del Crédito al Sector Privado No Financiero
 Por ciento


1/ El índice de morosidad se define como el cociente de la cartera de crédito directa vencida entre la cartera de crédito total. Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial. Fuente: CNBV.

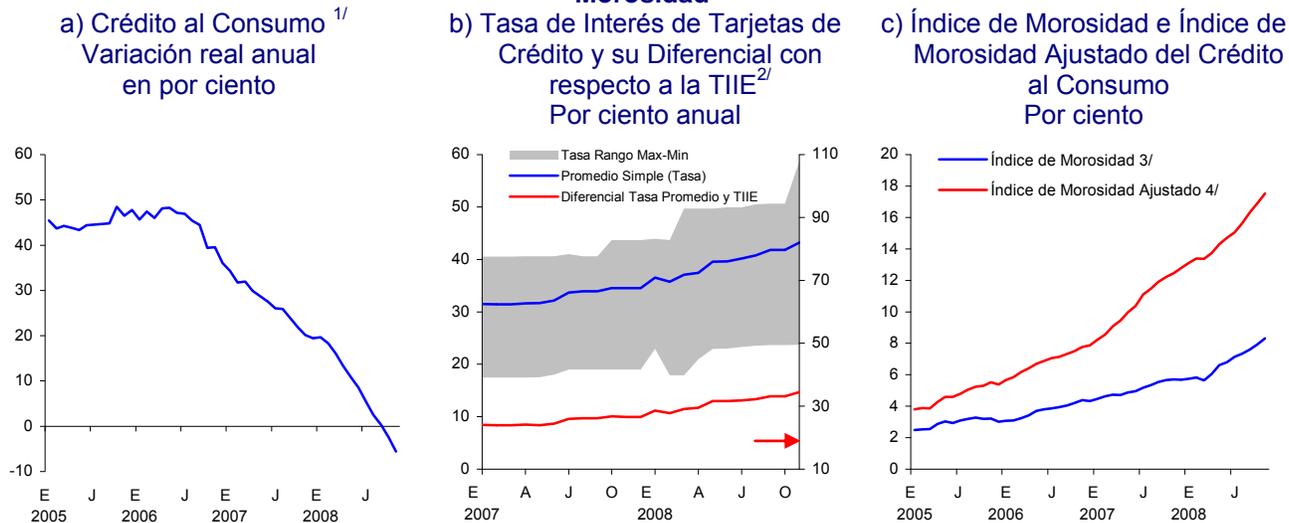
2/ El índice de morosidad ajustado se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Las cifras a partir de marzo de 2008 incluyen el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial. Fuente: Banco de México y CNBV.

Al interior del crédito de la banca comercial al sector privado, la cartera que ha sufrido una desaceleración más acentuada es la cartera de crédito al consumo. Por un lado, la demanda de crédito se ha reducido tanto por una reducción de la masa salarial, como por un deterioro de la confianza del consumidor. Por otra parte, el cambio en las condiciones financieras generales hacia una situación de mayor astringencia crediticia, aunado al deterioro que ha venido mostrando la cartera de crédito al consumo, han endurecido las condiciones de otorgamiento de este tipo de crédito. Durante el periodo octubre-noviembre de 2008, el crédito directo vigente al consumo presentó una reducción en promedio de 3.9 por ciento en términos reales anuales, mientras que en el tercer trimestre había crecido a una tasa real anual promedio de 2.8 por ciento (Gráfica 55a). Por su parte, los indicadores de tasas de interés de tarjetas de crédito han mantenido una tendencia al alza.⁶⁴ En el bimestre octubre-noviembre de 2008, el promedio de este indicador fue de 42.5 por ciento, mientras que en el tercer trimestre promedió 40.9 por ciento (Gráfica 55b).

La calidad de la cartera de crédito de la banca comercial al consumo ha continuado mostrando un mayor deterioro. En noviembre de 2008, IMOR se situó en 8.3 por ciento y el IMORA en 17.5 por ciento (Gráfica 55c). Cabe señalar que en agosto de 2008, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) modificó los porcentajes de reservas preventivas aplicables a la cartera de crédito al consumo con la finalidad de que reflejen de manera adecuada su comportamiento

⁶⁴ La información referente a tasas de interés de tarjetas de crédito corresponde a las tasas de un conjunto de tarjetas de crédito reportado por la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de las Instituciones Financieras (Condusef).

y nivel de riesgo.⁶⁵ Esta resolución obliga a las instituciones bancarias, a partir de octubre de 2008, a incrementar el nivel de reservas preventivas en su balance y recortar el plazo en el que se alcanza el 100 por ciento de reservas de los créditos de nueve a siete meses de incumplimiento.

Gráfica 55
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Consumo, Tasa de Interés de Tarjetas de Crédito e Índices de Morosidad


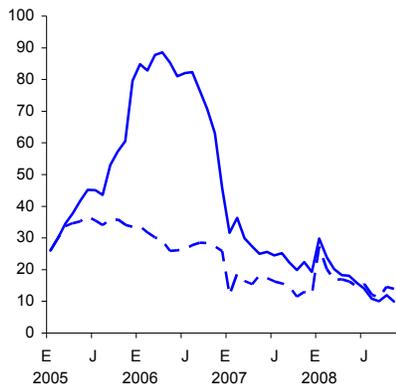
El crédito de la banca comercial para la adquisición de vivienda mostró una moderación en sus tasas de crecimiento y un ligero aumento en sus indicadores de costo (CAT). En el bimestre octubre-noviembre de 2008, el crédito directo vigente destinado a la adquisición de vivienda mostró una variación real anual promedio de 10.9 por ciento, mientras que en el tercer trimestre se situó en 11.6 por ciento (Gráfica 56a). Con relación a los indicadores del costo de este financiamiento, medido a través del CAT de un producto bancario estándar, a partir de septiembre se observó un incremento en el CAT promedio y un movimiento hacia arriba del rango de dispersión de este indicador. Cabe señalar que en septiembre algunos bancos dejaron de ofrecer algunos de sus productos de menor costo.⁶⁶ En el periodo octubre-noviembre de 2008, el CAT promedio fue de 13.8 por ciento (Gráfica 56b), mientras que en el tercer trimestre este indicador había promediado 13.4 por ciento. Por su parte, en noviembre de 2008, el IMOR de la cartera hipotecaria de la banca comercial se situó en 3.3 y el IMORA en 5.1 por ciento (Gráfica 56c).

⁶⁵ De acuerdo a la resolución de la CNBV que modifica las disposiciones de carácter general aplicables a las instituciones de crédito, emitida en el Diario Oficial el 22 de agosto de 2008, las instituciones deberán ajustarse a la nueva tabla de provisionamiento de la cartera de crédito al consumo descrita en el Artículo 91 de dicha resolución, a más tardar al cierre del mes de octubre de 2008.

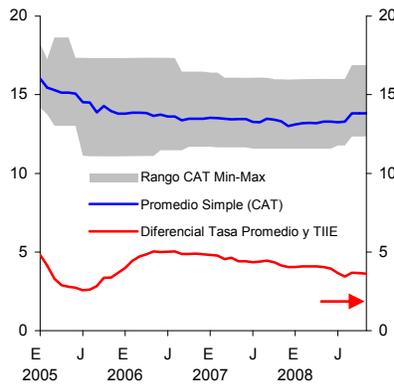
⁶⁶ En este caso se presenta el promedio simple del Costo Anual Total (CAT) del crédito a la vivienda de un producto estándar y no el promedio ponderado, debido a que no se cuenta con información sobre los saldos por crédito correspondientes a dicho producto.

Gráfica 56
Crédito Vigente de la Banca Comercial a la Vivienda, Costo Anual Total del Crédito a la Vivienda e Índices de Morosidad

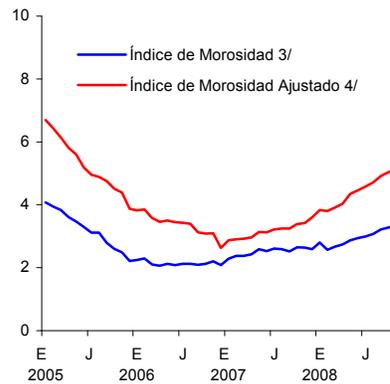
a) Crédito a la Vivienda ^{1/}
Variación real anual
en por ciento



b) Costo Anual Total (CAT) del
Crédito a la Vivienda y
Diferencial entre Tasa de Interés
del Crédito Hipotecario y TIIE ^{2/ 3/}
Por ciento anual



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



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

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

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

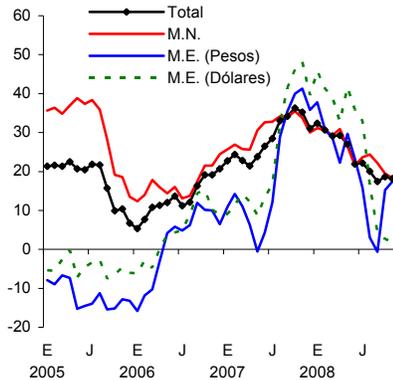
4/ El índice de morosidad ajustado se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos entre la suma de la cartera de crédito total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Fuente: Banco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

En lo referente al crédito de la banca comercial a las empresas privadas no financieras, también se ha observado una reducción en la tasa de crecimiento de este crédito, aunque se ha mantenido creciendo a tasas elevadas. En el bimestre octubre-noviembre de 2008, la tasa promedio de crecimiento del crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas no financieras se situó en 18.4 por ciento, cifra inferior a la correspondiente al tercer trimestre de 2008 de 19.9 por ciento (Gráfica 57a). Cabe señalar que en el cuarto trimestre de 2008, el crecimiento real anual de este crédito refleja, en adición al financiamiento otorgado, efectos de valuación de la cartera de crédito denominada en moneda extranjera. En el bimestre octubre-noviembre la tasa de crecimiento real anual de la cartera de crédito en moneda nacional a las empresas fue de 18.9 por ciento. Por su parte, si bien la variación real anual de la cartera de crédito otorgada en moneda extranjera a las empresas fue de 16.3 por ciento, al considerar su variación anual en dólares, la tasa de crecimiento fue de 2.3 por ciento (Gráfica 57a).⁶⁷ En lo que respecta a las tasas de interés asociadas a este crédito, éstas no han mostrado variaciones importantes. En el periodo octubre-noviembre de 2008, el promedio simple de las tasas de interés del crédito a las empresas fue 15.5 por ciento (Gráfica 57b). Por su parte, los índices de morosidad de esta cartera se han mantenido en niveles reducidos, si bien, en el margen, mostraron un ligero deterioro. En noviembre de 2008 el IMOR se situó en 1.5 por ciento y el IMORA en 1.9 por ciento (Gráfica 57c).

