

Informe sobre la Inflación

Julio – Septiembre 2008



BANCO DE MEXICO

OCTUBRE, 2008

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

ROBERTO DEL CUETO LEGASPI

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 28 de octubre de 2008. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2008

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	4
2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2008	4
2.2. Índice Nacional de Precios Productor	11
3. Principales Determinantes de la Inflación	12
3.1. Condiciones Externas	12
3.1.1. Actividad Económica Global	12
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación	14
3.1.3. Mercados Financieros	16
3.1.4. Perspectivas	29
3.2. Costos y Precios	30
3.2.1. Salarios	30
3.2.2. Producto por Trabajador	31
3.2.3. Bienes y Servicios Administrados y Concertados	32
3.2.4. Materias Primas Alimenticias	34
3.2.5. Materias Primas Energéticas	37
3.2.6. Materias Primas Metálicas	40
3.3. Evolución de la Economía Mexicana	41
3.3.1. Actividad Económica	42
3.3.1.1. Producción Sectorial	43
3.3.1.2. Demanda Agregada	48
3.3.1.3. Empleo	54
3.3.1.4. Sector Externo	56
3.3.2. Ahorro Financiero y Financiamiento	61
3.3.2.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	61
3.3.2.2. Ahorro Financiero	62
3.3.2.3. Financiamiento	63
4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2008.....	73
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos.....	87
6. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria y para la Publicación de los Informes sobre la Inflación en 2009.....	92

Recuadros

1.	Efecto del IETU en el Proceso de Formación de Precios	7
2.	Turbulencia en los Mercados Financieros Internacionales	19
3.	Evolución Reciente de la Producción y Exportación de Petróleo Crudo	47
4.	Medidas Instrumentadas por el Gobierno Federal y el Banco de México para Preservar la Estabilidad Financiera.....	82

1. Introducción

La economía mundial ha sido impactada durante el tercer trimestre y principios del cuarto por una crisis financiera de magnitudes no vistas desde la década de los treinta. La crisis ha afectado tanto al funcionamiento de los mercados financieros como a la actividad económica a nivel global. En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento del PIB parece haber mostrado una desaceleración significativa y la producción pudiera haberse incluso contraído en el tercer trimestre. Adicionalmente, el entorno de incertidumbre, combinado con otros factores, se reflejó en la actividad económica en otros países. Así, la información oportuna sugiere que las economías de la zona del euro y de Japón, que se habían contraído en el segundo trimestre del año, siguieron mostrando debilidad en el periodo julio-septiembre. En los países emergentes también se observaron visos de desaceleración en ese lapso, aunque en algunos de ellos el crecimiento se mantuvo elevado.

La inflación mundial continuó en niveles altos durante el tercer trimestre. Sin embargo, la menor actividad económica global y el descenso de las cotizaciones internacionales del petróleo y otras materias primas permitió aliviar las presiones inflacionarias, sobre todo en los países avanzados. Por su parte, en diversas economías emergentes continuaron observándose presiones al alza sobre los precios, debido en buena medida al crecimiento todavía relativamente dinámico de la demanda interna, a un menor grado de “anclaje” de las expectativas inflacionarias, y a un traspaso más lento de las bajas en los precios de las materias primas, asociado muy posiblemente al menor grado de competencia en las industrias de estos países. No obstante, en varios de ellos comenzó a registrarse una moderación de las expectativas sobre la inflación general.

Los problemas en los mercados financieros internacionales se agravaron en el tercer trimestre y principios del cuarto, como resultado de las dudas sobre la solvencia de las agencias hipotecarias con apoyo gubernamental en Estados Unidos, y las dificultades enfrentadas por los bancos de inversión y algunas compañías aseguradoras de dicho país, así como ante el empeoramiento de los problemas en instituciones financieras europeas y de otras regiones. En este contexto, se observó un deterioro generalizado de la confianza, un fuerte aumento en la aversión al riesgo y un incremento considerable en la volatilidad de las principales variables financieras.

Esto obedeció, en buena medida, a que los quebrantos observados en muchos bancos dieron lugar a un incremento sustancial en la percepción de riesgo de contraparte en el mercado interbancario. En efecto, como es bien sabido, parte de la actividad diaria de los bancos es prestarse entre sí. Al incrementarse la incertidumbre sobre la salud financiera de sus contrapartes en el mercado diario de fondeo interbancario, las instituciones financieras reaccionaron mostrando gran renuencia a seguirles otorgando crédito. Este fenómeno se ha expandido de manera importante y ha conducido a un entorno generalizado de astringencia crediticia. Debe resaltarse que el proceso anterior estuvo muy influido por la opacidad que existió respecto a la exposición de las instituciones financieras a productos considerados de alto riesgo. Concretamente, los balances

financieros de las instituciones no reflejaban cabalmente la exposición al riesgo en que dichas instituciones estaban incurriendo, creando desconfianza sobre el estado real de éstas. Esta falta de transparencia, así como la tolerancia que mostraron los esquemas de regulación y supervisión al respecto, se encuentran entre los factores explicativos del estallido de la crisis.

Desde una perspectiva general, la volatilidad que han observado los mercados financieros internacionales ha reflejado la necesidad de que se lleve a cabo de manera global un importante proceso de desapalancamiento, que permita reducir los niveles de endeudamiento en la economía mundial a una posición sostenible. Como se recordará, esto último fue resultado en buena medida de cambios en los procesos de originación y distribución de riesgos en los mercados financieros internacionales, en el contexto de una regulación y supervisión financiera que no se ajustaron ante circunstancias cambiantes. Por supuesto, el referido proceso de desapalancamiento necesariamente tendrá como contrapartida una considerable reducción de la tasa de expansión del gasto a nivel global. De aquí se deriva el deterioro sobre las perspectivas de crecimiento de la economía mundial.

Las autoridades estadounidenses y de otros países avanzados han venido respondiendo a esta situación mediante la implementación o anuncio de medidas que incluyen la canalización de capital a algunas instituciones financieras, la compra de cartera bancaria en problemas y esfuerzos coordinados para la provisión de liquidez, disminución de las tasas de interés de referencia, inyección de capital a bancos y apoyo al crédito interbancario, entre otras acciones. No obstante las medidas implementadas, hasta finales de octubre la incertidumbre en los mercados financieros persistía.

En este contexto, el endurecimiento de las condiciones financieras, tanto en los mercados de economías avanzadas, como en los de las emergentes, ha continuado. Adicionalmente, el deterioro en la percepción de riesgo ha dado lugar a una caída generalizada en la demanda de activos de economías emergentes. En consecuencia, se han observado en estas economías incrementos importantes de los diferenciales de riesgo de sus emisiones de bonos, caídas en sus bolsas de valores y depreciaciones considerables de sus tipos de cambio, todo ello acompañado de un incremento importante en la volatilidad. Considerando la posibilidad de un proceso prolongado de desapalancamiento en los mercados financieros internacionales, las perspectivas de crecimiento económico mundial se han deteriorado significativamente.

La volatilidad de los mercados financieros internacionales, registrada particularmente durante los meses de septiembre y octubre, conjuntamente con el deterioro e incertidumbre acerca de las perspectivas de la economía mundial y, específicamente, de las correspondientes a Estados Unidos, han generado un escenario que está impactando adversamente la economía de México. Asimismo, tal escenario sugiere que los riesgos de que la desaceleración se agudice se han elevado de forma importante.

En efecto, la desaceleración que registró la actividad económica en México en la primera mitad de 2008 se acentuó en el tercer trimestre. Este fenómeno se observó tanto en los indicadores de producción como en los de demanda agregada, especialmente en sus componentes de consumo privado y de demanda externa.

La inflación general anual en México se elevó durante el tercer trimestre de 2008, de acuerdo con las previsiones señaladas en el Informe anterior. El aumento en este indicador fue producto de una mayor incidencia tanto del componente subyacente, como del no subyacente. En el incremento de la inflación subyacente influyeron principalmente las alzas en los precios de algunos bienes y servicios cuya estructura de costos fue afectada por diversos factores, entre los que destacan los aumentos que registraron anteriormente las cotizaciones de las materias primas y la mayor carga tributaria que han enfrentado durante este año algunas empresas. Por otra parte, tres factores acentuaron la contribución del componente no subyacente a la inflación general: primero, una aceleración en el ritmo de ajuste a los precios de la gasolina y del gas licuado; segundo, revisiones a las tarifas del transporte público en diversas localidades del país; y, tercero, alzas en las cotizaciones de los productos pecuarios.

Para los siguientes trimestres, el panorama para la inflación en México no se ha modificado con relación a la proyección que se tenía al finalizar el trimestre previo. Ello obedece a que los factores con un posible impacto al alza sobre la inflación se compensan con otros que operan en sentido inverso. Destacan entre los primeros la depreciación cambiaria que se registró en octubre y el mayor ritmo de actualización de los precios de los bienes y servicios administrados y concertados. Entre los segundos sobresale la reducción en las cotizaciones de diversas materias primas, y la perspectiva de un menor ritmo de actividad económica.

El Banco de México tiene entre sus objetivos, plasmados en el artículo 2º de la Ley del Banco de México, promover el sano desarrollo del sistema financiero. En la situación actual en la que se presenta una crisis financiera global de magnitudes no vistas desde hace varias décadas, el que nuestra economía esté integrada financieramente con el resto del mundo ha implicado que parte de la volatilidad observada en los mercados financieros internacionales se haya traducido en volatilidad en nuestros propios mercados financieros. En este contexto, las acciones del Banco de México se han dirigido a propiciar un funcionamiento ordenado de los mercados. En efecto, diversas medidas tomadas por el Instituto Central y otras autoridades financieras en las últimas semanas han estado dirigidas a apoyar la liquidez de las instituciones financieras en México. Por su parte, las acciones tomadas por la Comisión de Cambios, con base en el artículo 18 de la referida Ley, se orientaron a aminorar la fuerte volatilidad observada en el mercado cambiario, que puede transformarse en un elemento negativo tanto para la actividad económica, como para la estabilidad de precios.

Es importante señalar 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. Por consiguiente, ante la incertidumbre que caracteriza la coyuntura actual, la Junta de Gobierno del Banco de México continuará atenta al desempeño de los mercados financieros, así como a su impacto sobre la actividad económica, y a los factores que pudiesen incidir sobre la trayectoria prevista para la inflación en relación con su convergencia hacia la meta de 3 por ciento.

2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2008

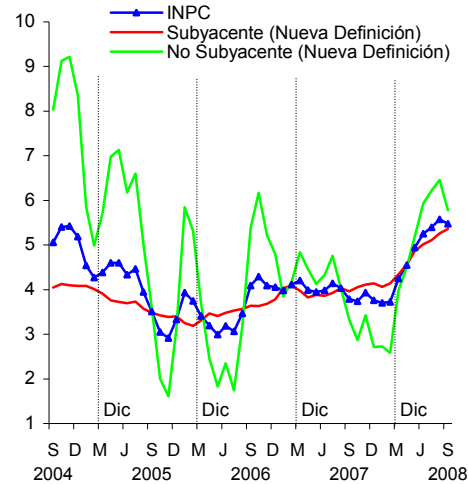
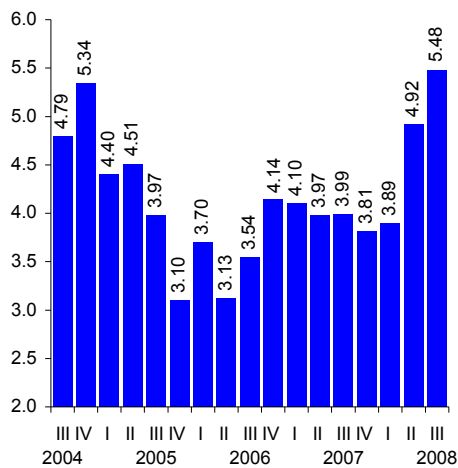
En el tercer trimestre de 2008 el promedio de la inflación general anual fue 5.48 por ciento. Dicha cifra resultó 0.56 puntos porcentuales mayor a la registrada en el segundo trimestre del año (4.92 por ciento, Gráfica 1 y Cuadro 1).

Gráfica 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor

Variación anual en por ciento

a) Índice Nacional de Precios al Consumidor

b) Índices de Precios Subyacente y No Subyacente



El aumento que mostró la inflación general durante el trimestre que se analiza se originó tanto en el componente subyacente como en el no subyacente. Al respecto, cabe destacar lo siguiente:

- I. Los precios de los alimentos procesados continuaron mostrando una tendencia creciente, pese a que durante el tercer trimestre del año las cotizaciones spot de los granos registraron reducciones (descensos respectivos de 23.66, 23.96 y 21.27 por ciento en las referencias del maíz, trigo y soya, del cierre de junio al de septiembre).
- II. El grupo de las mercancías no alimenticias elevó su contribución a la inflación general. Ello podría estar asociado, entre otros factores, a una mayor presión en costos derivada de la trayectoria de los precios internacionales de las materias primas, observada en el primer semestre del año.
- III. El subíndice subyacente de servicios registró un nivel más elevado de inflación. Este resultado es atribuible, en lo principal, a los incrementos de las tarifas aéreas y de los servicios turísticos en paquete, así como de los servicios de alimentación.

- IV. Dentro del componente no subyacente cabe destacar las contribuciones a la inflación general de los grupos relativos a los bienes y servicios administrados y concertados, así como de los productos pecuarios.

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes

	Variación Anual				Variación Anual Promedio	
	por ciento				por ciento	
	Jun-2008	Jul-2008	Ago-2008	Sep-2008	Trim II 2008	Trim III 2008
INPC	5.26	5.39	5.57	5.47	4.92	5.48
Subyacente (Nueva definición)	5.02	5.11	5.26	5.36	4.81	5.24
Mercancías	5.72	5.72	6.01	6.11	5.42	5.95
Alimentos	9.59	9.43	9.62	9.40	9.17	9.48
Bebidas y tabaco ^{1/}	7.63	7.53	8.00	8.23	7.56	7.92
Otros abarrotes ^{2/}	6.66	7.48	8.37	8.94	5.48	8.26
Alimentos preparados ^{3/}	6.79	7.08	7.12	7.26	6.46	7.15
Productos de maíz ^{4/}	4.18	5.00	5.54	6.14	3.63	5.56
Arroz	52.92	62.28	62.60	61.60	36.69	62.16
Resto de Mercancías	2.74	2.85	3.22	3.55	2.56	3.21
Servicios (Nueva definición)	4.38	4.54	4.57	4.67	4.25	4.60
Vivienda	3.80	3.90	3.88	3.84	3.64	3.87
Vivienda propia	3.76	3.84	3.78	3.66	3.57	3.76
Educación	5.63	5.72	5.71	5.76	5.68	5.73
Resto de Servicios	4.53	4.82	4.91	5.19	4.39	4.97
Servicios turísticos en paquete	3.20	7.60	6.88	8.78	2.78	7.74
Transporte aéreo	16.49	16.34	15.74	16.35	14.97	16.14
Servicios de alimentación ^{5/}	4.98	5.13	5.46	5.83	4.88	5.48
No Subyacente (Nueva definición)	5.94	6.22	6.46	5.79	5.21	6.15
Agropecuarios	8.88	8.71	7.72	4.61	7.31	6.97
Frutas y Verduras	12.78	10.12	6.31	-0.95	8.25	4.92
Jitomate	26.75	13.86	-3.46	-40.33	29.08	-13.68
Tomate verde	54.95	47.65	10.24	-4.31	93.85	14.03
Naranja	-25.49	-34.05	-39.69	-40.73	-19.47	-38.28
Pecuarios	6.58	7.84	8.62	8.46	6.71	8.31
Huevo	21.84	27.04	30.68	27.07	22.06	28.27
Came y víceras de cerdo	6.13	7.68	9.92	9.93	3.56	9.18
Administrados y Concertados	4.52	5.00	5.83	6.39	4.18	5.74
Administrados	5.84	6.19	6.99	7.19	5.38	6.79
Gasolina bajo octanaje	3.52	3.87	4.72	5.02	3.34	4.53
Gasolina alto octanaje	5.74	5.89	6.62	7.28	5.51	6.60
Electricidad	9.90	10.02	10.39	10.87	8.92	10.43
Gas doméstico	5.14	5.72	6.80	6.53	4.56	6.35
Concertados	3.21	3.82	4.69	5.60	2.98	4.70
Subyacente (Definición anterior)	4.96	5.05	5.22	5.32	4.74	5.20
Servicios (Definición anterior)	4.14	4.32	4.35	4.46	3.98	4.38
No Subyacente (Definición anterior)	5.88	6.12	6.32	5.78	5.30	6.07

1/ Los productos en el INPC relacionados con bebidas y tabaco; son los siguientes: Agua Embotellada; Cerveza; Tequila; Otros Licores; Ron; Brandy; Vino de Mesa; y, Cigarrillos.