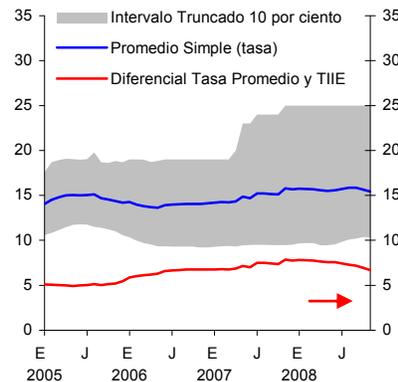
⁶⁷ En el tercer trimestre de 2008, antes de la depreciación cambiaria, en promedio el 18.8 de la cartera de crédito de la banca comercial a las empresas privadas no financieras estaba denominado en moneda extranjera.

Gráfica 57
Crédito Vigente de la Banca Comercial a las Empresas, Tasas de Interés del Crédito a las Empresas e Índice de Morosidad Ajustado

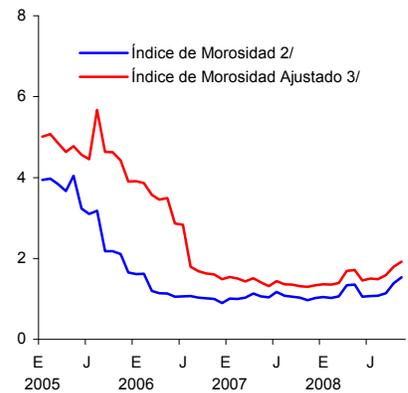
a) Crédito a las Empresas
Variación real anual
en por ciento



b) Tasas de Interés del
Crédito a las Empresas y
su Diferencial Respecto a TIIE ^{1/}
Por ciento anual



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



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

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

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

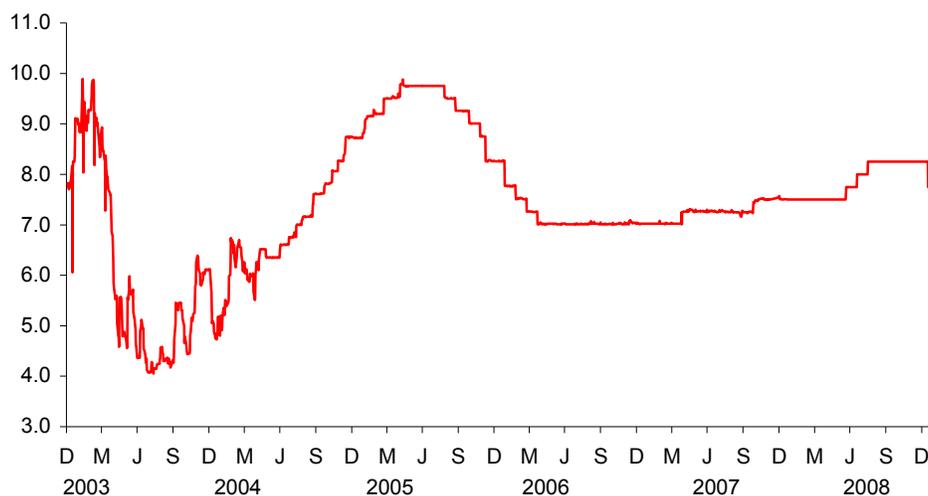
Finalmente, es importante mencionar que, a pesar de la magnitud de los choques que han afectado al sector financiero en nuestro país y en el resto del mundo, éste ha salido relativamente bien librado. El funcionamiento de los mercados continúa siendo ordenado y el sistema bancario mexicano ha mantenido niveles de capitalización adecuados, por encima de los niveles requeridos en la regulación.

4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2008

Considerando que el buen funcionamiento del sistema financiero es una condición necesaria para el crecimiento, a la vez que favorece un entorno propicio para la estabilidad de precios, durante el cuarto trimestre de 2008 el Banco de México, en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, llevó a cabo diversas acciones para preservar el buen funcionamiento de los mercados de capitales nacionales (ver sección 3.3.2.2). De no haberse tomado dichas acciones, los efectos sobre la actividad económica doméstica pudieron haber sido muy disruptivos.

En materia de política monetaria, el 16 de enero de 2009 la Junta de Gobierno del Banco de México decidió reducir el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria de 8.25 por ciento a 7.75 por ciento (Gráfica 58). Como se muestra a continuación, esta decisión obedeció a un cambio importante en el balance de riesgos, en donde aquéllos asociados a la actividad económica se han deteriorado más que los que se refieren a la inflación.

Gráfica 58
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.

Las acciones de política monetaria que lleva a cabo un banco central inciden con cierto rezago sobre la economía y, en especial, sobre los precios. Por consiguiente, para alcanzar su meta de inflación, las autoridades monetarias suelen tomar sus decisiones con base en una evaluación cuidadosa de la coyuntura económica, así como en sus previsiones acerca de la evolución futura de la inflación y en el balance de riesgos que ésta enfrenta.

En cuanto a los factores que recientemente han afectado a la inflación, destacan diversos por el lado de la oferta: i) las repercusiones de los incrementos en los precios internacionales de las materias primas que se presentaron en la

primera mitad de 2008 sobre diversos precios domésticos no fueron inmediatos, por lo que aun después de que dichas referencias internacionales comenzaron a disminuir en el tercer trimestre del año pasado, los efectos sobre la inflación al consumidor en México continuaron siendo al alza (una explicación de ello se encuentra en los Recuadros 1 y 2 de este Informe); ii) la política del Gobierno Federal con relación a los precios de ciertos bienes y servicios públicos. En particular, el haber congelado los precios de los energéticos durante el último trimestre de 2007, en combinación con los incrementos en los precios de estos bienes que se dieron durante el último trimestre de 2008, implicaron fuertes incrementos a tasa anual de dichos precios en los últimos meses del año pasado; y, iii) posibles efectos del traspaso del tipo de cambio a los precios al consumidor. A este respecto, es importante señalar que, por su naturaleza, estos factores pueden tener efectos importantes sobre los costos de las empresas y, por consiguiente, sobre las perspectivas inflacionarias de los agentes económicos.

El efecto de los factores señalados dio lugar a que, contrario a lo que sucedió con la inflación al consumidor en la mayoría de los países avanzados y en algunos emergentes, la inflación en México presentara una trayectoria al alza durante el cuarto trimestre de 2008. En particular, en la Gráfica 59a se observa que la media truncada de la inflación general continuó mostrando una tendencia al alza durante el último trimestre de 2008.⁶⁸ Por su parte, la Gráfica 59b muestra que la proporción de la canasta del INPC cuyos genéricos han presentado variaciones anuales en su precio de 4 por ciento, o más, continuó incrementándose en el último trimestre de 2008 (área gris).⁶⁹

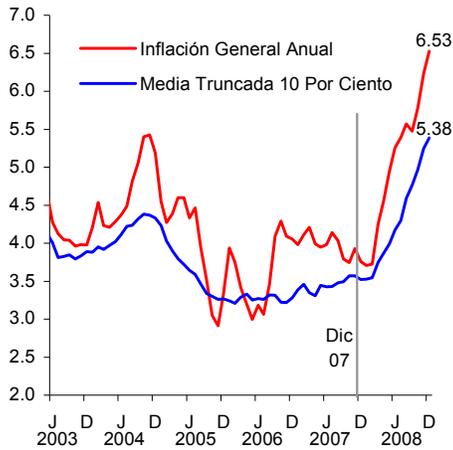
Por lo que respecta a la evolución de las expectativas de inflación, en la Gráfica 3 se aprecia que en aquéllas recabadas por medio de encuestas entre analistas del sector privado, el efecto de los factores de oferta antes descritos tuvo, durante el cuarto trimestre de 2008, una influencia al alza sobre las mismas. Así, tanto en la encuesta recabada por el Banco de México (Gráfica 60a), como en la encuesta de Infosel (Gráfica 60b), se continuó observando un incremento en el promedio de las expectativas de inflación para los cierres de 2009 y 2010 y para el promedio para los siguientes 4 años (hasta diciembre de 2008).

⁶⁸ Entre los genéricos que registraron incrementos importantes en sus precios, pero que se ubicaron en el centro de la distribución, se encuentran genéricos del subíndice de precios administrados y concertados (colectivo, autobús urbano y electricidad, entre otros), genéricos del subíndice de alimentos (refrescos envasados, masa y harinas de maíz, tortilla de maíz –presentación empaquetada-, entre otros); y genéricos del subíndice de otras mercancías no alimenticias (neumáticos, licuadoras, planchas eléctricas, entre otros).

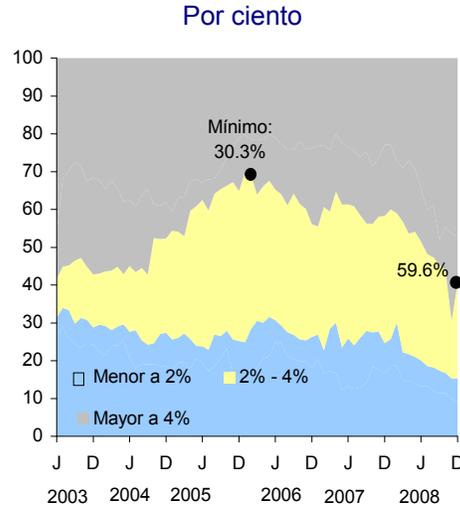
⁶⁹ Entre los genéricos que contribuyeron a dicho incremento se encuentran, refrescos envasados y masa y harina de maíz dentro del subíndice de alimentos; y periódicos, revistas, estufas, lavadoras de ropa, planchas eléctricas y muebles diversos para el hogar, pertenecientes al subíndice de otras mercancías. Es importante mencionar que parte del incremento que se observa en este indicador (área gris) de octubre a noviembre y que, posteriormente, se revierte en diciembre se debe a la evolución de los precios del genérico de Vivienda propia. La variación anual del precio de dicho genérico aumentó de 3.95 en octubre a 4.08 en noviembre y posteriormente disminuyó a 3.92 en diciembre. Cabe señalar que dicho genérico representa 11.97 por ciento de la canasta del INPC.

Gráfica 59
Indicadores de Inflación

a) Inflación General e Indicador de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento^{1/}
Por ciento



b) Participación de Genéricos en el INPC con Variación Anual en su Precio dentro del Intervalo Indicado^{1/}
Por ciento

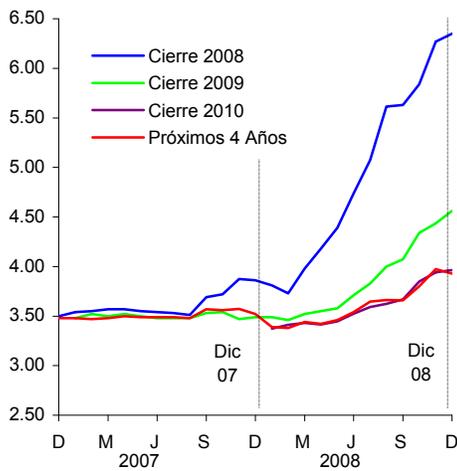


1/ La media truncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se 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.

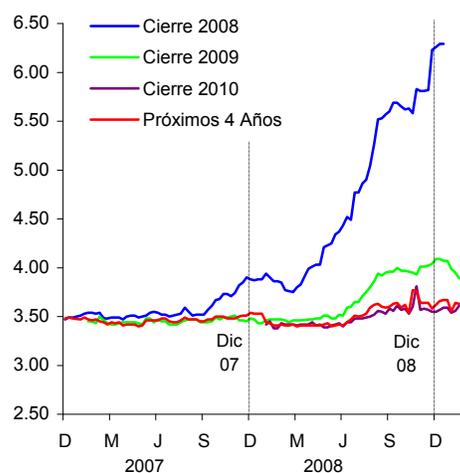
1/ La proporción de la canasta de un índice de precios cuyas variaciones anuales en precios se han encontrado dentro un determinado rango se calcula de la siguiente forma: i) se definen los rangos de interés; ii) se calcula la inflación anual de cada uno de los genéricos del índice de precios en cuestión; iii) los genéricos se agrupan en los rangos de interés con base en su inflación anual; y iv) se suman los ponderadores de los genéricos que se encuentran en cada rango.

Gráfica 60
Expectativas de Inflación General Anual^{1/}

a) Encuesta Banco de México
Por ciento anual



b) Encuesta Infosel
Por ciento anual



1/ La encuesta del Banco de México se publica con una frecuencia mensual.

1/ La encuesta de Infosel se publica con una frecuencia semanal.

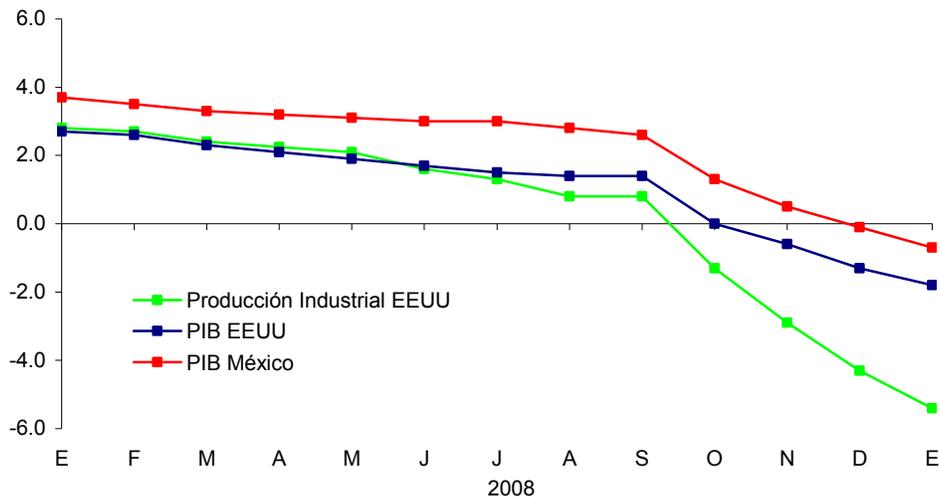
Sin embargo, a raíz de los acontecimientos más recientes, las previsiones para la inflación en México y, en particular, el balance de riesgos que ésta enfrenta, han presentado un cambio importante.

Por un lado, el panorama para la actividad económica en México se ha deteriorado de manera sustancial. En la Gráfica 61 se observa que las expectativas para la actividad económica, tanto en Estados Unidos como en México, se han venido revisando continuamente a la baja, en particular durante el último trimestre de 2008.

El deterioro de las perspectivas de crecimiento en los Estados Unidos se sustenta en varios elementos. En primer lugar, diversos analistas estiman que las pérdidas de las instituciones financieras en ese país son considerablemente mayores de las que han sido reconocidas hasta ahora. Asimismo, al parecer el ajuste en el sector vivienda aún no concluye. Por su parte, los consumidores todavía se encuentran lejos de terminar de reconstituir sus ahorros. A todo esto se añade un importante clima de incertidumbre que ha afectado las perspectivas de inversión de las empresas. En este contexto, es poco probable que el proceso de deterioro de las perspectivas de crecimiento de ese país haya concluido, si bien también es importante mencionar que el gobierno estadounidense en breve anunciará un importante paquete de estímulo para dicha economía.

Las consideraciones anteriores son particularmente relevantes para México, dada la integración financiera y comercial de nuestra economía con ese país. De especial preocupación ha sido el ajuste del sector industrial en ambos casos. Como es bien sabido, el empleo manufacturero en las dos economías ha venido mostrando una fuerte tendencia a contraerse. Asimismo, como se detalla en otras secciones de este informe, todos los rubros de gasto en nuestro país vienen presentando ya sea una desaceleración o bien contracciones. Por su lado, ha habido un fuerte deterioro de prácticamente todos los indicadores de confianza y de clima de negocios a los que el Instituto Central les da seguimiento.

Gráfica 61
Expectativas de Crecimiento para la Actividad Económica
en México y Estados Unidos en 2009^{1/}
 Por ciento anual



1/ Fuente: Consensus Forecasts.

Como consecuencia de lo anterior, es previsible que, en la medida que un escenario adverso para el gasto en México se vaya materializando, ello vaya conduciendo a menores presiones generalizadas sobre los precios en la economía. Hay que recalcar que las condiciones recesivas de una economía tardan en reflejarse en los resultados de inflación, pero en la medida en que el panorama para la actividad se deteriore de manera más pronunciada, las condiciones de demanda tendrán que verse mayormente reflejadas en menores presiones sobre la tasa de crecimiento de los precios al consumidor.

Por otro lado, al panorama descrito para la inflación asociado a la demanda debe sumarse el hecho de que las presiones inflacionarias provenientes por el lado de la oferta se han atenuado en las últimas semanas. Por una parte, el congelamiento de los precios de las gasolinas y la reducción del precio del gas LP y de las tarifas de electricidad anunciado por el Gobierno Federal el 7 de enero, tendrá implicaciones directas sobre la inflación y se espera que también contribuya a disminuir los costos de las empresas y, consecuentemente, los efectos indirectos de dichas políticas sobre la misma. Por otra, en la medida en que el traspaso de los incrementos en los precios internacionales de las materias primas (observados en la primera parte de 2008) a los precios al consumidor en México se ha venido completando, la reducción reciente en dichas referencias (Gráfica 10, sección 3.1.2) incluso debiera implicar menores costos para las empresas en los siguientes meses, lo cual se espera contribuya a una reducción en la inflación.