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

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

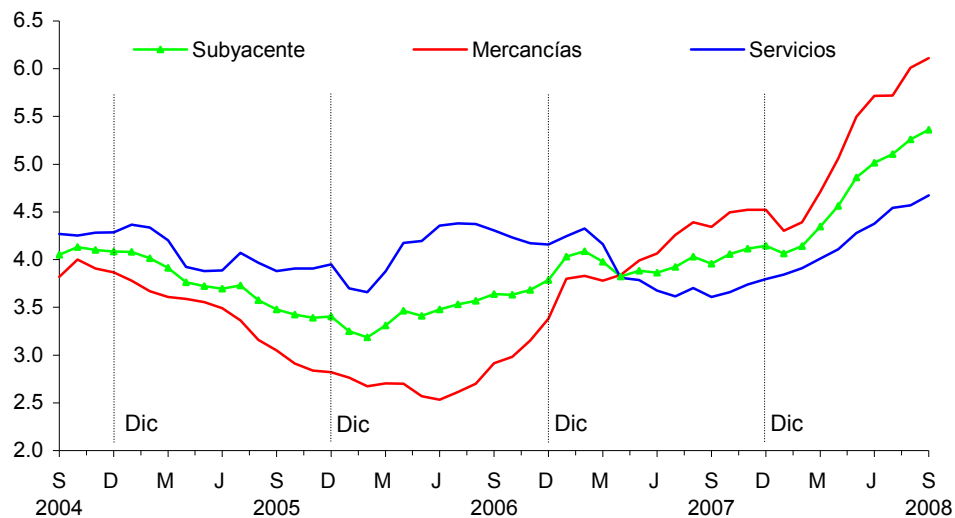
5/ Los genéricos de servicios de alimentación en el INPC son los siguientes: Loncherías; Restaurantes; Cantinas; y, Cafeterías.

- V. Adicionalmente, la mayor carga fiscal que han enfrentado algunas empresas durante 2008, podría haber incidido en presiones adicionales al momento de revisar su política de precios (Recuadro 1).

El patrón alcista que venía mostrando la inflación subyacente continuó en el tercer trimestre de 2008. Así, la variación anual promedio de este indicador pasó de 4.81 a 5.24 por ciento del segundo al tercer trimestre de 2008. Cabe señalar que los dos grupos que integran el índice subyacente (mercancías y servicios) presentaron tasas de inflación ascendentes en cada uno de los meses del trimestre analizado (Gráfica 2).

El subíndice subyacente de las mercancías registró una variación anual promedio de julio a septiembre de 5.95 por ciento, en contraste con el dato de 5.42 por ciento del trimestre anterior (Gráfica 3a). Los dos componentes de este subíndice aumentaron en el trimestre, aunque fue mayor la elevación mostrada por el resto de las mercancías, cuya tasa de variación anual promedio se elevó de 2.56 a 3.21 por ciento del segundo al tercer trimestre del año. Por su parte, la correspondiente a los alimentos se incrementó de 9.17 a 9.48 por ciento en el mismo lapso.

Gráfica 2
Subíndice de Precios Subyacente (Nueva Definición)^{1/}
 Variación anual en por ciento



1/ El Banco de México adoptó una nueva definición de inflación subyacente a partir de enero de 2008. Ver Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2007, Anexo 1 págs. 53-58.

Recuadro 1

Efecto del IETU en el Proceso de Formación de Precios

El Banco de México realizó dos encuestas de opinión entre empresas del sector secundario y terciario, con el objetivo de identificar el posible impacto del Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) sobre el proceso de formación de precios durante 2008.

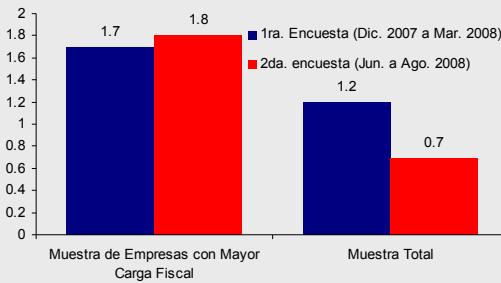
La primera de las encuestas se levantó entre diciembre de 2007 y marzo de 2008, mientras que la segunda se realizó entre junio y agosto de 2008. Las empresas entrevistadas en ambas encuestas corresponden a muestras representativas, con una selección aleatoria, a partir del conjunto de compañías registradas en el padrón de 2007 del Sistema de Información Empresarial Mexicano (SIEM). En la primera encuesta participaron 504 empresas. En el segundo levantamiento, fueron entrevistados 514 establecimientos. El nivel de confianza de cada una de las encuestas es de 95 por ciento y el margen de error de 5 por ciento.

Los principales resultados se presentan a continuación:

a) Los empresarios atribuyen al Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) un efecto significativo sobre las revisiones de precios. Al inicio de 2008 las empresas que consideraron que el IETU elevaría su carga fiscal estimaron que el efecto del gravamen sobre el aumento estimado en precios en 2008 sería equivalente a 1.7 puntos porcentuales. Al ponderar este resultado con las respuestas del resto de las empresas se encuentra que el impacto del IETU sobre la revisión de precios para el total de la muestra sería de 1.2 puntos.

En la segunda encuesta la incidencia del IETU sobre la revisión de precios en 2008, por aquellas empresas cuya carga fiscal aumentó, se estimó en 1.8 puntos porcentuales. Al considerar al total de la muestra dicha contribución resulta de 0.7 puntos.

Gráfica 1
Contribución del IETU al Incremento en Precios al Productor Esperado para 2008
Puntos porcentuales

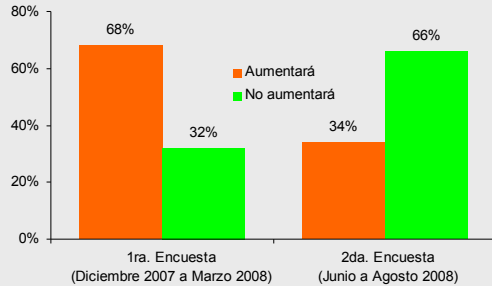


b) El IETU elevó la carga fiscal de un número considerable de empresas, lo que incidió sobre su estructura de costos. Los resultados de la primera encuesta indican que el 68 por ciento de las empresas estimaba que su carga fiscal aumentaría durante 2008, mientras que el 32 por ciento consideraba que dicha carga no se vería afectada.

En la segunda encuesta, una vez experimentado el nuevo régimen fiscal, la percepción del impacto del IETU en la carga tributaria de las empresas se modificó. En particular, 38 por ciento de las empresas consideró que ésta aumentaría y, 62 por ciento que no sería afectada (Gráfica 2). Entre los factores que podrían explicar el cambio en percepción destacan los siguientes:

- Las empresas realizaron pagos de ISR mayores a los del IETU en una proporción que excede a la que estas mismas tenían previsto, por lo que su carga fiscal no fue afectada.
- Las muestras correspondientes a ambas encuestas son independientes y contienen empresas cuya experiencia asociada al IETU es distinta.

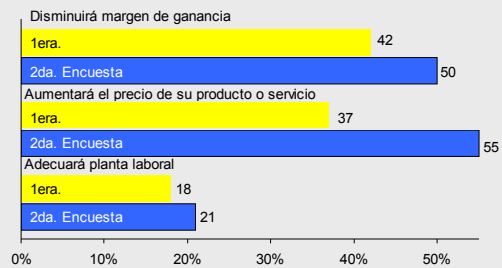
Gráfica 2
Empresas que Consideraron que su Carga Fiscal Aumentará en 2008 debido al IETU
Cifras en por ciento



c) La mayor carga fiscal que ha implicado el IETU incide tanto en las empresas como en los consumidores. En la primera encuesta, 42 por ciento de las empresas consultadas indicó que ante la mayor carga fiscal disminuirá su margen de utilidad, 37 por ciento señaló que aumentará los precios de sus productos o servicios, y 18 por ciento que adecuará la planta o jornada laboral.

En la encuesta más reciente, 50 por ciento del total de empresas consultadas indicó que ante la imposición del IETU disminuirá su margen de utilidad, 55 por ciento mencionó que aumentará los precios, y 21 por ciento señaló que disminuirá su planta laboral (Gráfica 3).

Gráfica 3
Acciones que Emprenderán las Empresas ante una Mayor Carga Fiscal en 2008
Cifras en por ciento^{1/}



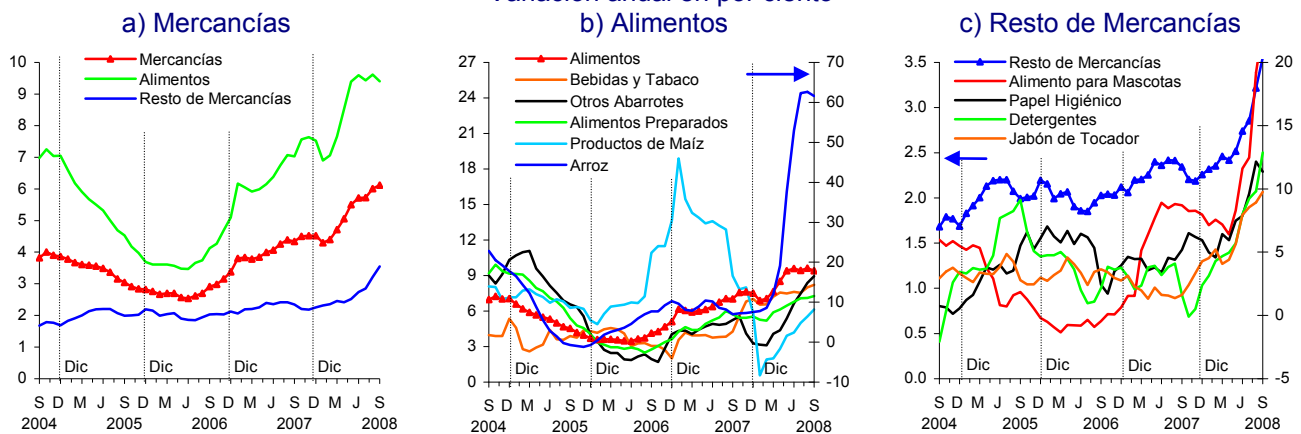
^{1/} La pregunta permitía elegir más de una opción, por ello la suma de los porcentajes puede no sumar cien.

d) Aún persisten presiones inflacionarias asociadas al IETU, ya que el efecto de este gravamen sobre los precios no se ha trasladado por completo. En la encuesta que se realizó al inicio del año, 58 por ciento de las empresas consultadas señaló que el ajuste en precios se llevaría a cabo durante el primer semestre de 2008. El 42 por ciento restante indicó que el aumento en precios ocurriría en el segundo semestre de 2008.

En la segunda encuesta que se realizó, el 26 por ciento de las empresas señaló que incrementó sus precios durante el primer semestre de 2008, 25 por ciento indicó que elevaría sus precios en el segundo semestre de 2008, 16 por ciento de las empresas mencionó que una parte del incremento proyectado se llevó a cabo en el primer semestre y que la otra parte se revisará durante el segundo semestre. El resto de las empresas, 22 por ciento, manifestó que pospondrá la revisión de precios al 2009.

Los resultados de las encuestas anteriormente descritos deben interpretarse principalmente como de carácter cualitativo. Un enfoque complementario para tratar de identificar cuantitativamente el impacto del IETU sobre los precios es por medio de técnicas econométricas. No obstante, es relevante comentar que, dada la información disponible acerca de los niveles de recaudación (total y sectorial) y de los precios afectados hasta ahora, aún es difícil estimar el efecto por medio de este tipo de técnicas. Esto en virtud de que, dado el breve periodo que ha estado en vigor el IETU, aún se tienen pocos datos para distinguir, con un grado de certeza razonable, el impacto específico de dicho gravamen del efecto de otros choques que también han repercutido sobre diversos precios. Esto, sobre todo, dada la alta volatilidad que exhiben en el corto plazo algunas cotizaciones.

Gráfica 3
Subíndice de Precios Subyacente de Mercancías
Variación anual en por ciento



La inflación de los alimentos procesados continuó aumentando en el trimestre objeto de este Informe. El resultado es atribuible a la trayectoria alcista de los precios de las bebidas y tabaco, alimentos preparados, productos de maíz, arroz y otros abarroses (Gráfica 3b). Durante el tercer trimestre de 2008 las variaciones anuales promedio de los productos derivados del trigo y de la soya resultaron semejantes a las observadas en el trimestre anterior (Cuadro 2).

Cuadro 2
Subíndice de Precios de Alimentos Procesados

	Ponderación	Variación Anual						Variación Anual	
		por ciento						Promedio	
		Abr-2008	May-2008	Jun-2008	Jul-2008	Ago-2008	Sep-2008	Trim II 2008	Trim III 2008
INPC	100.00	4.55	4.95	5.26	5.39	5.57	5.47	4.92	5.48
Subyacente (Nueva definición)	74.77	4.56	4.86	5.02	5.11	5.26	5.36	4.81	5.24
Mercancías	37.03	5.06	5.50	5.72	5.72	6.01	6.11	5.42	5.95
Alimentos Procesados	14.67	8.52	9.40	9.59	9.43	9.62	9.40	9.17	9.48
Bebidas y tabaco ^{1/}	3.15	7.57	7.48	7.63	7.53	8.00	8.23	7.56	7.92
Otros abarrotes ^{1/}	1.65	4.38	5.39	6.66	7.48	8.37	8.94	5.48	8.26
Alimentos preparados ^{1/}	1.36	6.13	6.45	6.79	7.08	7.12	7.26	6.46	7.15
Productos de maíz ^{1/}	1.29	2.80	3.91	4.18	5.00	5.54	6.14	3.63	5.56
Arroz	0.15	19.17	37.66	52.92	62.28	62.60	61.60	36.69	62.16
Productos lácteos ^{2/}	3.00	11.94	11.83	10.21	8.09	8.11	6.96	11.32	7.71
Productos de azúcar ^{3/}	1.96	2.41	2.29	2.10	2.17	1.97	2.25	2.26	2.13
Productos de trigo ^{4/}	1.61	12.74	14.80	15.52	15.45	15.09	13.76	14.35	14.76
Productos de soya ^{5/}	0.51	34.02	39.60	40.96	40.37	39.74	38.44	38.22	39.50

1/ Los genéricos que integran cada grupo se detallan en el Cuadro 1.

2/ Los productos lácteos en el INPC son los siguientes: Leche Pasteurizada y Fresca; Leche en Polvo; Leche Evaporada, Condensada y Maternizada; Queso Fresco; Yogurt; Queso Oaxaca o Asadero; Crema de Leche; Queso Manchego o Chihuahua; Otros Quesos; Helados; Queso Amarillo; y, Mantequilla.

3/ 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.

4/ Los productos de trigo en el INPC son los siguientes: Pan Dulce; Pan Blanco; Pan de Caja; Pastillitos y Pasteles; Pasta para Sopa; Galletas Populares; Tortillas de Harina de Trigo; Otras Galletas; Harinas de Trigo; y, Cereales en Hojuelas.