A pesar de lo anterior, no debe perderse de vista que la depreciación reciente del tipo de cambio aún representa un importante riesgo al alza para la inflación. Si bien es posible que la reciente depreciación del tipo de cambio nominal esté reflejando una depreciación del tipo de cambio real, es complicado estimar qué efectos tendrá aquélla sobre la inflación. En este contexto, en la medida en que los agentes económicos perciban que los movimientos recientes del tipo de cambio son de carácter permanente, es probable que el traspaso a los precios sea mayor. En este entorno, el Banco de México estará particularmente vigilante a este riesgo sobre la inflación.

La evolución de las expectativas de inflación provenientes de la encuestas de Infosel durante las primeras semanas de enero de 2009, que ya incorporan la información referente al cambio en la política de precios públicos, así como fuertes reducciones en las proyecciones de crecimiento para la economía nacional con respecto a las publicadas apenas hace un par de meses, sugiere que las expectativas de inflación de los agentes económicos comienzan a ceder ante el actual entorno que enfrenta la economía. En la Gráfica 60b se observa que el promedio de las expectativas de inflación general para el cierre de 2009 disminuyó de 4.07 por ciento el 19 de diciembre a 3.89 por ciento el 23 de enero. Por su parte, el promedio de las correspondientes al cierre de 2010 pasó de 3.59 a 3.61 por ciento y el de las que se refieren al promedio de los siguientes 4 años pasó de 3.67 a 3.63 por ciento en el mismo periodo.

En resumen, los elementos antes señalados permiten anticipar que tanto la inflación como sus perspectivas hayan presentado un punto de inflexión en el mes de diciembre, y que durante 2009 retomen una tendencia a la baja.

La evolución de las perspectivas de los agentes económicos respecto a la actividad económica y a la inflación, así como las acciones del Banco de

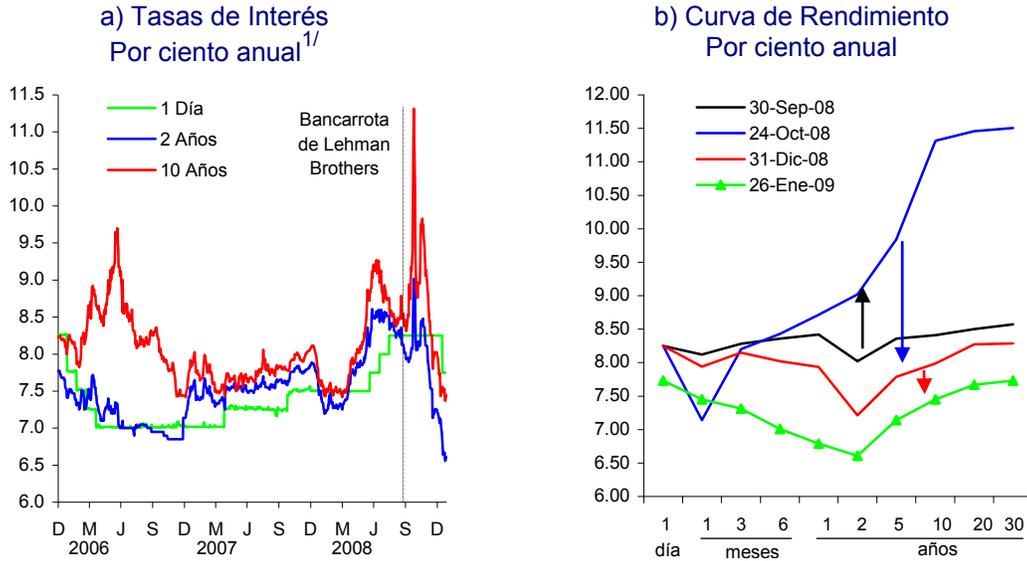
México en materia de política monetaria, se vieron reflejadas en la dinámica de la curva de rendimientos en México. Durante las primeras semanas del cuarto trimestre de 2008, en un entorno en el que la aversión al riesgo se incrementó de manera importante en los mercados internacionales y donde muchos inversionistas liquidaron posiciones en los mercados emergentes, los rendimientos de mayor plazo en México presentaron un incremento considerable en un ambiente de alta volatilidad. Dicho incremento dio lugar a un fuerte “empinamiento” de la referida curva (Gráfica 62).

Posteriormente, otros factores actuaron para revertir el referido empinamiento de la curva de rendimientos. En primer lugar, las acciones de diversas autoridades financieras a nivel mundial por estabilizar sus mercados fueron dando resultados, atenuando la volatilidad financiera global y revirtiendo parcialmente el fuerte incremento que había mostrado la aversión al riesgo en los mercados. Por supuesto, esta aversión aún se sitúa en niveles muy superiores a los observados antes del estallido de la crisis. Esto condujo a que la trayectoria de las tasas de interés de mayor plazo en México presentara un punto de inflexión hacia finales de octubre, después de que el rendimiento del bono gubernamental a 10 años alcanzara un nivel 11.3 por ciento el día 24 de dicho mes.

A esta disminución en las tasas de interés de mayor plazo en México también contribuyeron, entre otros factores: i) las medidas adoptadas por las autoridades financieras en México para preservar el buen funcionamiento de los mercados financieros nacionales; ii) el fuerte deterioro en las perspectivas para la actividad económica; y, iii) la expectativa de una reducción en las tasas de interés de corto plazo en México.

En adición a los factores anteriores, es previsible que en las últimas semanas las tasas de interés de largo plazo en México también se hayan visto afectadas por la ligera disminución en las expectativas de inflación. De esta manera, la tasa de interés de los bonos a 10 años disminuyó a niveles alrededor de 7.5 por ciento. Finalmente, conviene señalar que a raíz de la decisión de la Junta de Gobierno del Banco de México de disminuir en 50 puntos base el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a un día el 16 de enero, se observó una disminución en la parte corta de la curva de rendimientos a niveles de alrededor de 7.75 por ciento.

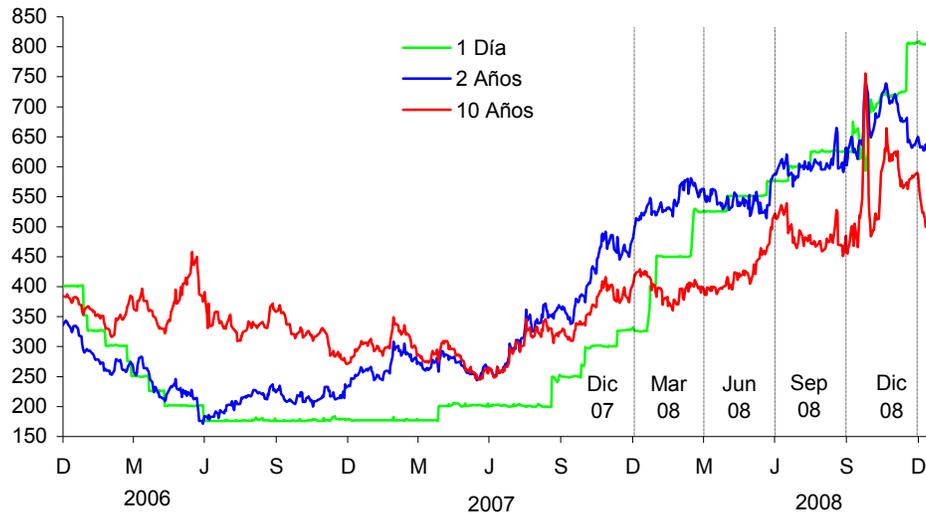
Gráfica 62
Tasas de Interés en México
Por ciento



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

En lo que se refiere a los diferenciales de tasas de interés de bonos gubernamentales entre México y Estados Unidos, como se puede apreciar en la Gráfica 63, los incrementos que registraron las tasas de interés de mayor plazo en México junto con la reducción observada en las tasas de interés en Estados Unidos, dieron lugar a incrementos importantes en los diferenciales de tasas en las tres primeras semanas de octubre, llegando los diferenciales de tasas en las tres primeras semanas de octubre, llegando los diferenciales de mediano plazo (2 años) a niveles de alrededor de 725 puntos base y los de largo plazo (10 años) a 750 puntos base. Posteriormente, dicho incremento se revirtió, una vez que las tasas de interés en México comenzaron a disminuir. Sin embargo, conviene señalar que ante la fuerte reducción observada en las tasas de interés en Estados Unidos en el cuarto trimestre de 2008 y en las primeras semanas de enero, los diferenciales antes referidos aún se mantienen en niveles de alrededor de 580 y 470 puntos base respectivamente, cifras más elevadas respecto de las que se habían registrado durante el tercer trimestre de 2008.

Gráfica 63
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos base



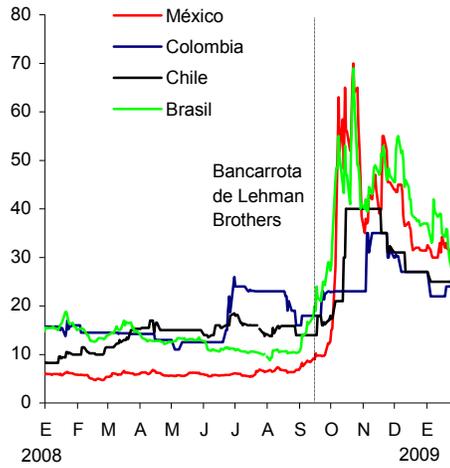
Finalmente, es importante mencionar que en un entorno de mayor aversión al riesgo, en el que diversos inversionistas liquidaron posiciones en mercados emergentes, en donde la fuerte desaceleración de las economías avanzadas afectó la actividad económica en las economías emergentes, en el que los precios internacionales de las materias primas continuaron disminuyendo y en donde la astringencia en los mercados financieros se intensificó, las monedas de la mayor parte de las economías emergentes se depreciaron de manera importante (Gráfica 20, sección 3.1.3). Debe mencionarse que aquellas economías con mayores necesidades de financiamiento externo han sido las más afectadas.

Adicionalmente, los mercados cambiarios de las economías emergentes experimentaron un fuerte incremento en la volatilidad durante el cuarto trimestre del año (Gráfica 64). En el caso de México (y de otras economías como Corea y Brasil), a partir de octubre el mercado cambiario se ha caracterizado en algunas ocasiones por mostrar poca liquidez. En algunos casos ello ha sido resultado de la demanda extraordinaria por parte de algunas empresas que mantenían posiciones cambiarias a través de productos derivados y que a la postre resultaron ser fuertemente perdedoras. En este contexto, la Comisión de Cambios decidió utilizar parte de las reservas internacionales para proveer de liquidez al mercado cambiario y, así, asegurar su buen funcionamiento (Sección 3.3.2.2). De esta manera, se evitó que dichos episodios pudieran afectar la estabilidad de los mercados financieros, con el elevado costo que ello podría tener en términos de actividad económica y del proceso de determinación de precios en la economía.

Gráfica 64

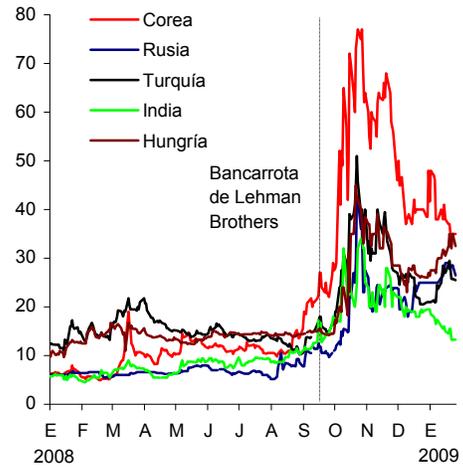
Volatilidad Implícita en Opciones de Tipo de Cambio a 1 mes

a) Economías de Latinoamérica



Fuente: UBS.

b) Otras Economías Emergentes



Fuente: UBS.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

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

- I. Las perspectivas para el crecimiento de la actividad económica en Estados Unidos han mostrado un deterioro significativo. En particular, se prevé un periodo de ajuste prolongado en dicha economía mientras el nivel de gasto en consumo se corrige a niveles sostenibles en el mediano plazo. La producción industrial en Estados Unidos disminuyó 1.7 por ciento en 2008 y, actualmente, el consenso de las expectativas de los analistas para el crecimiento del PIB en ese año es que haya sido de 1.3 por ciento. Las proyecciones para la evolución de la actividad económica en 2009 se han ajustado continuamente, y de manera considerable a la baja. Se espera que la economía estadounidense se contraiga en el primer semestre del año, y que registre una recuperación gradual en meses subsecuentes. En la actualidad, se proyectan tasas de crecimiento de -1.6 por ciento para el PIB y de -4.9 por ciento para la producción industrial. Estas últimas cifras muestran una reducción significativa respecto a las proyecciones que se tenían en el trimestre previo, 0.5 y -0.5 por ciento, respectivamente, y no puede descartarse la posibilidad de nuevas disminuciones.
- II. Si bien el funcionamiento de algunos segmentos de los mercados financieros mejoró durante el cuarto trimestre de 2008, la incertidumbre en dichos mercados continúa. De esta manera, las condiciones de acceso al crédito en los mercados financieros internacionales se han deteriorado, al enfrentarse un entorno adverso tanto por el lado de la oferta, como por el de la demanda de estos recursos. En el caso de México, los diferenciales de riesgo soberano se mantienen en niveles elevados y en los mercados internos se observan condiciones más astringentes para la obtención del crédito. Es de esperarse que las dificultades de acceso a recursos en los mercados internacionales persistan en los próximos meses.

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

Crecimiento: Se estima que en 2008 el PIB medido en pesos constantes haya crecido 1.5 por ciento. Asimismo, se prevé que en 2009 el PIB registre una caída de entre 0.8 y 1.8 por ciento, luego de que había mostrado aumentos en los siete años previos. La amplitud de este intervalo de pronóstico (de un punto porcentual) refleja el grado de incertidumbre que actualmente enfrenta la economía nacional.

Empleo: Al cierre de 2008 se observó una disminución anual de 37.5 miles de plazas de trabajo en el sector formal de la economía (número de trabajadores asegurados en el IMSS) y se estima que al cierre de 2009 este

indicador podría presentar descensos anuales de entre 160 mil y 340 mil trabajadores.

Cuenta Corriente: Se estima que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos haya resultado de alrededor de 1.4 por ciento del PIB en 2008, y se prevé que éste se sitúe entre 2.6 y 2.8 por ciento en 2009. A pesar de las condiciones de astringencia que prevalecen en los mercados financieros internacionales, no se prevén dificultades para financiar dicho déficit. A ello contribuirán los recursos que ingresarán por concepto de las coberturas petroleras.

El escenario descrito refleja, por un lado, el debilitamiento significativo que han presentado en los últimos meses las perspectivas para la economía mexicana y, por otro, incorpora el efecto atenuante sobre la actividad económica de las políticas cuyo objetivo es estimular la demanda agregada que se están instrumentando. Cabe señalar que las menores perspectivas para la economía mexicana en 2009 obedecen, fundamentalmente, al severo deterioro que ha registrado el entorno externo. Es previsible que dicho entorno, caracterizado por una severa crisis financiera y por una situación recesiva en las principales economías industriales, particularmente en los Estados Unidos, siga impactando adversamente a la economía mexicana, a través de varios canales:

- i) En 2009 es previsible una contracción de las exportaciones manufactureras, tanto de las efectuadas por la industria automotriz, como de las del resto de productos. El fuerte debilitamiento de la demanda externa se manifestó en una primera etapa sólo en la proveniente de Estados Unidos, pero ya también comprende a la demanda del resto de los mercados.
- ii) Se estiman menores ingresos del exterior por viajeros internacionales y por remesas familiares. Con relación a esto último, cabe señalar que el debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos implica menores oportunidades de empleo para los trabajadores mexicanos en ese país. De hecho, hay una mayor presencia relativa de tales trabajadores en los sectores que están siendo más afectados por la recesión. Una caída mayor del ingreso por remesas seguiría afectando adversamente al gasto de consumo privado en México.
- iii) El menor crecimiento económico mundial ha propiciado una disminución de la demanda por energéticos, que ha conducido a la fuerte caída que registra el precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación. Ello está reduciendo los ingresos que obtiene el país por las exportaciones netas de dichos productos (exportaciones menos importaciones de productos petroleros), en un contexto en que ha disminuido el nivel de la plataforma de crudo de exportación.
- iv) Las condiciones de mayor astringencia y menor liquidez en los mercados financieros internacionales están implicando una menor disponibilidad y un mayor costo del financiamiento externo, así como condiciones financieras internas más restrictivas.

Inflación: A pesar de que el incremento en la inflación general durante el cuarto trimestre de 2008 resultó mayor al que se había previsto, se estima que

a partir del primer trimestre de 2009, ésta comience a disminuir para retomar una trayectoria decreciente durante los siguientes dos años (Gráfica 65). Cabe señalar que dicho pronóstico anticipa que la inflación general anual se ubique en un nivel menor a 4.0 por ciento en diciembre de 2009. Así, esta trayectoria se estima con base en los siguientes factores:

- a) Se prevé que la actividad económica mundial continuará en una etapa recesiva, al menos durante el primer semestre de 2009. En el caso de México, como ya se mostró, se espera un escenario de crecimiento adverso para 2009. Todo ello implicaría menores presiones sobre la inflación por el lado de la demanda.
- b) Los precios internacionales de las materias primas agropecuarias y energéticas se han reducido drásticamente respecto a los niveles máximos alcanzados a mediados de 2008, regresando a los niveles observados a inicios de dicho año. Si bien esta baja todavía no se ha visto reflejada cabalmente en los precios domésticos al consumidor, es previsible que, en la medida que esta situación continúe, eventualmente ello sucederá.
- c) La decisión del Gobierno Federal de congelar los precios de las gasolinas, de reducir en 10 por ciento el precio del gas LP y en 9 por ciento las tarifas eléctricas de baja tensión. Para 2010 se supuso, dadas las cifras esperadas en los mercados a futuros, que estos precios no presenten incrementos.
- d) La reducción arancelaria anunciada por el Gobierno Federal deberá coadyuvar a la trayectoria descendente de la inflación, ya que su cobertura abarca tanto a importaciones de bienes finales como intermedios.