5/ Los productos en el INPC relacionados con la soya son los siguientes: Aceite y Grasas Vegetales Comestibles; Papas Fritas y Similares; y, Mayonesa y Mostaza.

El subíndice subyacente del resto de las mercancías siguió mostrando una inflación ascendente de julio a septiembre. Esta tendencia estuvo impulsada por los aumentos en los precios de una variedad de artículos para la higiene y limpieza en el hogar y también por productos derivados de la celulosa o artículos que emplean acero en su fabricación. Adicionalmente, en agosto el precio del alimento para mascotas experimentó un fuerte incremento (Gráfica 3c). Los aumentos referidos podrían ser consecuencia, entre otros factores, de la presión acumulada sobre los costos de las alzas ocurridas en las materias primas (alimenticias, energéticas y metálicas) en el primer semestre del año y, posiblemente, por la mayor carga fiscal que han experimentado algunas empresas.

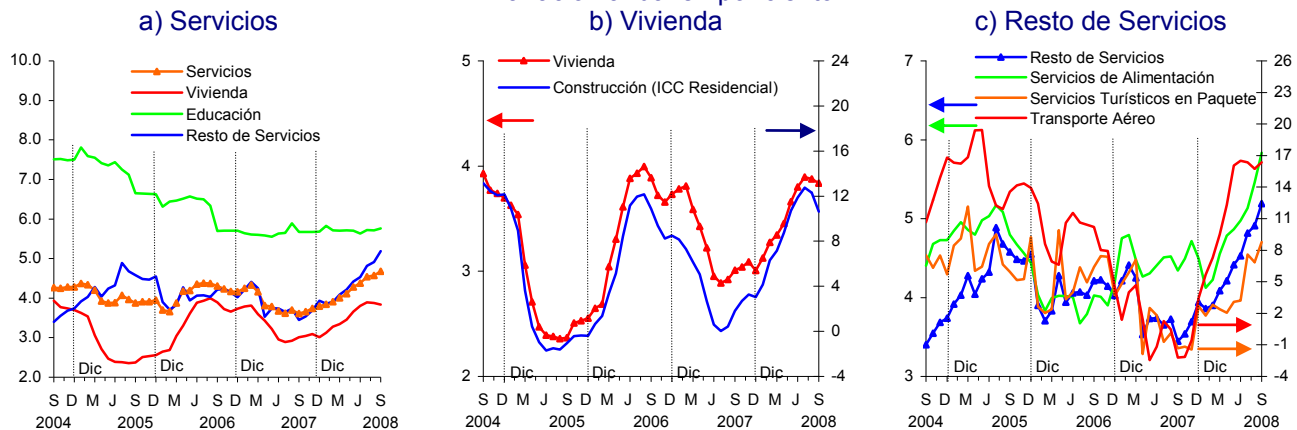
La variación anual promedio del subíndice de los servicios aumentó de 4.25 a 4.60 por ciento del segundo al tercer trimestre de 2008 (Gráfica 4a). Este resultado obedeció, en lo principal, a la mayor contribución del grupo de los servicios distintos a la vivienda y a la educación, cuya tasa de variación promedio anual pasó en el lapso referido de 4.39 a 4.97 por ciento. A su vez, esto último fue consecuencia del desempeño de las tarifas aéreas, de los servicios turísticos en paquete y de los servicios de alimentación. Al respecto, cabe recordar que se mantuvieron en un nivel alto los precios de la turbosina, y que en la industria aérea se ha reducido el número de rutas y de participantes. Asimismo, la tasa de crecimiento promedio anual de los precios de los servicios turísticos en paquete se incrementó de 2.78 a 7.74 por ciento en las fechas mencionadas. Debe apuntarse, que las fiestas patrias dieron lugar en 2008 a un periodo vacacional largo (4 días), en tanto que en 2007 el 15 y 16 de septiembre cayeron en fin de semana. Este hecho ocasionó un efecto de tipo estacional tanto en los precios de los servicios aéreos como en los de hotelería. Finalmente, la inflación promedio anual de los servicios de alimentación, los cuales tienen una ponderación elevada

en el INPC, aumentó de 4.88 a 5.48 por ciento del segundo al tercer trimestre de 2008 (Gráfica 4c).¹

Por su parte, el subíndice de la vivienda registró una variación anual promedio de 3.87 por ciento en el trimestre que se reporta (cifra 23 puntos base mayor a la observada en el segundo trimestre de 2008, Gráfica 4b). En este resultado influyó la trayectoria que mostró el Índice del Costo de la Construcción Residencial, cuya inflación anual promedio pasó del segundo al tercer trimestre del año de 10.45 a 11.89 por ciento. En ello influyeron las alzas que registraron los precios del cemento, del concreto y de los productos de acero.

Las cuotas de los servicios de educación privada registraron en el tercer trimestre de 2008 una variación anual promedio de 5.73 por ciento, lo que implicó un incremento de 5 puntos base con relación a la cifra del trimestre anterior. Este resultado parece sugerir que se ha estancado el proceso de desinflación de las colegiaturas (Gráfica 4a).

Gráfica 4
Subíndice de Precios Subyacente de Servicios (Nueva Definición)^{1/}
Variación anual en por ciento

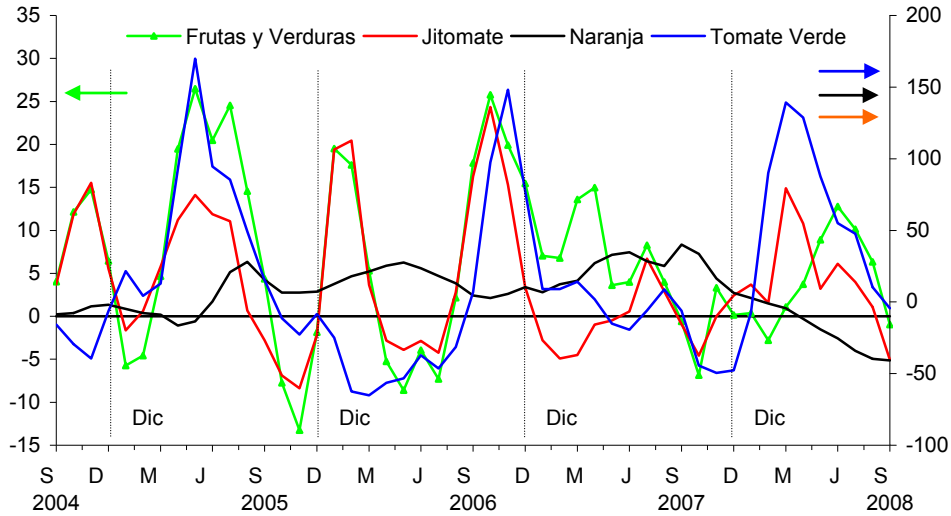


^{1/} El Banco de México adoptó una nueva definición de inflación subyacente a partir de enero de 2008. Ver informe sobre la inflación de Julio-Septiembre de 2007, Anexo 1 págs. 53-58.

La tasa de inflación del índice de precios no subyacente se incrementó en promedio trimestral de 5.21 a 6.15 por ciento del segundo al tercer trimestre de 2008. Las tasas de variación anual de los precios de los productos pecuarios, así como de los bienes y servicios administrados y concertados, fueron en aumento a lo largo del trimestre (en la Sección 3.3.3 se detalla la evolución del subíndice de bienes y servicios administrados y concertados). En el primer caso, la elevación se explica por la trayectoria de los precios del huevo y de la carne de cerdo. En contraste con lo anterior, las cotizaciones del grupo de las frutas y verduras mostraron bajas, pasando de una variación promedio anual de 8.25 a 4.92 por ciento del segundo al tercer trimestre de 2008 (Gráfica 5).

¹ La ponderación de los servicios de alimentación en el INPC es de 6.51 por ciento.

Gráfica 5
Subíndice de Precios de Frutas y Verduras
Variación anual en por ciento

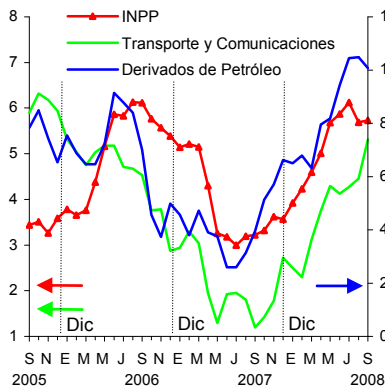


2.2. Índice Nacional de Precios Productor

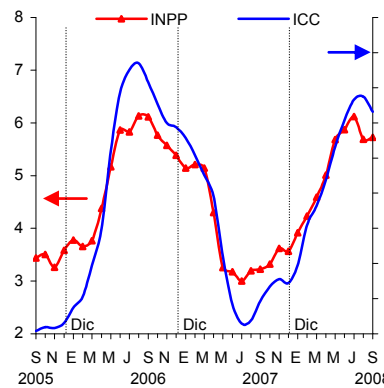
Durante el trimestre que se reporta, el Índice Nacional de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, registró una variación anual promedio de 5.85 por ciento, tasa mayor a la registrada en el trimestre anterior que fue de 5.52 por ciento. La inflación medida mediante el INPP estuvo influida de manera relevante por la contribución que tuvo el sector de la construcción. En esta actividad se resintió el incremento en las cotizaciones de los productos metálicos, mezcla asfáltica y cemento. En adición a los factores anteriores, también los derivados del petróleo, y el sector del transporte y comunicaciones, incidieron en el aumento que mostró la inflación en el periodo medida por el INPP (Gráfica 6).

Gráfica 6
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo y Componentes Seleccionados
Variación anual en por ciento

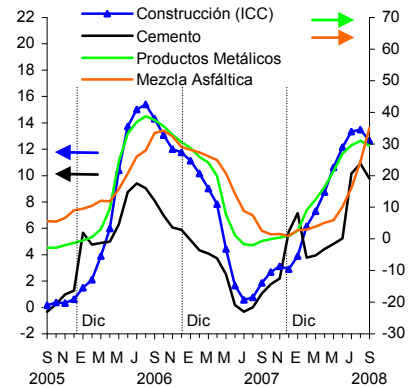
a) INPP, Derivados de Petróleo y Transporte



b) INPP e ICC



c) Índice del Costo de Construcción



3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Condiciones Externas

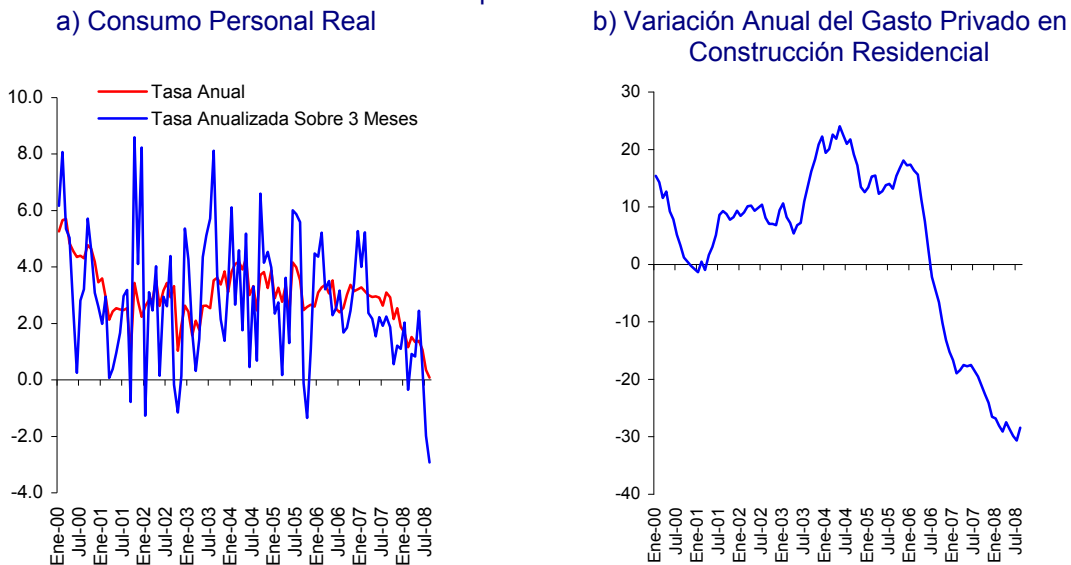
La economía mundial ha registrado una desaceleración significativa durante 2008, la cual probablemente se acentuó en el tercer trimestre. Algunas economías avanzadas parecen haberse ubicado en ese lapso en una recesión o cerca de ella, ante el agravamiento de la crisis financiera, dificultades en los mercados hipotecarios y precios aún elevados de los productos primarios. En Estados Unidos, el ritmo de crecimiento del PIB disminuyó considerablemente y podría haber mostrado una cifra negativa en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la información oportuna sugiere que la debilidad de la actividad económica continuó en la zona del euro y en Japón, y que el crecimiento de las economías emergentes se desaceleró, si bien manteniendo en varias de ellas tasas elevadas. El menor crecimiento global y el descenso de las cotizaciones internacionales del petróleo y otros productos primarios permitieron aliviar las presiones inflacionarias. Sin embargo, persistieron los riesgos al alza para la inflación, afectando en mayor medida a las economías emergentes. Las tensiones en los mercados financieros internacionales se acentuaron considerablemente durante el tercer trimestre y principios del cuarto. Lo anterior se explica en buena medida por la percepción de un elevado riesgo de contraparte en el mercado interbancario, en un entorno de opacidad respecto de la exposición de las instituciones financieras a activos de alto riesgo. En términos más generales, los problemas recientes en los mercados financieros resultan del proceso de desapalancamiento global que ha sido necesario para corregir los niveles excesivos de endeudamiento propiciados por el modelo de originación y distribución de riesgos que prevaleció en los mercados financieros internacionales en los últimos años. Las economías emergentes se vieron contagiadas de manera importante por este nuevo episodio de turbulencia a través de distintos canales, lo que se reflejó entre otras cosas en desplomes de sus mercados accionarios y fuertes presiones sobre sus tipos de cambio.

3.1.1. Actividad Económica Global

El PIB de Estados Unidos registró un crecimiento de 2.8 por ciento a tasa trimestral anualizada durante el segundo trimestre de 2008 (2.1 por ciento a tasa anual). Dicha tasa, que resultó superior a las cifras observadas en los dos trimestres anteriores, reflejó principalmente la trayectoria de las exportaciones netas, cuya contribución al crecimiento del PIB (2.9 puntos porcentuales) fue la más alta desde el tercer trimestre de 1980. Por su parte, la demanda interna se mantuvo débil. No obstante el apoyo de las devoluciones de impuestos, el crecimiento del consumo privado a tasa trimestral anualizada fue de sólo 1.2 por ciento. En lo que se refiere a la inversión fija, ésta se contrajo 1.7 por ciento, como reflejo principalmente de la décima caída consecutiva de la inversión residencial (-13.3 por ciento). Otro factor que contribuyó a la debilidad de la absorción interna fue la fuerte contribución negativa de la variación de inventarios (-1.5 puntos porcentuales), la mayor desde 2005.

La información oportuna sugiere un debilitamiento pronunciado de la economía estadounidense en el tercer trimestre de 2008. El consumo privado parece haber mostrado una contracción significativa, al comenzar a diluirse los efectos del estímulo fiscal y ante el agravamiento de los problemas en los mercados financieros, el endurecimiento de las condiciones crediticias, la debilidad del mercado laboral y la caída de la riqueza de los hogares, todo lo cual se ha visto reflejado en el deprimido nivel de los índices de confianza de los consumidores (Gráfica 7). Por otra parte, el comportamiento del gasto en construcción residencial y otros indicadores del sector inmobiliario sugieren que dicho sector impactó otra vez negativamente al crecimiento del PIB. Probablemente dicho impacto sea de menor magnitud que en trimestres anteriores, debido en parte a la reducción de la importancia relativa del sector. La evolución reciente de los envíos y pedidos de bienes de capital apunta a una situación de atonía de la inversión en equipo y software. Se espera que el sector externo contribuya de manera importante -si bien en una magnitud menor que la del segundo trimestre- al crecimiento del PIB, a pesar de la reciente recuperación del dólar. En general, los analistas consideran que la actividad económica en Estados Unidos se mantendrá débil durante el resto de este año y principios del siguiente, registrando una recuperación gradual en la segunda mitad de 2009. No obstante, este escenario enfrenta riesgos importantes a la baja, particularmente en virtud de los problemas que se observan en los mercados financieros de ese país.