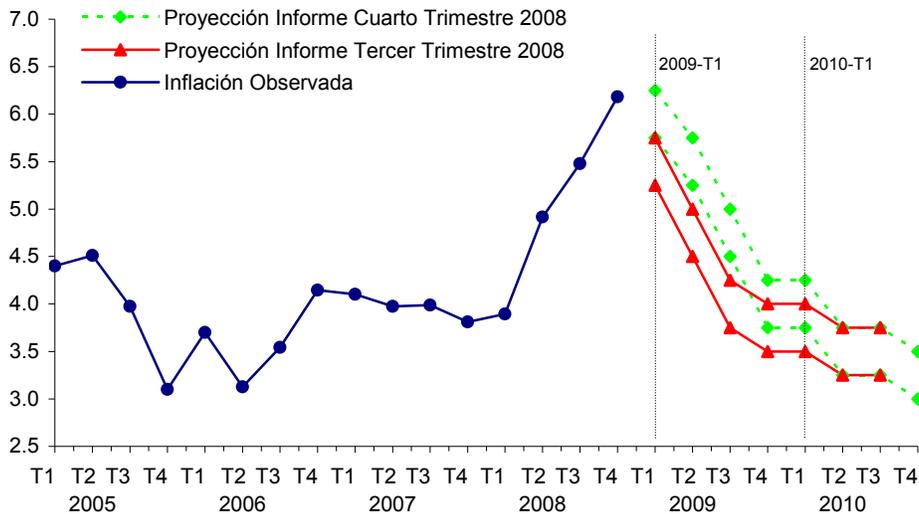
Pese a los factores atenuantes mencionados, los niveles inflacionarios que alcanzaron algunos subíndices del INPC a finales de 2008, implican que la nueva trayectoria prevista para la inflación se ubique por arriba de la que se había dado a conocer en el Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre 2008 (Cuadro 8). A este respecto, conviene señalar que las presiones inflacionarias sobre las cotizaciones de los grupos de las mercancías y de los productos pecuarios, derivadas del traspaso a precios de la presión de costos que se registró el año pasado, así como posiblemente del reciente ajuste cambiario, podrían permanecer durante cierta parte de 2009. Ello debido a que en la medida que no se reviertan los aumentos de precios que se observaron anteriormente, éstos incidirán durante doce meses sobre el cálculo anual de la inflación. La reducción en las trayectorias de inflación de los grupos aludidos se iría materializando en la medida que los ajustes de precios que ocurran en 2009 sean menores con relación a los observados el año anterior. Es importante mencionar que en la medida en que los precios internos respondieran con mayor velocidad a las condiciones externas, como ocurre en otras economías, la disminución de la inflación sería más rápida.

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

Trimestre	Proyección		Proyección	
	Informe Tercer Trimestre 2008		Informe Cuarto Trimestre 2008	
2008-IV	5.50	6.00	6.18 ^{1/}	
2009-I	5.25	5.75	5.75	6.25
2009-II	4.50	5.00	5.25	5.75
2009-III	3.75	4.25	4.50	5.00
2009-IV	3.50	4.00	3.75	4.25
2010-I	3.50	4.00	3.75	4.25
2010-II	3.25	3.75	3.25	3.75
2010-III	3.25	3.75	3.25	3.75
2010-IV	-----	-----	3.00	3.50

^{1/} Dato observado.

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



La materialización de la trayectoria prevista para la inflación está sujeta a diversos riesgos, tanto al alza como a la baja, destacando:

1. La fase cíclica por la que actualmente atraviesa la economía. En la medida en que la desaceleración de la economía fuese más severa a la prevista, el descenso de la inflación podría ser mayor y más rápido.
2. Existe un alto grado de incertidumbre sobre la trayectoria que pueden presentar las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias. Por una parte, un menor crecimiento mundial incidiría sobre su demanda, lo que contribuiría a aliviar dichas presiones. Por otra, los precios podrían elevarse de nueva cuenta debido a la baja elasticidad de la demanda por este tipo de productos, en combinación con una contracción en la producción motivada tanto por la reciente

baja en los precios, como por la mayor astringencia de financiamiento para los productores.

3. La evolución de las cotizaciones domésticas de los granos en México no necesariamente responde a la de sus contrapartes externas, como se ha observado recientemente. Ello obedece a una serie de distorsiones de mercado que le imprimen cierta rigidez a la baja a los precios internos. Así, en la medida en que no ocurran los ajustes esperados en dichas cotizaciones, la presión sobre los precios de los alimentos procesados que los emplean como insumos podría continuar.
4. La posible trayectoria de los precios de las materias primas energéticas se encuentra sujeta a la evolución de la economía mundial y a posibles interrupciones en la producción ocasionadas por conflictos geopolíticos o eventos climáticos. Cabe señalar que los futuros del petróleo sugieren que sus precios se elevarán moderadamente durante este año. A pesar de ello, los niveles de precios previstos implican una reducción en la tasa de crecimiento promedio anual de este energético.
5. El tipo de cambio se ha depreciado de manera importante, en un contexto donde la actividad económica se ha desacelerado considerablemente. Ello implica mayor incertidumbre con respecto al posible traspaso del movimiento cambiario hacia los precios al consumidor.⁷⁰

En el contexto descrito, la Junta de Gobierno del Banco de México seguirá vigilando estrechamente el balance de riesgos, y las acciones adicionales que decida en materia de política monetaria estarán condicionadas a que se vaya cumpliendo la trayectoria prevista de la inflación, con miras al cumplimiento de la meta de inflación de 3 por ciento al final de 2010. Asimismo, dada la importancia del buen funcionamiento de los mercados financieros nacionales para la consecución de la estabilidad macroeconómica, la Junta del Instituto Central continuará atenta para asegurar su buen funcionamiento.

Es importante señalar que, en un entorno en el que la actividad económica global se encuentra en la fase baja del ciclo y, en consecuencia, en donde se espera una disminución importante en los niveles de la demanda externa que enfrenta el país, es natural que la política fiscal se torne más expansiva y que la política monetaria, dentro de la capacidad que le permite la evolución de la inflación, muestre un relajamiento, con el objeto de estimular la demanda agregada. De esta manera, se trata de amortiguar parcialmente el efecto del entorno descrito sobre los niveles de la actividad productiva nacional.

Bajo condiciones como las actuales, se amplía el margen para aplicar este tipo de políticas. En efecto, la disminución esperada en los niveles de la demanda agregada, en combinación con los menores niveles de precios del gas LP y de la electricidad y el congelamiento de los precios de la gasolinas,

⁷⁰ Diversos estudios econométricos y estadísticos realizados en el Banco de México (y por otros) sugieren que el traspaso del tipo de cambio hacia los precios al consumidor se ha reducido de forma importante en los últimos años. No obstante, dichos estudios utilizan como muestra la década más reciente, en donde en la mayor parte de ese periodo el tipo de cambio se comportó de forma muy estable. Es claro que extrapolar los resultados de estos estudios a una situación como la actual es complicado. Por su parte, dado lo reciente de los fuertes movimientos cambiarios, la poca información con la que se cuenta no permite realizar nuevos estudios estadísticos cuyos resultados puedan ser robustos.

conducen a aminorar las presiones inflacionarias. Esto, a su vez, permite que la política fiscal se vuelva más expansiva y da margen para que la monetaria pueda relajarse, sin que ello necesariamente ponga en riesgo la convergencia de la inflación hacia su meta. Debe mencionarse que, bajo la situación presente, este tipo de políticas podría haber tenido incluso un mayor margen de maniobra si se hubieran acumulado mayores recursos en el fondo petrolero, cuando los precios del hidrocarburo se encontraban en niveles más elevados. A manera de ejemplo, países como Noruega y Chile, cuyos ingresos fiscales también dependen en gran medida de la venta de algún bien primario (petróleo en el primer caso y cobre en el segundo), actualmente tienen mucho mayores márgenes de maniobra para aplicar políticas económicas fiscales que estimulen la actividad productiva, habiendo ahorrado una parte considerable del incremento de sus ingresos por ventas de dichos bienes en los últimos años.

Sin embargo, es importante destacar que políticas que tienen como objetivo estimular la demanda agregada, deben de llevarse a cabo siempre bajo el criterio de no poner en riesgo la salud de las finanzas públicas y de respetar las restricciones de financiamiento que enfrenta la economía. Por ejemplo, en el caso de la política fiscal, su margen de maniobra puede verse eventualmente limitado si la economía comienza a enfrentar mayores restricciones de financiamiento. En este caso, una expansión del gasto público pudiera únicamente estar incidiendo en desplazar gasto privado a través de mayores tasas de interés y de inflación.

En el caso de nuestro país, el panorama asociado a las fuentes de financiamiento de la economía en los siguientes años luce complicado. En primer lugar, en la medida en que la recesión en los Estados Unidos sea más profunda y duradera, continuará la tendencia decreciente que han venido registrando la tasa de crecimiento de las exportaciones y las remesas. Segundo, claramente, como se ha mencionado a lo largo de este Informe, la balanza comercial petrolera nacional ha venido mostrando un fuerte deterioro, de tal forma que en el cuarto trimestre de 2008 se tornó negativa. Dicho deterioro no se ha venido gestando recientemente, sino que proviene de hace ya varios años. Finalmente, es evidente que la crítica situación por la que están atravesando las instituciones financieras a nivel global, sugiere condiciones mucho más astringentes de acceso a financiamiento tanto en los mercados internacionales de capitales como en los domésticos.