Gráfica 7
EUA: Consumo Personal Real y Gasto Privado en Construcción Residencial
 En por ciento



Fuente: BEA.

Fuente: Census Bureau.

En la zona del euro, el crecimiento del PIB en el periodo abril-junio fue negativo (-0.7 por ciento a tasa trimestral anualizada), por primera vez desde 1996. Ello fue resultado tanto de la disminución del consumo personal como de la caída en la inversión. Adicionalmente, la fortaleza del euro afectó la contribución de las exportaciones netas. Diversos indicadores oportunos, entre ellos las ventas al menudeo y los índices de confianza de empresas y consumidores, sugieren que la debilidad de la actividad económica se acentuó en el tercer trimestre. El PIB de Japón mostró una contracción de 3.0 por ciento a

tasa trimestral anualizada en el segundo trimestre, determinada por descensos tanto del consumo como de la inversión. En el periodo julio-septiembre, la debilidad parece haber continuado ante la disminución del ritmo de crecimiento de las exportaciones, el estancamiento de la inversión residencial, y el efecto adverso sobre el consumo del lento crecimiento del ingreso y los elevados precios de los energéticos.

La actividad productiva en las economías emergentes y en desarrollo se ha desacelerado, aunque en varias de éstas aún se mantiene fuerte. El crecimiento en China disminuyó de más de 10.1 por ciento a tasa anual en el segundo trimestre de 2008 a 9 por ciento en el tercero. En la India, el PIB mostró una tasa anual de crecimiento de 7.9 por ciento en el segundo trimestre, la menor desde el cuarto trimestre de 2004, y los indicadores más recientes apuntan a una desaceleración adicional en el periodo julio-septiembre. En el segundo trimestre el crecimiento de las economías de América Latina mostró cierta mejoría respecto al trimestre anterior, y las expectativas de crecimiento para 2008 han permanecido estables en los últimos meses en un nivel cercano a 4.5 por ciento. Sin embargo, diversos factores externos que han impulsado el crecimiento de la zona muestran un deterioro. En particular, el incremento en los precios de los productos primarios, que benefició los términos de intercambio de los países exportadores de dichos productos, se ha revertido de forma importante.

3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

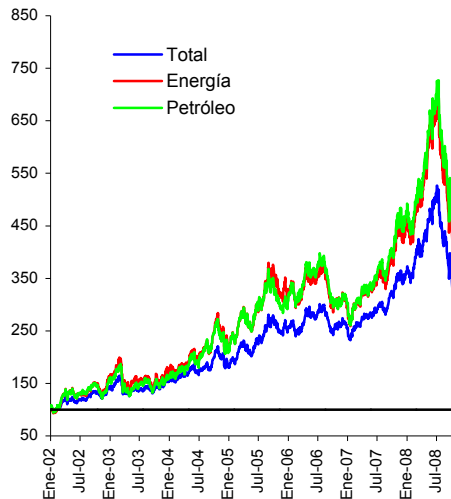
Los precios de los productos primarios descendieron en forma abrupta durante el tercer trimestre de 2008, si bien manteniéndose en niveles elevados (Gráfica 8). Las cotizaciones del crudo tipo West Texas Intermediate (WTI) disminuyeron de una cifra récord de 145 dólares por barril el 14 de julio, a 91 dólares por barril el 16 de septiembre. Esta tendencia a la baja fue seguida de una trayectoria altamente volátil. Así, después de aumentar a un nivel de 100.64 dólares por barril el 30 de septiembre, el precio del WTI se redujo a 63.22 dólares por barril el 27 de octubre. Por su parte, los productos primarios no petroleros mostraron también una tendencia generalizada a la baja.² Lo anterior, combinado con la desaceleración económica global y la expectativa de que ésta se acentúe, han permitido aliviar presiones sobre los precios al consumidor. En este entorno, muchos bancos centrales han modificado su balance de riesgos. A pesar de la presencia de tasas de inflación relativamente elevadas en varios de ellos, los esfuerzos de política monetaria han dado mayor importancia relativa a la estabilización de los mercados y a la desaceleración del crecimiento económico. Esto se ha reflejado en disminuciones en el objetivo para la tasa de interés de política en un elevado número de países industriales, en tanto que en las economías emergentes muchos bancos centrales han decidido mantener su tasa de interés de referencia constante, después de una etapa de aumentos, aunque algunos la han disminuido.³

² Para una descripción más detallada de la evolución de los precios de los productos primarios, véase las secciones 3.2.4, 3.2.5 y 3.2.6.

³ Cabe señalar, por otra parte, el caso de Hungría, que aumentó en 300 puntos base su tasa de referencia el 22 de octubre en un intento por estabilizar el valor del forint.

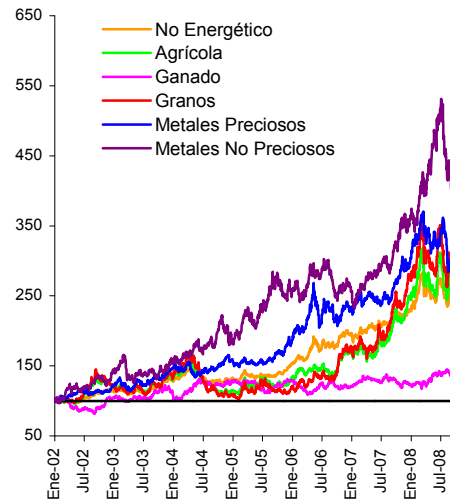
Gráfica 8
Precios de Productos Primarios
 Índice 2 de enero de 2006 = 100

a) Precios de Productos Primarios: Total y Energéticos



Fuente: Thomson Financial.

b) Precios de Productos Primarios No Energéticos



Fuente: Thomson Financial.

En Estados Unidos, la tasa de crecimiento anual de los precios al consumidor aumentó de 3.9 por ciento en abril a 5.6 por ciento en julio, como reflejo principalmente de los rápidos aumentos en los precios de los energéticos. Durante el mismo lapso, la inflación subyacente también mostró una tendencia al alza, si bien más moderada, al pasar de 2.3 a 2.5 por ciento. No obstante lo anterior, el menor ritmo de actividad económica y el descenso de los precios del petróleo y otros productos primarios han permitido revertir esta tendencia. Así, en agosto la inflación general mensual al consumidor se redujo frente al mes anterior y en septiembre no registró variación, dando lugar a una disminución de la inflación anual a 4.9 por ciento en este último mes. La desaceleración de la actividad económica y la reducción de los precios de los productos primarios han permitido también aliviar las expectativas de inflación. De esta forma, la Reserva Federal considera que los riesgos para la inflación han disminuido.

En la zona del euro, después de alcanzar un pico de 4 por ciento anual en junio, la inflación general al consumidor disminuyó en septiembre a 3.6 por ciento. A lo anterior contribuyeron el debilitamiento de la demanda interna y las caídas en los precios de la energía y otros productos primarios. No obstante, se considera que la inflación excederá el objetivo de las autoridades (ligeramente por debajo de 2 por ciento) por algún tiempo. Después de registrar en julio su nivel más alto desde marzo de 1998 (2.3 por ciento), la inflación general anual en Japón disminuyó en agosto a 2.1 por ciento (excluyendo alimentos y energía la inflación fue nula). El banco central espera que el crecimiento anual de los precios al consumidor se mantenga alrededor de los niveles actuales en los próximos meses, pero que tienda a la baja conforme disminuyan los precios de la energía y los alimentos.

Durante el periodo julio-septiembre siguieron observándose presiones inflacionarias en las economías emergentes. Lo anterior refleja en parte la mayor ponderación de los precios de los alimentos en las canastas de consumo de estas economías. En muchos de estos países se observó asimismo un aumento

de la inflación subyacente. Cabe señalar también que existe cierta asimetría en el traspaso de los aumentos en las cotizaciones de los bienes primarios a la inflación en países avanzados y emergentes. Si bien los aumentos de dichas cotizaciones se reflejan rápidamente en la inflación en ambos grupos, las disminuciones tienen un menor impacto en el caso de las economías emergentes, entre otros motivos por la presencia de mercados menos competitivos. En Rusia, la inflación general al consumidor registró un crecimiento anual de 15.0 por ciento en septiembre. La inflación en las economías de América Latina continuó, en general, situándose por encima de la meta inflacionaria de las autoridades. Por otra parte, el descenso de los precios de los productos primarios empezó a reflejarse en los índices de inflación de algunas economías emergentes. Así por ejemplo, la inflación anual al consumidor en China se ubicó en 4.6 por ciento en septiembre, 2.5 puntos porcentuales por debajo de la cifra observada al cierre del trimestre anterior, en respuesta en gran medida a un menor crecimiento de los precios de los alimentos. En la India, el crecimiento de los precios al mayoreo se redujo de 12.5 por ciento a tasa anual en julio a 11.1 por ciento en la segunda semana de octubre.⁴ Adicionalmente, cabe señalar que en muchas economías emergentes se está esperando que la inflación descienda en el curso de 2009.

3.1.3. Mercados Financieros

La incertidumbre en los mercados financieros de Estados Unidos y otras economías avanzadas se agudizó considerablemente durante el tercer trimestre y principios del cuarto. En julio, el deterioro de la cartera crediticia de las agencias hipotecarias con apoyo gubernamental (GSE's por sus siglas en inglés) dio lugar a dudas sobre su solvencia.⁵ En consecuencia, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos y el Banco de la Reserva Federal introdujeron una serie de medidas orientadas a fortalecerlas.⁶

No obstante las acciones adoptadas, la preocupación de los inversionistas por la salud financiera de las GSE's se acentuó, ante el deterioro de sus activos hipotecarios y el debilitamiento de la actividad económica. En virtud de la inviabilidad de lograr un incremento de capital suficiente en estas instituciones y a fin de evitar un efecto adverso de gran magnitud en el sistema financiero, el 7 de septiembre el Departamento del Tesoro estadounidense anunció, entre otras medidas, la intervención gerencial ("conservatorship") de Fannie Mae y Freddie Mac (Recuadro 2).

La situación en los mercados financieros estadounidenses se complicó al aumentar la incertidumbre sobre la viabilidad de algunos de sus bancos de inversión más importantes, como resultado de su fuerte exposición a instrumentos hipotecarios de menor calidad, su elevado apalancamiento y su bajo nivel de capitalización.⁷ Estos riesgos se materializaron al anunciarse el 15 de septiembre la quiebra de Lehman Brothers y la venta de Merrill Lynch al Bank of America. La turbulencia se intensificó aun más al acentuarse las dificultades de la aseguradora más grande del mundo, American International Group (AIG). Considerando las condiciones prevalecientes en los mercados y el tamaño y

⁴ Las autoridades de la India consideran que el índice de precios al mayoreo representa un indicador más confiable de la inflación en este país. Dicho índice se estima semanalmente.

⁵ Específicamente la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) y la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).

⁶ Para mayor detalle véase el Informe Trimestral correspondiente a Abril – Junio de 2008.

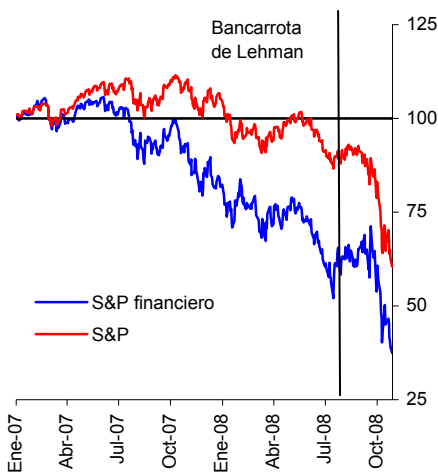
⁷ Además, estas instituciones estaban sujetas a una regulación y supervisión menos estricta por parte de las autoridades.

composición de los pasivos de AIG, el Banco de la Reserva Federal, con el apoyo del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, decidió proporcionar una línea de crédito de emergencia a esta aseguradora para facilitar una resolución ordenada de sus dificultades (Recuadro 2).

Si bien diversos factores se combinaron para acentuar la incertidumbre, la quiebra de Lehman Brothers representó un punto de inflexión en la crisis, al convertirse en el elemento fundamental de la pérdida generalizada de confianza. Así, los índices accionarios se desplomaron, el costo del crédito se disparó y la liquidez se agotó en muchos mercados (Gráfica 9). En este contexto, la percepción de riesgo de contraparte en el mercado interbancario se acentuó, y el diferencial entre la tasa de interés del mercado interbancario de Londres (Libor) y un indicador de las expectativas para la tasa de interés de fondos federales (Overnight Index Swap) alcanzó un nivel de 3.64 puntos porcentuales el 10 de octubre, el más alto en los registros.⁸ Adicionalmente, el surgimiento de pérdidas en algunos fondos del mercado de dinero (money market mutual funds) dio lugar a retiros importantes de varios de ellos.⁹

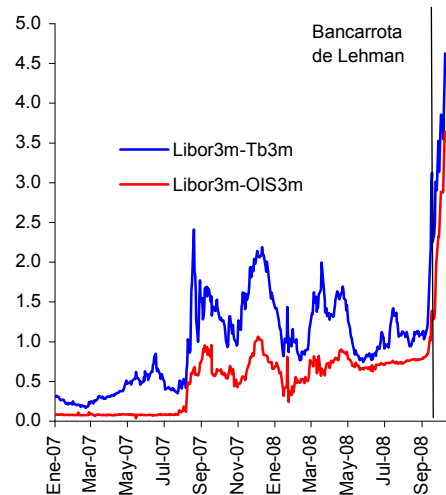
Gráfica 9
EUA: Índices Accionarios y Diferenciales de Tasas de Interés
 Puntos porcentuales e índice

a) Bolsas de Valores en Estados Unidos, por Sector^{3/}



3/ Al 27 de octubre de 2008.
 Fuente: Bloomberg.

b) Diferencial de Libor en Dólares a 3 Meses con Respecto a OIS a 3 Meses^{1/} y al Bono del Tesoro de EUA a 3 Meses^{2/}



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

2/ Al 27 de octubre de 2008.
 Fuente: Bloomberg.

⁸ La tasa Libor es la tasa de interés a la que los bancos se otorgan préstamos entre ellos en el mercado interbancario de Londres y se usa ampliamente como referencia internacional. Al incrementarse el riesgo de contraparte, el nivel de esta tasa se ha ajustado al alza frente a la tasa de política del Banco de la Reserva Federal, que no es afectada por la percepción de riesgo.

⁹ Los Money Market Funds son fondos cuyo patrimonio se invierte en valores de renta fija a corto plazo y productos similares. Los problemas en este mercado se originaron al aparecer dificultades en el fondo Reserve Primary Fund, con inversiones elevadas en Lehman Brothers. Al desplomarse Lehman el valor accionario de este fondo también se colapsó, dando lugar a complicaciones para cubrir sus obligaciones con sus clientes.