Por su parte, bajo las condiciones actuales, la eficacia de los diferentes canales de transmisión monetaria pudiera estar acotada. Por un lado, la astringencia financiera mundial, en combinación con la estructura de mercado que parece caracterizar al sector financiero nacional, implica que el estímulo a la oferta de crédito asociado a una reducción de la tasa de referencia pudiera ser reducido. Por otro, el efecto sobre la demanda de crédito de la misma también pudiera verse mermado ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento y empleo.

En suma, debe enfatizarse que los efectos sobre la actividad económica de políticas de índole macroeconómico que tratan de estimular a la demanda agregada son acotados, y que no es factible esperar que éstas conduzcan a un impulso permanente al crecimiento del PIB.

No obstante, es importante destacar que hoy en día México se encuentra en una mejor posición para enfrentar la crisis internacional actual. En

efecto, la estabilidad macroeconómica se ha venido consolidando, resultado de muchos años de una conducción sana de las finanzas públicas, así como de una política monetaria enfocada a abatir la inflación. En particular, el marco institucional con base al cual se diseña la política macroeconómica se ha transformado en los últimos años en uno que está abocado a la estabilidad. Así, México muestra en la actualidad sus niveles de inflación más bajos en décadas, ha registrado equilibrios en las finanzas públicas, niveles relativamente reducidos de deuda pública a PIB por muchos años, un mejor perfil de vencimientos de ésta última, ha presentado sistemáticamente reducidos déficits en sus cuentas externas que han sido financiados sin problemas, así como elevados montos de inversión extranjera directa y niveles récord de reservas internacionales (Recuadro 10). Este entorno de estabilidad brinda una gran oportunidad para instrumentar políticas que conduzcan a un crecimiento sostenido de la economía, a través de un impulso decisivo a la modernización de su estructura legal y su regulación.

Recuadro 10
Marco Institucional Para la Política Macroeconómica en México

En este recuadro se describen los cambios que en los últimos años se han llevado a cabo en el marco institucional bajo el que se conduce la política macroeconómica en México. De esta descripción se infiere que en la actualidad los grados de libertad con que cuentan tanto las autoridades como los agentes económicos para enfrentar un entorno económico adverso son mayores a aquéllos con los que contaron en episodios de crisis anteriores.

En primer término es importante hacer referencia a la política fiscal. El manejo responsable de las finanzas públicas ha permitido una reducción importante en el déficit fiscal del sector público, de niveles superiores al 10 por ciento del PIB en 1982 a niveles cercanos a cero en los últimos años (Cuadro 1). Como resultado de lo anterior, la deuda del sector público también ha presentado una reducción significativa, de representar el 77 por ciento del producto en 1986 a cerca del 14 por ciento en la actualidad.¹ Asimismo, su perfil se ha mejorado. La deuda externa como porcentaje de la deuda total ha disminuido, a la vez que el plazo de la misma se ha incrementado, reduciendo con ello la vulnerabilidad de las finanzas públicas a un entorno de condiciones financieras más astringentes en los mercados internacionales.

para realizar recortes en el gasto. En adición a lo anterior, conviene señalar que hoy en día la información referente a las finanzas públicas se da a conocer de acuerdo con un calendario previamente definido para la divulgación de la misma. De esta manera, las reglas y la transparencia con que actualmente se conduce la política fiscal son elementos que fortalecen la confianza de los agentes económicos en la economía mexicana.

En lo que se refiere a la política monetaria, es importante destacar que desde 1994 se cuenta con un Banco Central autónomo, que de acuerdo con la ley, tiene como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Asimismo, la Ley del Banco de México le prohíbe al Instituto Central otorgar financiamiento al Gobierno Federal. En la práctica, el Banco de México conduce la política monetaria bajo un Esquema de Objetivos de Inflación, con la finalidad de alcanzar una inflación anual de 3 por ciento. A este respecto, conviene señalar que las decisiones de política monetaria se dan a conocer, en fechas previamente establecidas, a través de comunicados en los que se explican las razones que sustentan dichas decisiones. Este marco institucional, junto con el manejo responsable de las finanzas públicas, sirve como ancla para las expectativas de inflación, lo que da lugar a un entorno macroeconómico estable que contribuye a promover el crecimiento económico de manera sostenida.

Cuadro 1
Indicadores Económicos de la Economía Mexicana*

	1982 T2	1986 T1	1994 T3	2008 T3
Balance del Sector Público				
Flujo de los últimos 4 trimestres (% del PIB)	-11.50	-7.21	-0.19	0.05
Deuda Pública				
Total (% del PIB)	47.5	77.2	19.9	13.6
Doméstica (% del PIB)	16.2	18.0	3.0	10.9
Extranjera (% del PIB)	31.3	59.1	16.9	2.7
Extranjera (% del total de la deuda)	65.9	76.6	85.1	19.8
Inflación				
Final de Trimestre (% Anual)	49.4	67.6	6.7	5.5
Intermediación Financiera				
M4 (% del PIB)	29.9	29.3	42.5	51.1
Reservas Internacionales Netas				
Miles de Millones de dólares (mmd)	2.0	5.8	16.1	83.3
Cuenta Corriente				
Suma de los últimos 4 trimestres (mmd)	-16.4	0.2	-27.6	-11.8
% del PIB	-6.7	0.1	-6.0	-1.0

Fuente: Banco de México e INEGI.

*Las fechas que se reportan en los indicadores económicos corresponden al trimestre previo al inicio de episodios de crisis económicas que tuvieron lugar en México en las últimas décadas.

Otro aspecto relacionado con la política fiscal en el que se han registrado avances importantes es la entrada en vigor de la Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria a partir de 2006. Dicha Ley establece, entre otros aspectos, reglas para la elaboración del presupuesto, para definir la meta de déficit fiscal y, en su caso, para el reparto de ingresos excedentes o

Como resultado de lo anterior, en los últimos diez años se ha observado una reducción importante tanto en el nivel como en la volatilidad de la inflación en México. Con ello, ha mejorado el funcionamiento del sistema nominal de la economía, permitiendo así una asignación más eficiente de los recursos. Como es bien sabido, la inflación en México alcanzó cifras de tres dígitos a finales de los años ochenta. Sin embargo, después de la reducción que inició a finales de los años noventa, ésta se ha mantenido en niveles ligeramente por arriba de la meta de 3 por ciento desde 2003, si bien con un repunte importante en 2008 que se anticipa sea transitorio.

La reducción de la inflación también ha contribuido al desarrollo y profundización del sistema financiero en México. Como muestra de ello, el agregado monetario más amplio (M4) se ha incrementado de niveles cercanos al 30 por ciento del producto en 1982 a niveles cercanos al 51 por ciento en la actualidad (Cuadro 1). En la medida en que el país ha contado con un entorno macroeconómico estable, tanto los agentes públicos como los privados han sido capaces de emitir deuda a mayor plazo denominada en moneda nacional, reduciendo con ello su vulnerabilidad ante movimientos cambiarios. A este respecto, conviene señalar que un factor que ha contribuido de manera importante al desarrollo de los mercados de deuda ha sido el sistema privado de administración de pensiones, como una fuente estable de ahorro orientada hacia instrumentos de largo plazo. Por otra parte, bajo un entorno de regulación y supervisión adecuada, el crédito bancario destinado a los hogares y a las empresas también se ha visto incrementado de manera importante. Esto significa que los agentes económicos cuentan hoy en día con más herramientas para suavizar su gasto y atenuar con ello parte de los efectos de las variaciones en su ingreso a lo largo del ciclo económico. Asimismo, es importante destacar que, derivado de una adecuada regulación, la exposición de los bancos en México a activos de baja calidad y a riesgo cambiario es mínima, por lo que en la coyuntura actual la mayor parte de éstos no han registrado pérdidas de consideración por dichos motivos. Así, en términos generales, los diferentes sectores de la economía cuentan con una posición financiera más sólida respecto a episodios de crisis anteriores,

¹ La definición de deuda pública utilizada corresponde a la Deuda Económica Amplia Neta (DEAN) estimada por el Banco de México (única medición disponible desde 1980). Esta definición comprende a los pasivos netos del Gobierno Federal, del sector paraestatal no financiero y de la banca de desarrollo y los fideicomisos de fomento. La SHCP elabora una definición más amplia de deuda pública, el Saldo Histórico de los Requerimientos Financieros del Sector Público (SHRFSP), medición que se encuentra disponible a partir de 1990. Las principales diferencias metodológicas entre la DEAN y el SHRFSP son, por un lado, el tratamiento de la intermediación financiera (el SHRFSP no considera como activo del sector público al crédito otorgado por la banca de desarrollo y los fideicomisos al sector privado) y, por otro, que el SHRFSP incluye los pasivos adicionales: Pidregas, IPAB, Farac y los programas de apoyo a deudores y de reestructuras en UDIs. Al tercer trimestre del 2008, el SHRFSP representó 29 por ciento de PIB.

en los que su exposición al riesgo crediticio y cambiario comprometió la flexibilidad de las autoridades para hacer frente a dichas crisis.

Un elemento adicional que ha contribuido a fortalecer el marco institucional de la política macroeconómica en los últimos años se refiere a la política cambiaria. Desde 1995, la Comisión de Cambios ha decidido mantener un régimen de libre flotación para el peso, en contraste con el carácter predeterminado del tipo de cambio que prevaleció en los años anteriores. Este régimen, junto con un conjunto de reglas definidas por la referida Comisión con relación a la política de acumulación de reservas internacionales, ha contribuido a la profundización de este mercado. Como resultado de dicha política, a lo largo de los últimos años se ha acumulado un monto importante de reservas internacionales, que al tercer trimestre de 2008 ascendieron a 83.3 mil millones de dólares (Cuadro 1).²

El régimen de flotación cambiaria ha contribuido a que en la actualidad las cuentas externas no presenten una situación de vulnerabilidad como la que se observó en episodios de crisis anteriores en México. Así, mientras que en 1982 y 1994 el déficit de la cuenta corriente ascendió a 6 por ciento del producto, hasta el tercer trimestre de 2008 éste se había mantenido en niveles alrededor de uno por ciento (Cuadro 1). De esta manera, a pesar del deterioro en las cuentas externas que se presentó en el último trimestre del año pasado y el que se anticipa para 2009 (ver sección Previsiones y Balance de Riesgos en este Informe), no se prevén problemas para su financiamiento.

² Al 23 de enero de 2009, las reservas internacionales ascendieron a 84.0 mil millones de dólares.

Por otra parte, el régimen de flotación y las reglas definidas por la Comisión de Cambios respecto a la intervención del Banco Central en el mercado cambiario han facilitado el desarrollo del mercado de coberturas. Esto ha permitido, en términos generales, una menor exposición al riesgo cambiario por parte de los diferentes agentes en la economía. No obstante, a este respecto conviene señalar que a raíz del incremento en la aversión al riesgo en los mercados internacionales, a partir del cuarto trimestre de 2008 la liquidez en el mercado cambiario en México, así como en general en todos los mercados emergentes, se vio reducida de manera importante. En este contexto, las intervenciones del Banco de México en dicho mercado a partir de octubre de 2008, por acuerdo de la Comisión de Cambios, han tenido la finalidad de proveer liquidez a este mercado ante condiciones en las que ésta se vio reducida de manera excepcional como resultado de la demanda extraordinaria de algunas empresas con pérdidas importantes en posiciones cambiarias por operaciones con productos derivados.

En resumen, la transformación del marco institucional bajo el que se conduce la política macroeconómica en las últimas décadas en México le ha dado mayor flexibilidad a la autoridades para enfrentar la coyuntura económica actual. Asimismo, como resultado de las políticas adoptadas en años recientes, los agentes económicos en México cuentan hoy en día con más y mejores instrumentos para hacer frente a un entorno económico internacional caracterizado por un ambiente recesivo y con condiciones más astringentes en los mercados financieros.

Programa Monetario para 2009

En el Artículo 51 de la Ley del Banco de México se establece que, en enero de cada año, dicho Instituto debe enviar al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión una exposición sobre la política monetaria a seguir en el año correspondiente.⁷¹ En cumplimiento a dicho ordenamiento, a continuación se exponen los principios y lineamientos bajo los cuales se conducirá la política monetaria en 2009.

Como en años anteriores, durante 2009, la política monetaria en México se conducirá bajo un esquema de objetivos de inflación, del cual destacan los siguientes elementos: 1) el anuncio de una meta multianual de inflación explícita; 2) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; 3) la descripción de los instrumentos que utilizará el Banco Central para alcanzar sus objetivos; y, 4) una política de comunicación que promueva la transparencia, credibilidad y efectividad de la política monetaria.⁷²

1. Objetivo del Programa Monetario

El Banco de México conduce su política monetaria con el fin de alcanzar una inflación anual del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) de 3 por ciento y de mantenerla permanentemente alrededor de ese nivel. No obstante, aunque la política monetaria se aplique con la finalidad de alcanzar los objetivos planteados, su cumplimiento está sujeto a cierto grado de incertidumbre. Lo anterior debido a las perturbaciones a las que está sujeta la economía y a que la relación entre las acciones de política monetaria y los resultados en materia de inflación es imprecisa.

Por lo anterior, se ha establecido un intervalo de variabilidad de más/menos un punto porcentual alrededor del objetivo para la inflación anual del INPC de 3 por ciento. Es importante reiterar que este intervalo no constituye un margen de indiferencia o de tolerancia para la autoridad monetaria, solamente busca representar de forma explícita la inexactitud que inexorablemente rodea al cumplimiento puntual del objetivo. Ello debido a las múltiples perturbaciones y desviaciones a las que se encuentra expuesta la inflación medida con el INPC. Al respecto, conviene enfatizar que las acciones de política monetaria del Banco de México están encaminadas a alcanzar y mantener una inflación anual de 3 por ciento. Sin embargo, debido a la volatilidad a la que está sujeta la inflación del INPC, en el corto plazo siempre existe la posibilidad de que se presenten desviaciones transitorias.

2. Decisiones de Política Monetaria

Las acciones de política monetaria que lleva a cabo un banco central inciden con cierto rezago sobre la economía y, en especial, sobre los precios. Por consiguiente, para alcanzar las metas de inflación, la autoridad

⁷¹ Ver Artículo 51 de la Ley del Banco de México.

⁷² En el Programa Monetario para 2001 se presentan algunas consideraciones sobre la elección de el esquema de objetivos de inflación.

monetaria debe tomar sus decisiones con base en una evaluación cuidadosa de la coyuntura económica y de las perspectivas sobre las condiciones inflacionarias que enfrenta.

Bajo los esquemas de objetivos de inflación, suele aconsejarse que cuando las presiones de inflación provienen por el lado de la demanda, la autoridad monetaria restrinja la postura de política monetaria. Ello obedece a que, en este caso, las presiones serían generalizadas y, de no ser contenidas de manera oportuna, podrían propiciar un repunte permanente en la inflación.

Por otra parte, cuando las presiones inflacionarias tienen su origen por el lado de la oferta, éstas suelen reflejar cambios en precios relativos, los cuales afectan la inflación temporalmente. Por ello, en estos casos la recomendación suele ser que la autoridad monetaria no contrarreste dichas presiones, ya que sus efectos sobre la inflación son transitorios. No obstante, de considerar el banco central que existe un riesgo elevado de que se contaminen las expectativas de inflación o el proceso de determinación de otros precios o, en su caso, de que el balance de riesgos muestre un deterioro significativo, la política monetaria debe restringirse para evitarlo.

Por lo antes señalado, resalta por su importancia para la toma de decisiones de política monetaria la correcta identificación del origen de las presiones de inflación y sus posibles efectos sobre las expectativas de los agentes económicos. A fin de lograr lo anterior, el Banco de México lleva a cabo un análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias que de ésta se derivan, empleando una amplia gama de variables e indicadores y utilizando diferentes modelos económicos y estadísticos.⁷³ Este análisis permite identificar a qué factores obedece la evolución esperada de la inflación, así como evaluar su impacto sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos y sobre el proceso de determinación de precios, lo cual constituye un elemento fundamental para la determinación de la postura de política monetaria.

3. Instrumentación de la Política Monetaria

Los bancos centrales tienen a su alcance diversos elementos o instrumentos para conducir la política monetaria, los cuales son utilizados para propiciar que la economía cuente con condiciones monetarias congruentes con el cumplimiento de la meta de inflación. En este sentido, los institutos centrales suelen definir un objetivo operacional que guíe la instrumentación de su política monetaria.

Desde el 21 de enero de 2008, el objetivo operacional a través del cual el Banco de México realiza la instrumentación de la política monetaria se define para la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”). Al servir como guía para la instrumentación de la política monetaria, este instrumento le permite al Instituto Central comunicar la postura de política monetaria.

⁷³ En la página de Internet del Banco de México (www.banxico.org.mx) se presenta un pronóstico de la base monetaria para 2009 que puede servir como una de varias referencias generales para el seguimiento de la coyuntura económica.

4. Política de Comunicación con el Público

Para poder lograr la estabilidad de precios a través de un esquema de objetivos de inflación, es indispensable transmitir con claridad al público los objetivos, estrategia e instrumentos del banco central. El anuncio de la meta de inflación facilita la convergencia de las expectativas del público con dicha meta. Ello en virtud del compromiso del banco central a actuar para alcanzar su objetivo de inflación. De la misma forma, la transparencia en cuanto al proceso y la determinación de las decisiones de política monetaria ha permitido a la Junta de Gobierno del Banco de México esclarecer los motivos que sustentan sus acciones. Esta transparencia genera mayor certidumbre en el público y facilita la consecución de los objetivos del Banco Central. Adicionalmente, la mayor transparencia y la política de comunicación han contribuido a fortalecer la rendición de cuentas del Instituto Central con la sociedad.

Entre los principales documentos que apoyan la estrategia de comunicación del Banco de México se encuentran el Programa Monetario y los Informes sobre la Inflación. Asimismo, a partir de 2003 el Instituto Central ha venido anunciando sus decisiones de política monetaria en fechas previamente establecidas, acompañadas de un boletín de prensa en el cual se informa al público las decisiones de la Junta de Gobierno respecto a la postura de política monetaria.⁷⁴

Finalmente, conviene recordar que el buen funcionamiento del sistema financiero resulta necesario para el sano desarrollo de la economía, a la vez que favorece un entorno propicio para la consecución de la estabilidad de precios. En el contexto actual, en el que se presenta una crisis en los mercados financieros internacionales, es importante señalar las acciones del Banco de México continuarán orientadas a asegurar un funcionamiento ordenado de los mercados financieros en México.

⁷⁴ Estas fechas son dadas a conocer en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año previo.