Ante esta situación, las autoridades estadounidenses implementaron diversas acciones para aumentar la liquidez y estabilizar los mercados (Recuadro 2):

- I. Con el fin de aliviar las restricciones de financiamiento en el mercado interbancario, la Reserva Federal aumentó de manera considerable los montos subastados y relajó los requerimientos de garantía en las facilidades disponibles para apoyar a bancos y operadores primarios.¹⁰
- II. Para hacer frente a los problemas de fondeo en dólares en distintos mercados, se expandieron los acuerdos de intercambio de monedas (swaps) con el Banco Central Europeo (BCE) y el Banco Nacional de Suiza, y se autorizaron nuevos acuerdos con otros bancos centrales.
- III. La Reserva Federal y el Departamento del Tesoro anunciaron varias iniciativas para apoyar a los fondos de inversión del mercado de dinero que estaban haciendo frente a retiros importantes y aliviar los problemas de liquidez en los mercados de papel comercial. Así, el Tesoro anunció una garantía temporal hasta por 50 mil millones de dólares a los fondos del mercado de dinero, y la Reserva Federal la creación de una facilidad temporal destinada a otorgar financiamiento a los bancos para la compra de papel comercial de alta calidad respaldados por activos, en poder de fondos del mercado de dinero.
- IV. El 3 de octubre el Congreso de Estados Unidos aprobó un paquete legislativo con recursos hasta por 700 mil millones de dólares. El Programa de Alivio a los Activos en Problemas (TARP por sus siglas en inglés), aprobado como parte del paquete legislativo, permite al Departamento del Tesoro la compra de activos en problemas de cualquier institución financiera, otorgar garantías e inyectar capital al sistema financiero. El paquete incluye también apoyos a los contribuyentes, tales como el establecimiento de programas orientados a reducir el número de embargos de casas y el incremento de los montos asegurados bajo el esquema de seguro a los depósitos.
- V. El Banco de la Reserva Federal anunció el 7 de octubre la puesta en marcha de una facilidad que le permitirá adquirir papel comercial directamente de los emisores, cuando enfrenten problemas de liquidez.
- VI. La Reserva Federal, el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Canadá, Inglaterra, Suecia y Suiza, decidieron el 8 de octubre reducir de manera coordinada sus respectivas tasas de interés de política.¹¹

¹⁰ Los operadores primarios son intermediarios que operan valores del Gobierno Federal de Estados Unidos directamente con el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Estos intermediarios pueden ser bancos comerciales bajo la supervisión de reguladores bancarios federales o agentes bursátiles registrados en la Securities and Exchange Commission.

¹¹ La reducción fue de 50 puntos base en todos los casos. Cabe señalar que en sus reuniones de política monetaria de agosto y septiembre, la Reserva Federal de Estados Unidos había decidido mantener la tasa de interés de fondos federales sin cambios, en un nivel de 2 por ciento. Los bancos centrales de otras economías avanzadas, entre ellos el BCE, el Banco de Japón y el Banco de Inglaterra, también mantuvieron sin cambios sus tasas de referencia durante el trimestre.

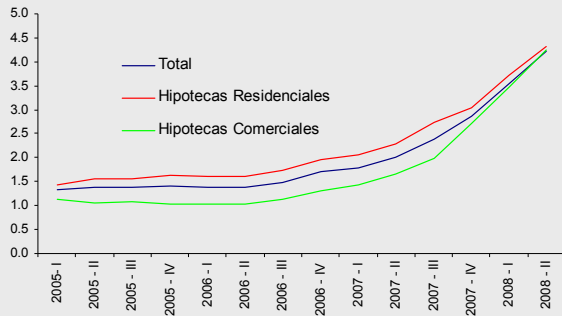
Recuadro 2

Turbulencia en los Mercados Financieros Internacionales

La crisis en los mercados financieros internacionales se agudizó durante el tercer trimestre de 2008 y principios del cuarto, a pesar de las acciones emprendidas por las autoridades financieras desde el año pasado para restaurar la liquidez y la confianza en el sistema financiero de Estados Unidos y de otros países avanzados.

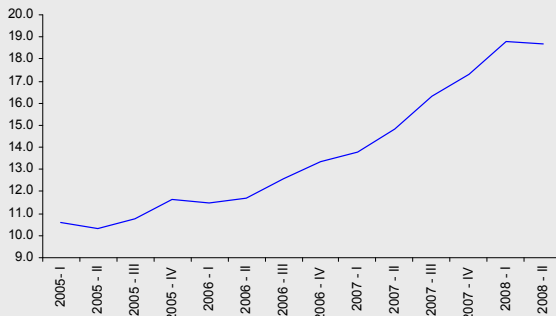
Ante las crecientes dificultades en el mercado hipotecario de Estados Unidos, en julio de 2008 surgieron dudas sobre la solvencia de las principales agencias hipotecarias con apoyo gubernamental (GSE's por sus siglas en inglés).¹ Esto motivó que las autoridades autorizaran tanto financiamiento para dichas entidades a través del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, como la compra de acciones o deuda de las mismas por parte del Departamento del Tesoro (para mayor detalle véase el Informe de Inflación correspondiente a Abril-Junio de 2008).

Gráfica 1
Cartera Vencida del Sector Hipotecario
Porcentaje de la cartera hipotecaria



Fuente: Reserva Federal.

Gráfica 2
Cartera Vencida del Sector Hipotecario de Baja Calidad
Porcentaje del total de préstamos de baja calidad



Fuente: Mortgage Bankers Association.

No obstante estos esfuerzos, los precios de las viviendas continuaron cayendo y los diferenciales de las tasas de interés hipotecarias elevándose, dando lugar a incrementos adicionales de la cartera hipotecaria vencida (Gráficas 1 y 2). Estas presiones aumentaron los problemas financieros de las GSE's, impulsando el precio de sus acciones a la baja.

Finalmente, el 7 de septiembre el Departamento del Tesoro de Estados Unidos anunció medidas extraordinarias para apoyar a

Freddie Mac y Fannie Mae. En específico, se anunciaron las siguientes acciones:

- a) Una intervención gerencial ("conservatorship") que le dará al regulador (la Agencia Federal Financiera Hipotecaria, "FHFA" por sus siglas en inglés) poder de decisión en asuntos relacionados con el modelo de negocios, mientras que la operación diaria correrá a cargo de las propias entidades con un nuevo personal ejecutivo.
- b) El Departamento del Tesoro de Estados Unidos se comprometió a comprar acciones preferenciales de las dos agencias hipotecarias hasta por 100 mil millones de dólares (mmd) en cada una de ellas. A cambio, el Tesoro recibirá como garantía acciones por el 79 por ciento del valor de cada compañía con vigencia de 20 años, un pago inicial de mil millones de dólares en acciones preferenciales, y un dividendo del 10 por ciento sobre las acciones compradas a partir de 2010.
- c) El Departamento del Tesoro se comprometió a la compra de activos respaldados por hipotecas (MBS por sus siglas en inglés) emitidos por las GSE's.
- d) Finalmente, se estableció una línea de crédito en el Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Los créditos otorgados a través de esta ventanilla tendrán como garantía los MBS emitidos por las GSE's, pagándose una tasa de interés igual a la tasa Libor más 50 puntos base.

Es importante resaltar que las acciones tomadas por la Tesorería no limitan las operaciones de respaldo de hipotecas de las GSE's. No obstante, sí imponen límites a la cartera de inversiones retenida por estas agencias, así como a sus niveles de endeudamiento.

Si bien las medidas de apoyo a Fannie Mae y Freddie Mac permitieron aliviar la inestabilidad en el mercado financiero estadounidense, la situación de escasa liquidez en el mercado de dinero continuó y, en general, la incertidumbre no se disipó. En este contexto, el desplome de las acciones de la aseguradora American International Group (AIG), y particularmente el anuncio de la quiebra de Lehman Brothers (LB), que representó un punto de inflexión en la crisis, dieron lugar a un deterioro generalizado de la confianza y al inicio de un episodio de turbulencias en los mercados financieros que resultó más pronunciado que los observados en etapas previas de la crisis.

Las autoridades estadounidenses respondieron con enfoques diferentes a las dificultades financieras de Lehman y AIG. En el caso de Lehman, después de intentar una solución de mercado de manera conjunta con ejecutivos de otras instituciones financieras privadas,² las autoridades decidieron no utilizar recursos públicos para apoyar al banco de inversión. Al respecto, señalaron que esta institución no disponía de garantías suficientes para avalar un préstamo de la Reserva Federal, y que el Tesoro no contaba con la autoridad legal para absorber las pérdidas de Lehman. Así, el lunes 15 de septiembre Lehman Brothers anunció formalmente su bancarota, lo que dio lugar a un aumento considerable de la incertidumbre en los mercados financieros.

El mismo día del anuncio de la quiebra de LB se dio a conocer la compra de Merrill Lynch (ML) por parte de Bank of America, por un monto de 50 mmd en acciones. La transacción se realizó a un

¹ Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) y Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).

² En específico, se buscó que un grupo de empresas privadas comprara o recapitalizara a Lehman.

precio de 29 dólares por acción, esto es, 61 por ciento por debajo de la cotización vigente un año antes.

El 16 de septiembre las autoridades estadounidenses anunciaron el otorgamiento de un préstamo hasta por 85 mmd a la aseguradora AIG, cuyas acciones habían perdido el 83 por ciento de su valor respecto al inicio del mes de septiembre. A cambio, el gobierno recibió 79.9 por ciento de las acciones de dicha institución, con lo que tomó el control de la aseguradora. El préstamo sería otorgado a una tasa igual a la Libor a tres meses más 850 puntos base.

La Reserva Federal señaló que esta medida tenía como objetivo evitar un colapso de AIG, lo que habría representado un grave riesgo para la estabilidad financiera global y, consecuentemente, para la economía estadounidense. AIG juega un papel preponderante en el mercado de protección contra riesgos de incumplimientos de crédito, lo que obliga a la aseguradora a compensar a diversas entidades financieras en caso de que sus deudores incurran en algún incumplimiento. La quiebra de AIG habría forzado a diversos inversionistas alrededor del mundo a ajustar el precio de los activos asegurados, incurriendo en graves pérdidas de capital al tener que aumentar las provisiones sobre estos activos.

Otras medidas implementadas por las autoridades estadounidenses y de otros países durante el tercer trimestre

A raíz de la quiebra de Lehman Brothers, las autoridades estadounidenses anunciaron medidas para mitigar los riesgos potenciales en el sistema financiero. Así, con el objetivo de aumentar la liquidez y facilitar la operación del mercado de dinero se tomaron diversas acciones, entre las que cabe destacar las siguientes:

1. Se resolvió ampliar el tipo de instrumentos que pueden servir como garantía para acceder a los créditos otorgados bajo la facilidad de crédito disponible en el Banco de la Reserva Federal para operadores primarios (PDCF, por sus siglas en inglés). De esta forma, se acepta ahora una gran diversidad de activos como garantía, a diferencia de los originalmente aceptados en la PDCF, que únicamente podían ser instrumentos calificados con grado de inversión.
2. Se amplió el tipo de garantía elegible en apoyo financiero bajo la facilidad de préstamo de valores a plazo (TSLF, por sus siglas en inglés) correspondiente a la denominada categoría 2 de subastas, para incluir todo tipo de instrumentos calificados con grado de inversión. Asimismo, el monto ofrecido aumentó de 125 mmd a 150 mmd.³
3. El 18 de septiembre el Banco de la Reserva Federal, junto con el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón, y el Banco Nacional de Suiza anunciaron medidas coordinadas para enfrentar la situación de escasa liquidez en el mercado de dinero de corto plazo en dólares. En particular, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) autorizó líneas de intercambio de divisas por 180 mmd con los bancos centrales referidos.
4. El 19 de septiembre el Departamento del Tesoro anunció un programa de garantías de 50 mmd orientado a garantizar los pagos de fondos del mercado de dinero (money market mutual funds). Al mismo tiempo, la Reserva Federal aprobó el otorgamiento de préstamos a instituciones de depósito, para financiar la compra de papel comercial de alta calidad

respaldado por activos en poder de fondos del mercado de dinero.

5. El 24 de septiembre se anunció la extensión de acuerdos de intercambio de divisas con los bancos centrales de Australia, Dinamarca, Noruega y Suecia.

Como parte de los esfuerzos por fortalecer al sistema financiero, el 21 de septiembre la Reserva Federal aprobó la solicitud de Goldman Sachs y de Morgan Stanley para convertirse en compañías bancarias universales (bank holding companies). Lo anterior implica que tendrán acceso a depósitos del público y al esquema de seguro a los depósitos bancarios, sujetándose al mismo tiempo a una mayor regulación y supervisión por parte de las autoridades.

Por otra parte, desde mediados de septiembre se había iniciado una serie de retiros de depósitos de Washington Mutual, la entidad de ahorro y crédito más grande de Estados Unidos, que se agudizaron con las disminuciones de sus calificaciones crediticias por parte de distintas agencias calificadoras de crédito. Así, el 25 de septiembre la agencia reguladora de las entidades de ahorro y crédito (OTS por sus siglas en inglés) anunció la intervención y venta de Washington Mutual a JPMorgan.

En una muestra de las dimensiones internacionales de la turbulencia financiera, el 29 de septiembre se anunció la intervención conjunta por los gobiernos de Holanda, Bélgica y Luxemburgo del banco europeo Fortis. Cada uno de estos gobiernos adquirió el 49 por ciento de la propiedad de las subsidiarias de Fortis en sus respectivos países. Mientras tanto, en Inglaterra se anunció la nacionalización del banco Bradford & Bingley's, especializado en créditos hipotecarios. La unidad de ahorro fue adquirida por Banco Santander, lo que permitirá la protección a los depósitos de los ahorradores, mientras que el gobierno adquirió el resto de las unidades de negocio incluyendo las operaciones hipotecarias.

Acciones tomadas en octubre

Los esfuerzos realizados durante el tercer trimestre resultaron insuficientes para aliviar las tensiones en los mercados financieros. La situación se agravó cuando a finales de septiembre la Cámara de Representantes de Estados Unidos rechazó en una primera instancia el plan de rescate propuesto por las autoridades financieras de ese país.

Después de algunas modificaciones, el plan fue aprobado en el Senado de Estados Unidos el 1 de octubre y, posteriormente, en la Cámara de Representantes, el día 3 de ese mes.

Las características principales del plan para restablecer la liquidez y solvencia del sistema financiero de Estados Unidos son las siguientes:

- Se aprobaron recursos hasta por 700 mmd para que el Departamento del Tesoro, a través del Programa de Alivio a los Activos en Problemas (TARP, por sus siglas en inglés), pueda comprar activos hipotecarios (y de otro tipo) que hayan perdido su liquidez en el mercado a diversos intermediarios financieros con actividades en Estados Unidos, así como proporcionar garantías e inyectar capital a instituciones financieras.
- Se establece la creación de un comité de supervisión que dé seguimiento y haga recomendaciones sobre las acciones implementadas por la Oficina de Estabilidad Financiera, agencia creada por el Departamento del Tesoro para poner en marcha el TARP.

³ La TSLF incluye dos tipos de subastas. La categoría 1 que se lleva a cabo cada 2 semanas por un monto de 50 mmd y la categoría 2, que ahora se llevará a cabo una vez por semana hasta por un monto de 150 mmd.

- El acceso a los 700 mmd será por etapas. De manera inmediata se podrán utilizar hasta 250 mmd. Posteriormente, previa certificación presidencial, el Departamento del Tesoro podrá utilizar 100 mmd adicionales. Los restantes 350 mmd podrán ser utilizados cuando el Presidente de Estados Unidos envíe una solicitud al Congreso y éste no la rechace.
- El Departamento del Tesoro tendrá la autoridad para administrar, y en su caso, liquidar, los activos financieros adquiridos mediante el TARP. Cualquier ganancia generada por la venta de activos será utilizada para pagar la deuda nacional.

El plan aprobado en el Congreso también incluye apoyos a los contribuyentes. Entre los principales elementos se encuentran:

- El Departamento del Tesoro deberá implementar programas que mitiguen los embargos de casas, mediante garantías de créditos y modificaciones a los términos de los créditos hipotecarios.
- El fortalecimiento de programas dirigidos a los propietarios de vivienda para aumentar el número de beneficiarios elegibles y reducir el número de embargos.
- Se establece la obligación de que en 5 años, el Presidente envíe al Congreso un plan para recuperar, de la industria financiera, cualquier pérdida causada a los contribuyentes.
- Se incrementarán los límites a la protección de los depósitos asegurados por la Corporación Federal de Seguro a los Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés) y el Fondo de Seguro de la Unión Nacional de Crédito, de 100 mil a 250 mil dólares. Este programa estará vigente hasta el 31 de diciembre del 2009.
- Se condonan los impuestos a los deudores cuya deuda hipotecaria sea cancelada. Anteriormente, la cancelación de deuda era considerada, para fines impositivos, parte del ingreso y, por lo tanto, sujeta al pago de impuestos.

Dado que en el mercado de dinero se continuó registrando una fuerte caída en las compras de papel comercial, especialmente las de mayor plazo, la Reserva Federal anunció el 7 de octubre el establecimiento de la facilidad de fondeo de papel comercial (CPFF, por sus siglas en inglés). El 27 de octubre, el Departamento del Tesoro realizó un depósito en el Banco de la Reserva de Nueva York para crear un fondo especial (SPV, por sus siglas en inglés) mediante el cual se comprará papel comercial a 3 meses garantizado por activos y no garantizado.

El 8 de octubre se dio a conocer un comunicado conjunto por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco de Canadá, el Banco de Inglaterra, el Banco Central Europeo, el Banco de Suecia y el Banco Nacional de Suiza anunciando una reducción de 50 puntos base en sus respectivas tasas de interés de política. Los bancos centrales resaltaron la intensificación de la crisis financiera y el aumento en los riesgos sobre el crecimiento económico. Al mismo tiempo, destacaron una moderación de las presiones inflacionarias que les permitió tomar la decisión de relajar las condiciones de la política monetaria.

El 12 de octubre se autorizó la adquisición de Wachovia, el cuarto banco comercial más grande de Estados Unidos, por parte de Wells Fargo.

A pesar de todas estas medidas, el sistema financiero seguía registrando una alta volatilidad y un congelamiento en la liquidez. Por otro lado, todavía no se definían acciones concretas para la implementación del TARP aprobado a principios del mes.

En este contexto, el 14 de octubre el Departamento del Tesoro anunció nuevas medidas para estabilizar el sistema financiero. La aprobación del paquete de emergencia por el Congreso le confirió la facultad al Tesoro de inyectar capital a las instituciones financieras, por lo que el gobierno decidió utilizar 250 mmd para capitalizar a bancos, uniones de crédito, asociaciones de ahorro y algunas controladoras financieras, a cambio de acciones preferenciales. Hasta el momento se ha anunciado la participación de nueve grandes bancos que, en conjunto, recibirían 125 mmd. El resto estaría destinado a bancos regionales y otras entidades financieras pequeñas.

Como parte del esquema de recapitalización, se acordó imponer límites a la compensación de los funcionarios de los bancos que participen en el programa, así como un pago de dividendos al gobierno de 5 por ciento anual durante los primeros cinco años de la adquisición de las acciones y de 9 por ciento a partir del sexto año.

Otra de las medidas anunciadas el 14 de octubre es la protección temporal de toda la deuda preferente de las instituciones protegidas por la FDIC, así como la garantía sobre todos los depósitos en cuentas que no pagan intereses independientemente del monto (se trata principalmente de cuentas de cheques, ampliamente utilizadas por pequeños negocios para sus operaciones diarias). El límite de protección a los depósitos en cuentas de ahorro permanece en el nivel ampliado de 250 mil dólares. La garantía sobre la nueva emisión de deuda preferente por parte de las instituciones financieras expirará el 30 de junio de 2009 y las extensiones a las garantías sobre los depósitos vencerá el 31 de diciembre de 2009, regresando al monto asegurado original de 100 mil dólares.

Con el fin de aliviar los problemas de liquidez en el mercado de dinero, la Reserva Federal anunció el 21 de octubre la creación de una nueva facilidad de financiamiento para los fondos mutuos de inversión. Bajo esta facilidad se crearán vehículos especiales (SPV's por sus siglas en inglés) que comprarán activos elegibles (certificados de depósito y papel comercial en dólares, emitidos por instituciones financieras calificadas con un alto grado de inversión, con vencimiento igual o menor a 90 días) a inversionistas elegibles (fondos mutuos del mercado de dinero de Estados Unidos).

Medidas recientes tomadas en otras economías industrializadas y emergentes

La reacción de los países de Europa y otras regiones a la crisis financiera se fue dando de manera gradual, con respuestas individuales y específicas por parte de los distintos gobiernos. En general, las medidas adoptadas se enfocaron a fortalecer la confianza en la capacidad de los bancos para cumplir con sus obligaciones y evitar problemas de liquidez y solvencia en estas instituciones. Entre las medidas tomadas cabe destacar las siguientes:

- El gobierno de Irlanda anunció la garantía de todos los depósitos, instrumentos de deuda preferenciales y subordinados y bonos depositados en once bancos irlandeses. La garantía se otorgará con cargo a las instituciones bancarias involucradas a partir del 29 de septiembre de 2008 hasta el 28 de septiembre de 2010.
- El gobierno de Grecia anunció que garantizaría todos los depósitos bancarios, aunque no especificó si habría un cambio a la legislación para respaldar

dichas garantías. Además, señaló que otorgaría una garantía hasta por 15 miles de millones de euros (mme) a la emisión de deuda bancaria nueva de mediano plazo.

- El gobierno alemán intervino al grupo financiero Hypo Real Estate y anunció la garantía de todos los depósitos en el sistema bancario, así como de los instrumentos nuevos de refinanciamiento de la banca con madurez de hasta 36 meses, por un monto máximo de 400 mme.
- El gobierno inglés aumentó el límite de protección a los depósitos de 35 mil a 50 mil libras, y anunció un plan para inyectar hasta 50 mil millones de libras esterlinas directamente al capital de los bancos más importantes del país. Asimismo, se garantizaron hasta 250 mil millones de libras de nuevas emisiones de distintos tipos de instrumentos.
- En un acuerdo alcanzado entre el gobierno y los bancos comerciales establecidos en Dinamarca, se acordó crear un fondo común para garantizar los depósitos de los ahorradores de aquel país. El fondo será financiado por los propios bancos dentro de los próximos dos años hasta alcanzar un monto de 35 mil millones de coronas danesas (aprox. 6.4 mmd).
- En Suecia se duplicó el monto de depósitos protegidos en los bancos comerciales a 500 mil coronas suecas (aproximadamente 70 mil dólares).
- En Holanda el gobierno anunció la intervención de la subsidiaria de Fortis en aquel país.

En virtud de la persistencia de los problemas en el financiamiento bancario y el acrecentamiento del efecto de la crisis financiera sobre la economía real, los países de la zona del euro anunciaron medidas conjuntas para incrementar la liquidez, facilitar el fondeo de los bancos, proveer de capital adicional a las instituciones financieras y mejorar la coordinación entre los países europeos. Así:

- El 13 de octubre el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y el Banco Nacional de Suiza anunciaron nuevas líneas de fondeo en dólares con la Reserva Federal. Las instituciones que participen podrán solicitar una cantidad ilimitada siempre y cuando otorguen la garantía requerida de acuerdo a las condiciones de cada banco central. Adicionalmente, el Banco de Japón anunció que implementará medidas similares y que la línea de intercambio de divisas con la Reserva Federal de Estados Unidos no tendrá límites preestablecidos.

- En esa misma fecha, diversos países europeos anunciaron acciones conjuntas para elevar la protección de los depósitos de los ahorradores, proveer garantías a las nuevas emisiones de deuda y un plan para proveer de capital a los bancos. De esta forma, el gobierno alemán otorgará garantías a créditos interbancarios hasta por 400 mme e inyectará hasta 80 mme en capital fresco al sistema bancario. Por su parte, Francia destinará hasta 320 mme al programa de garantías y hasta 40 mme al plan de recapitalización. Inglaterra anunció la puesta en marcha del plan anunciado desde el 8 de octubre para inyectar capital hasta por 50 mil millones de libras esterlinas a los bancos más importantes. Austria, España, Holanda, Italia, Noruega y Portugal decidieron comprometer, en total, hasta 481 mme para garantizar las nuevas emisiones de deuda de los bancos comerciales. Además, el gobierno holandés anunció la inyección de 10 mme de capital a ING.

El 16 de octubre, las autoridades suizas dieron a conocer un paquete de apoyo basado en la creación de un vehículo especial para la adquisición y posterior liquidación de activos problemáticos del banco suizo UBS. A cambio, UBS aportará hasta 6 mmd al fondo especial y transferirá al Banco Nacional de Suiza acciones por el 9 por ciento de su capital accionario. Por otra parte, el 20 de octubre el gobierno sueco anunció un plan de estabilización financiera que garantizará más de 200 mmd de pasivos bancarios, incluyendo además inyecciones de capital a los bancos. El 27 de octubre el gobierno de Bélgica anunció la inyección de 3.5 mme al grupo bancario y de seguros KBC a cambio de acciones emitidas por dicho grupo.

La crisis financiera global ha tenido también efectos secundarios en los sistemas financieros de numerosos países emergentes, que se han visto afectados por salidas de capitales y la reducción de líneas de crédito de bancos extranjeros. Uno de los casos más notables es el de Islandia, que nacionalizó a los tres bancos más grandes del país (que representan más del 90 por ciento del sector bancario) y que ha entrado en negociaciones para obtener una línea de crédito con Rusia. Asimismo, está en espera de la aprobación, por parte del Fondo Monetario Internacional, de un préstamo por 2.1 mmd. Otros países que se han visto seriamente afectados son Hungría, Ucrania y Rusia. En América Latina las condiciones de liquidez se han deteriorado llevando a los bancos centrales de Brasil, Chile y Colombia, entre otros, a activar subastas de dólares para satisfacer la demanda de divisas. También diversas economías emergentes asiáticas, entre ellas, Hong Kong, la India, Indonesia y Corea, se han visto forzadas a tomar medidas para fortalecer sus sistemas financieros. Así, el gobierno coreano anunció el 20 de octubre que garantizará hasta 100 mmd de deuda nueva en moneda extranjera a bancos nacionales y el otorgamiento de liquidez en dólares por 30 mmd adicionales al sistema bancario.

Otros países, particularmente en Europa, también pusieron en marcha acciones para contener el impacto de la crisis financiera en sus economías. A finales de septiembre, las autoridades de Irlanda decidieron garantizar todos los depósitos, instrumentos de deuda y bonos depositados en los principales bancos de su sistema financiero. El 8 de octubre el gobierno inglés anunció, entre otras medidas, el incremento de los límites de protección a los depósitos bancarios, el otorgamiento de garantías a emisiones nuevas de deuda por instituciones financieras y la inyección de hasta 50 mil millones de libras esterlinas al capital de los bancos del país. En Alemania y Grecia se anunciaron medidas para fortalecer las garantías a los depósitos de los ahorradores en el sistema bancario y a las emisiones nuevas de deuda por parte de los bancos. Además, se intervinieron

bancos en Bélgica, Holanda y Luxemburgo. Estas acciones se suman a las inyecciones de liquidez en dólares realizadas por el Banco Central Europeo, el Banco Nacional de Suiza, el Banco de Inglaterra, el Banco Nacional de Dinamarca, el Banco de Noruega, el Banco de Suecia y el Banco de Japón.

No obstante las medidas adoptadas, la situación en los mercados financieros continuó deteriorándose. Así, resultó evidente que un enfoque caso por caso sería insuficiente para superar la crisis. Además, las acciones adoptadas semanas antes en Irlanda y el Reino Unido tuvieron un impacto considerable en los mercados financieros. En particular, la decisión del gobierno inglés de inyectar montos sustanciales de capital al sistema bancario influyó de manera importante en la percepción del enfoque requerido para hacer frente a la crisis. De esta forma, las autoridades europeas y estadounidenses anunciaron diversas políticas orientadas a dar una respuesta integral y coordinada a la crisis financiera:

- i) El 13 de octubre varios países europeos revelaron una serie de medidas simultáneas para facilitar el crédito interbancario y aumentar el capital de sus bancos comerciales.
- ii) En esa misma fecha el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos aprobó extender financiamiento en dólares por montos ilimitados al BCE, al Banco de Inglaterra, al Banco de Japón y al Banco Nacional de Suiza.
- iii) El Departamento del Tesoro de Estados Unidos indicó el 14 de octubre que, en el contexto del plan de emergencia aprobado por el Congreso a principios de ese mes, en principio destinará 250 mil millones de dólares (mmd) a recapitalizar a diversas instituciones del sistema financiero mediante la compra de acciones sin derecho de voto de estas instituciones.¹² Además, se dieron a conocer, entre otras acciones, la protección temporal de la deuda preferente de las instituciones cubiertas por la Corporación Federal de Seguro a los Depósitos (FDIC por sus siglas en inglés) y el otorgamiento de garantías a todas las cuentas que no pagan intereses.

Con posterioridad a estas acciones, la Reserva Federal anunció la creación de una nueva facilidad de financiamiento para los fondos del mercado de dinero (mutual funds). Esta facilidad buscará resolver los problemas que han enfrentado los fondos de inversión para vender activos y hacer frente a las redenciones de sus clientes.

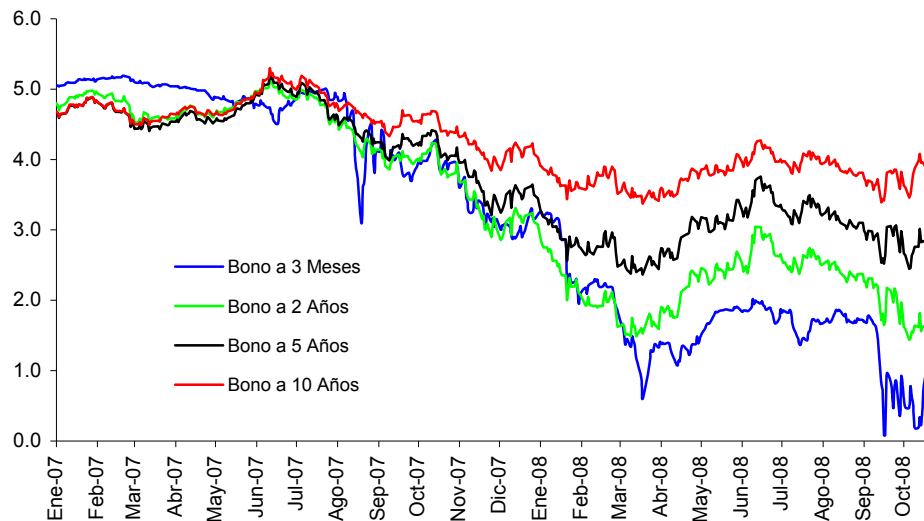
El conjunto de medidas adoptadas, y especialmente las anunciadas a mediados de octubre, han permitido cierto alivio a las tensiones en los mercados de dinero. Sin embargo, a finales de octubre se observaba todavía una alta volatilidad e incertidumbre.

Las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos en todos sus plazos siguieron una trayectoria ligeramente descendente hasta mediados de septiembre, influidas en parte por el deterioro de las expectativas de crecimiento económico en ese país (Gráfica 10). Posteriormente, ante el agravamiento de los

¹² Citigroup, JP Morgan Chase, Bank of America y Wells Fargo recibirán 25 mmd cada uno; Goldman Sachs y Morgan Stanley 10 mmd por institución, y Bank of New York Mellon y State Street entre 2 y 3 mmd. Los 125 mmd restantes serán distribuidos entre bancos regionales medianos y pequeños.

problemas en los mercados financieros, se acentuó la búsqueda de instrumentos de bajo riesgo por parte de los inversionistas. De esta forma, las tasas en todos los plazos cayeron de manera más pronunciada, aunque el descenso fue particularmente marcado para las de tres meses y dos años. En este contexto, la tasa a tres meses disminuyó el 17 de septiembre a su nivel más bajo en los registros (0.03 por ciento).

Gráfica 10
Rendimiento de los Bonos del Tesoro de EUA a 10 Años, 5 Años, 2 Años y 3 Meses
 Por ciento anual



Fuente: Bloomberg.

Como se explicó con anterioridad, las políticas implementadas por las autoridades estadounidenses han aliviado algunas tensiones en los mercados de dinero. De esta forma, desde mediados de octubre se han observado, con altibajos, alzas de las tasas de interés en varios plazos, siendo dicha tendencia más marcada para las de corto plazo. Al mismo tiempo, el diferencial de la tasa LIBOR, tanto respecto al OIS, como al rendimiento de los bonos del Tesoro, se ha reducido de manera significativa. Cabe hacer notar, por otra parte, que estas tendencias han sido acompañadas por una mayor preocupación por los efectos de la crisis sobre la economía real, lo que ha incidido en el comportamiento de los mercados accionarios, entre otras variables.

Durante el tercer trimestre los mercados de valores de los países avanzados registraron pérdidas y una gran volatilidad, propiciadas por los altibajos en el precio de los energéticos y el nuevo episodio de la crisis financiera. En Estados Unidos, el índice S&P-500 se redujo 8.9 por ciento. Por su parte, el índice Nikkei registró una pérdida de más de 16 por ciento ante los temores sobre los efectos de la desaceleración estadounidense en las exportaciones japonesas. Las caídas en el Reino Unido, Francia y Alemania alcanzaron 12.9, 9.1 y 9.2 por ciento, respectivamente. En octubre se han observado caídas considerables de los mercados accionarios, a pesar de las medidas coordinadas de las autoridades de varios países para apoyar a los mercados, primeramente ante el agravamiento de la crisis financiera y, posteriormente, ante el recrudecimiento de los temores de una recesión global. Del 1 al 27 de octubre, el S&P perdió 26.9 por ciento, en tanto que las pérdidas fueron del orden de 37.0, 22.3, 24.3, 25.3 y 27.1 por ciento

en los mercados accionarios de Japón, Reino Unido, Francia, Alemania y Canadá, respectivamente.

El dólar se apreció hasta mediados del tercer trimestre como resultado de factores de tipo coyuntural y la demanda de activos considerados de menor riesgo. Al acentuarse los problemas en los mercados financieros de Estados Unidos, dicha apreciación se revirtió parcialmente. En balance, durante el tercer trimestre el dólar se fortaleció 11.8 por ciento, 11.9 por ciento y 4.2 por ciento frente al euro, la libra y el dólar canadiense, respectivamente y se depreció 0.1 por ciento frente al yen. En términos efectivos nominales, el dólar se apreció 7.3 por ciento contra las principales monedas y 5.8 por ciento si se toma la definición amplia del índice.¹³ El fortalecimiento del dólar continuó en octubre, apoyado principalmente por la percepción de menor riesgo de los activos gubernamentales denominados en dólares. Del cierre del tercer trimestre al 27 de octubre, el tipo de cambio efectivo nominal del dólar se apreció 9.6 por ciento en su definición amplia y 10.9 por ciento respecto a las principales monedas.

Si bien en sus etapas iniciales la turbulencia financiera internacional no afectó en gran medida a las economías emergentes, el agravamiento de la crisis a partir de la segunda quincena de septiembre incidió fuertemente en estas economías a través de los canales real y financiero.¹⁴

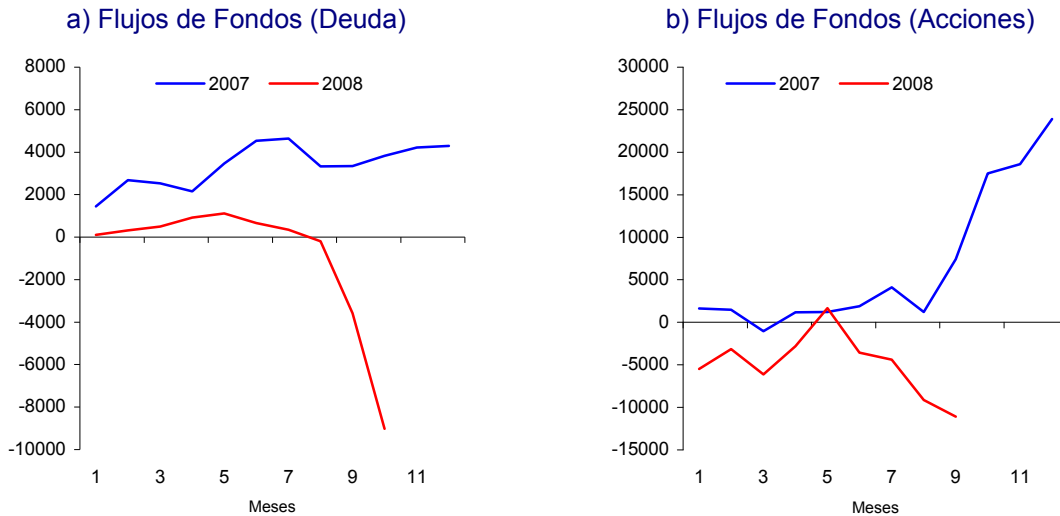
Por una parte, la desaceleración de la actividad económica en los países avanzados se ha reflejado en menores exportaciones de manufacturas y productos primarios de las economías emergentes, provocando además un deterioro de sus términos de intercambio. Al mismo tiempo, estas economías han visto reducido el ingreso de remesas de sus trabajadores en el exterior y deteriorada la confianza de inversionistas y consumidores.

Por el lado financiero, el sustancial incremento en la percepción de riesgo global ha propiciado la liquidación de posiciones de inversionistas extranjeros en los mercados cambiarios y de deuda de economías emergentes, provocando salidas de capital, depreciaciones bruscas de sus tipos de cambio, desplomes de sus mercados accionarios y un incremento de los diferenciales de riesgo en sus emisiones de bonos (Gráficas 11 a 14). De esta forma, se ha restringido el acceso de las economías emergentes a recursos del exterior e incrementado su costo. El endurecimiento de las condiciones crediticias también ha afectado a los mercados de deuda internos, inclusive en aquellas economías con mercados financieros de mayor tamaño y liquidez. Estas dificultades han sido agravadas, particularmente en países en los que la inversión extranjera en el sistema bancario es elevada, por el hecho de que algunas de las matrices en el exterior de estos bancos han requerido apoyo financiero de sus filiales. De esta forma, los sistemas financieros de numerosas economías emergentes se han visto severamente afectados por el episodio de turbulencia. Cabe destacar que si bien el contagio a las economías emergentes ha sido generalizado, los problemas han sido más acentuados en aquellos países con fundamentos económicos menos sólidos.

¹³ El tipo de cambio respecto a las principales monedas es un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 7 monedas que circulan ampliamente fuera de su país de origen. El índice amplio es un promedio ponderado del tipo de cambio del dólar frente a 26 monedas. Los ponderadores de este índice se calculan con base en la participación de cada país en las exportaciones e importaciones con Estados Unidos.

¹⁴ A este respecto, ver también sección 3.3 de este Informe.

Gráfica 11
Flujos Acumulados de Fondos Dedicados a Mercados Emergentes
 Millones de dólares

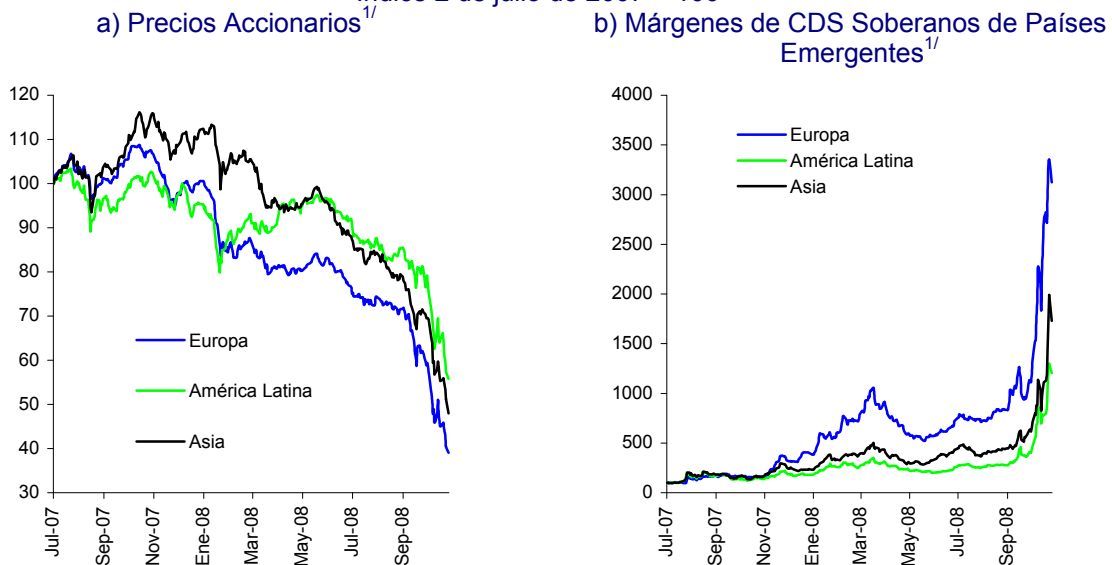


Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Fuente: Emerging Portfolio Fund Research.

Las repercusiones de la crisis financiera internacional en los precios de los diferentes activos de los países de economías emergentes (acciones, monedas, deuda y cobertura de riesgo) fueron muy notables en el tercer trimestre, y tendieron a agravarse durante el curso del mes de octubre ante las perspectivas de una desaceleración económica mundial. Lo anterior fue acompañado de un incremento marcado de la volatilidad de dichos precios. En general, las caídas de los mercados accionarios y el incremento en el costo de cobertura para riesgo de incumplimiento de pagos (credit default swaps) fueron mayores en las economías emergentes de Europa (Gráfica 12).

Gráfica 12
Mercados de Acciones y Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pagos de Países Emergentes
 Índice 2 de julio de 2007 = 100



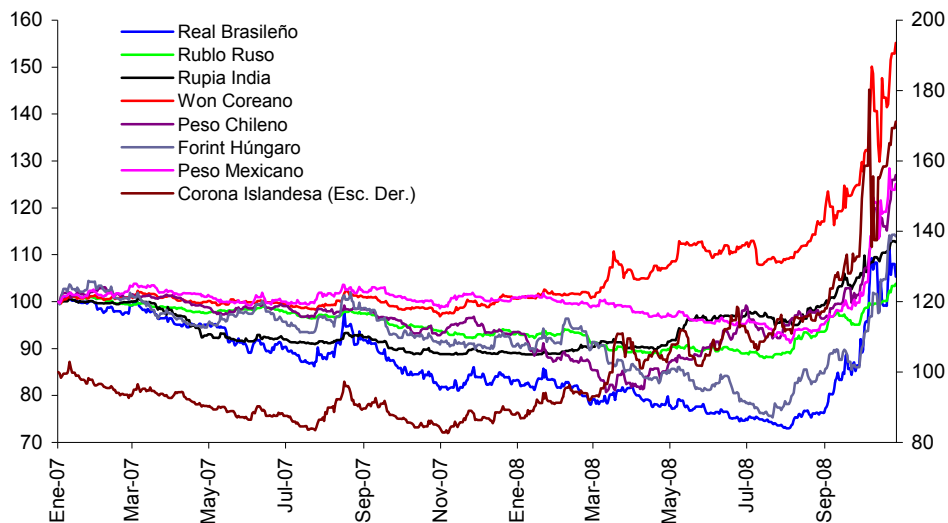
^{1/} Muestra de 23 economías emergentes.
 Fuente: Bloomberg.

^{1/} Muestra de 23 economías emergentes.
 Fuente: Thomson Financial.

Durante el periodo julio-septiembre, las bolsas argentina y brasileña mostraron una contracción de más de 20 por ciento, en tanto que la rusa disminuyó 47.4 por ciento, la mexicana 15.3 por ciento y la china 36.6 por ciento. La bolsa islandesa se contrajo 20.3 por ciento, la húngara 7.4 por ciento, la ucraniana 52 por ciento y la coreana 13.5 por ciento. En octubre el derrumbe de los mercados accionarios se hizo más pronunciado. Del primero al 27 de dicho mes Argentina perdió 47.7 por ciento, Brasil 40.9 por ciento, México 32.8 por ciento, China 31.6 por ciento, Rusia, 53.8 por ciento, Islandia 71.7 por ciento, Hungría 43.9 por ciento, Ucrania 40.8 por ciento y Corea 34.3 por ciento.

Como resultado de la mayor aversión al riesgo y la demanda de dólares de empresas que habían hecho uso de operaciones estructuradas, entre otros factores, los tipos de cambio frente al dólar de los países emergentes estuvieron bajo fuerte presión desde comienzos de septiembre (Gráfica 13). Del inicio de dicho mes al 27 de octubre, el real brasileño registró una caída de 36.4 por ciento, el peso chileno de 31.5 por ciento y el peso mexicano de 30.8 por ciento. En Europa emergente, la corona islandesa, la lira turca, el forint húngaro y el zloty polaco registraron caídas de 44.9, 37.4, 32.9 y 31.2 por ciento, respectivamente. En Asia destaca la caída del wong coreano con 29.3 por ciento.

Gráfica 13
Tipos de Cambio de Países Seleccionados
Índice, 2 de enero de 2007 = 100



Fuente: Bloomberg.

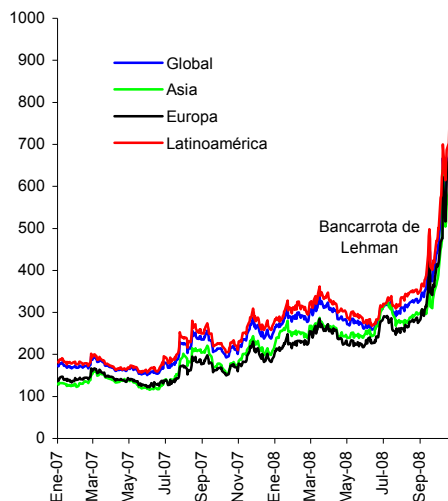
Los diferenciales de deuda soberana de las economías emergentes fueron afectados por el deterioro del escenario económico y financiero, la búsqueda de activos libres de riesgo y el debilitamiento de los precios de los productos primarios. La ampliación de los diferenciales se acentuó fuertemente después de la quiebra de Lehman (Gráfica 14). Con respecto al final del trimestre anterior, el índice EMBI global aumentó 134 puntos base, reflejando el deterioro de los índices de América Latina (157 puntos base), Europa del Este (134 puntos base) y Asia (66 puntos base). En un entorno de turbulencia, los EMBIs registraron aumentos aún mayores durante octubre, llevando el índice global a niveles no vistos desde 2002. El EMBI Global aumentó 431 puntos base entre el 30 de septiembre y el 27 de octubre, para situarse en 874 puntos base, mientras que los márgenes para América Latina, Europa y Asia se incrementaron 399, 508

y 422 puntos base en ese periodo. Por su parte, el diferencial de los instrumentos para cobertura de riesgo de incumplimiento de pagos para las economías emergentes se mantuvo relativamente estable en julio y agosto, antes de repuntar en septiembre. Dicho diferencial aumentó 84 puntos en el trimestre. Los diferenciales continuaron aumentando en octubre, subiendo 632 puntos base de fines del tercer trimestre al 27 de octubre.

Las autoridades de los países de economías emergentes han implementado una amplia gama de políticas para contrarrestar los efectos de la turbulencia. Entre las más frecuentemente utilizadas se encuentran la intervención en el mercado cambiario con el fin de evitar depreciaciones aun más bruscas de los tipos de cambio, y la apertura de ventanillas especiales para cubrir los requerimientos de liquidez de los mercados de fondeo de corto plazo. Muchos países han recurrido a la provisión mediante diversos esquemas de dólares al mercado local. Destaca el caso de Brasil, en donde el banco central anunció el 23 de octubre su disposición a participar en intercambios de monedas (*swaps*) por un monto de hasta 50 mil millones de dólares. Otras medidas a las que se ha recurrido a menudo incluyen el relajamiento de la política monetaria, ya sea a través de la reducción del encaje legal (India, Brasil) o la reducción de la tasa de interés (Rusia, China). Para apoyar al sistema financiero, las medidas implementadas incluyen la ampliación de la cobertura del seguro de depósito bancario (Bulgaria, República Checa, Islandia, Corea, Malasia, Filipinas, Rumania, Rusia, Singapur y Turquía, entre otros), la capitalización de los bancos o compra de activos bancarios (Corea, Kazajstán, Malasia, Emiratos Árabes), e intervenciones directas en el sistema bancario (Islandia), entre otras. Asimismo, varios países han introducido apoyos a través de diversos mecanismos a empresas no financieras (Corea, China).

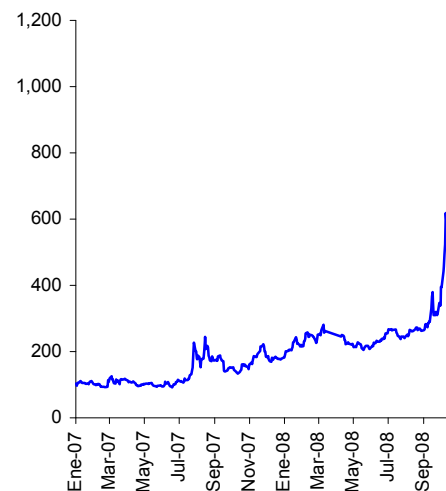
Gráfica 14
Márgenes Soberanos EMBI Global y Costo de Cobertura por Incumplimiento de Pago
 Puntos base

a) Márgenes Soberanos de Países Emergentes



Fuente: Bloomberg.

b) Márgenes de CDS de Países Emergentes



Fuente: Bloomberg.

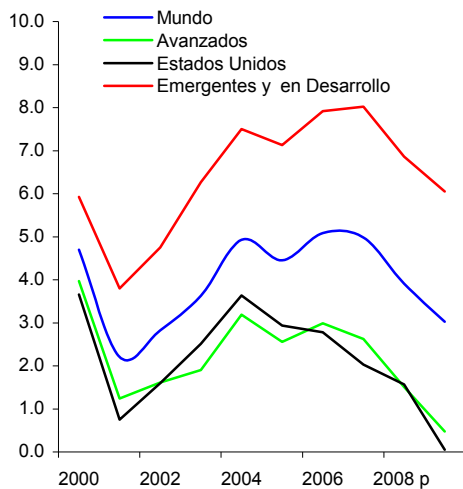
3.1.4. Perspectivas

Se espera que la economía mundial se debilite de manera considerable en la segunda mitad de 2008 y más aun en 2009 (Gráfica 15). Los analistas consideran que el debilitamiento de la actividad económica afectará de manera más marcada a las economías avanzadas. También se proyecta un menor ritmo de crecimiento en las emergentes, en muchos casos a tasas por debajo de su crecimiento de tendencia. Se espera que la actividad económica global comience a recuperarse en la segunda mitad de 2009, pero en general se considera que la recuperación se dará de manera más gradual que en ciclos anteriores.

Por lo demás, incluso este escenario es excepcionalmente incierto y enfrenta riesgos importantes a la baja, particularmente en virtud del nerviosismo que prevalece en los mercados financieros internacionales. Se espera que el proceso de desapalancamiento sea prolongado y que la disponibilidad de crédito bancario en las economías avanzadas continúe restringida. Además, es de esperarse que el entorno de incertidumbre, la debilidad del empleo y los elevados niveles de endeudamiento de las familias limiten la expansión del consumo privado en el mediano plazo, especialmente en Estados Unidos. Por su parte, las economías emergentes enfrentarán condiciones de financiamiento externo más difíciles en tanto persista la crisis en los mercados financieros internacionales.

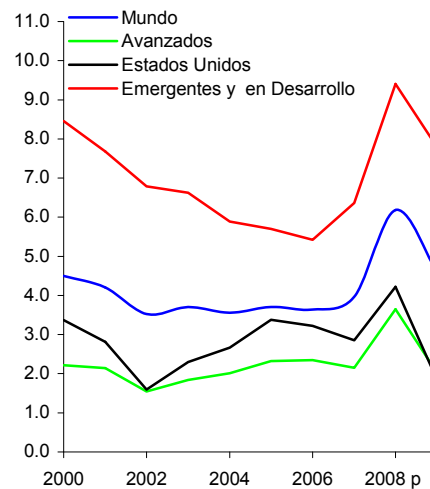
Gráfica 15
Evolución y Perspectivas del Crecimiento del PIB e Inflación
En por ciento

a) Crecimiento Anual del Producto Interno Bruto



p/ Proyecciones.
Fuente: IMF.

b) Inflación Promedio Anual ^{1/}



^{1/} Precios al consumidor.
p/ Proyecciones.
Fuente: IMF.

En relación al panorama de la inflación, se espera que en las economías avanzadas la combinación de un menor ritmo de crecimiento económico y el descenso de los precios de los productos primarios permitan disminuir el crecimiento de los precios al consumidor en 2009 a niveles similares a los observados en 2007. Para las economías emergentes y en desarrollo también se proyecta una disminución de la inflación en 2009, aunque manteniéndose todavía por encima de las cifras de 2007 y de los objetivos de los bancos centrales en muchos países. Cabe señalar que si bien los riesgos al alza

para la inflación han disminuido, éstos persisten, sobre todo en las economías emergentes ante el más lento traspaso de la reducción de las cotizaciones de los productos primarios a los precios al consumidor en dichos países.

La preocupación por los problemas potenciales que pudieran resultar del elevado déficit en cuenta corriente de Estados Unidos ha disminuido. En particular, es de esperarse que el problema resultante de los bajos niveles de ahorro y la consecuente expansión del consumo por encima de niveles sostenibles en el largo plazo, se corrija a través del proceso de desapalancamiento iniciado recientemente. El ajuste de la demanda interna que ha acompañado a este proceso debería propiciar una reducción significativa del déficit en cuenta corriente. Por otra parte, continúa el nerviosismo por los riesgos originados por la necesidad de reciclar elevados superávits de los países exportadores de petróleo, así como por el probable surgimiento de presiones proteccionistas en vista del estancamiento de las negociaciones en el contexto de la ronda de Doha.

3.2. Costos y Precios

3.2.1. Salarios

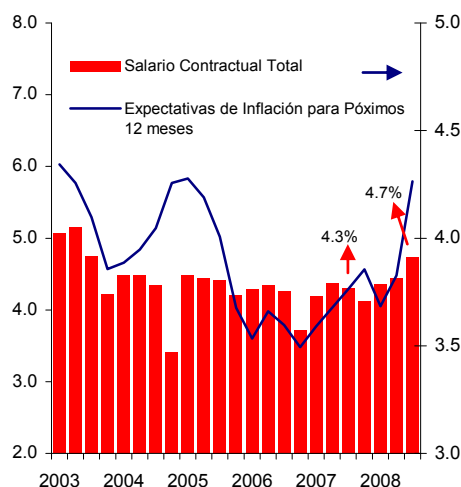
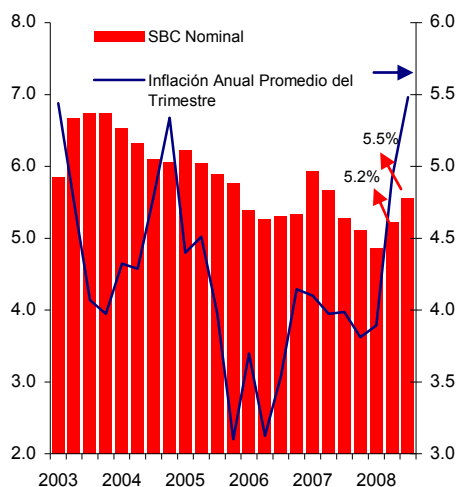
Las tasas de crecimiento del salario base de cotización al IMSS y de los salarios contractuales de las empresas de jurisdicción federal se elevaron en 0.3 puntos porcentuales durante el tercer trimestre de 2008, en tanto que la inflación anual promedio del trimestre y las expectativas de inflación para los próximos 12 meses lo hicieron en 0.6 y 0.5 puntos porcentuales, respectivamente (ver detalle en Sección 4).¹⁵

En el tercer trimestre de 2008, el salario base de cotización al IMSS mostró una variación anual promedio de 5.5 por ciento, mientras que el trimestre previo dicha cifra había sido de 5.2 por ciento (Gráfica 16). El aumento que se observó en el ritmo de crecimiento de los salarios tuvo lugar en los tres sectores de actividad de la economía (Cuadro 3).

Los salarios contractuales, negociados por las empresas de jurisdicción federal, registraron en el tercer trimestre de 2008 un aumento promedio de 4.7 por ciento. Por tipo de propiedad de las empresas, la mayor alza salarial se acordó en las empresas públicas, alcanzando en el tercer trimestre de 2008 una variación de 4.8 por ciento. Por su parte, los trabajadores de empresas privadas obtuvieron en el periodo un aumento de 4.6 por ciento. Los incrementos salariales en ambos tipos de empresas fueron más altos respecto de los observados en el mismo trimestre del año previo. Conviene destacar que, el resultado obtenido en las empresas públicas estuvo influido de manera importante por las negociaciones en el sector de hidrocarburos (Cuadro 3).

¹⁵ El primer indicador 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 y que serán vigentes durante un año. 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 ello, resulta conveniente realizar el análisis sobre la evolución de los salarios contractuales comparando anualmente los mismos periodos de tiempo.

Gráfica 16
Tendencia de Indicadores Salariales
a) Salario Base de Cotización al IMSS^{1/}
 Variación anual en por ciento

b) 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 nueve meses de 2008, lo que corresponde a 35.5 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 2007, lo que corresponde a 4.6 por ciento del personal ocupado remunerado total de dicho año.

Cuadro 3
Indicadores Salariales
 Variación anual en por ciento

	2007						2008			
	I	II	III	IV	Ene-Sep	Ene-Dic	I	II	III	Ene-Sep
Salario Base de Cotización (IMSS)	5.9	5.7	5.3	5.1	5.6	5.5	4.9	5.2	5.5	5.2
Primario	15.7	10.5	4.4	3.6	10.2	8.5	3.3	4.4	5.7	4.4
Secundario	7.7	8.1	7.3	6.5	7.7	7.4	6.6	7.6	7.7	7.3
Terciario	5.0	4.7	4.7	4.6	4.8	4.7	4.2	4.7	5.0	4.6
Salario Contractual Total^{1/}	4.2	4.4	4.3	4.1	4.3	4.2	4.4	4.4	4.7	4.5
Empresas Públicas	3.9	4.2	4.3	4.0	4.1	4.1	4.1	4.2	4.8	4.5
Hidrocarburos	n.e.	n.e.	4.3	n.e.	4.3	4.3	n.e.	n.e.	4.8	4.8
Empresas Privadas	4.3	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.4	4.5	4.6	4.5
Inflación Anual Promedio del Trimestre	4.1	4.0	4.0	3.8	4.0	4.0	3.9	4.9	5.5	4.8
Expectativas de Inflación para Póximos 12 Meses (Promedio del Trimestre)	3.6	3.7	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	4.3	3.9

n.e. No existen revisiones salariales de la rama de hidrocarburos en el periodo indicado.

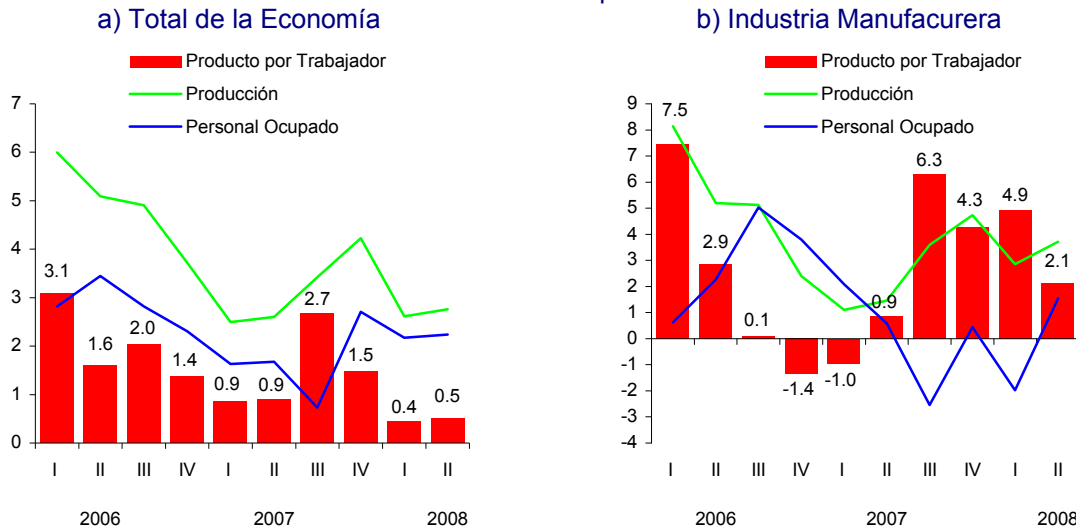
1/ Se refiere al promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

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

3.2.2. Producto por Trabajador

El producto por trabajador para el total de la economía, estimado con información de la ENOE y del Sistema de Cuentas Nacionales de México, mostró un incremento promedio en el segundo trimestre del año de 0.5 por ciento, cifra similar a la observada el trimestre anterior (0.4 por ciento). Por otra parte, en el sector manufacturero ese indicador mostró una desaceleración en su tasa de crecimiento, pasando de 4.9 a 2.1 por ciento del primer al segundo trimestre de 2008 (Gráfica 17).

Gráfica 17
Producto por Trabajador: Total de la Economía e Industria Manufacturera^{1/}
 Variación anual en por ciento

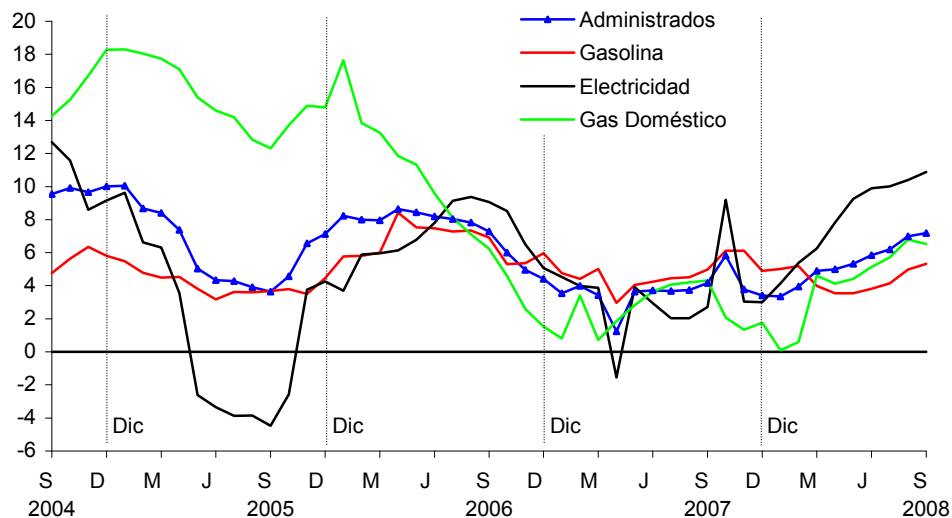


^{1/}Para calcular el producto medio por trabajador, se toma en cuenta la información de producción de Cuentas Nacionales y el personal ocupado de la ENOE.

3.2.3. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

Durante el tercer trimestre de 2008, el subíndice de los bienes y servicios con precios administrados registró una variación anual promedio de 6.79 por ciento, mientras que el mismo indicador se incrementó el trimestre previo en 5.38 por ciento. Ello se explica por los aumentos registrados en todos los componentes de dicho subíndice a lo largo del trimestre de referencia (Cuadro 1 y Gráfica 18).

Gráfica 18
Subíndice de Precios Administrados
 Variación anual en por ciento



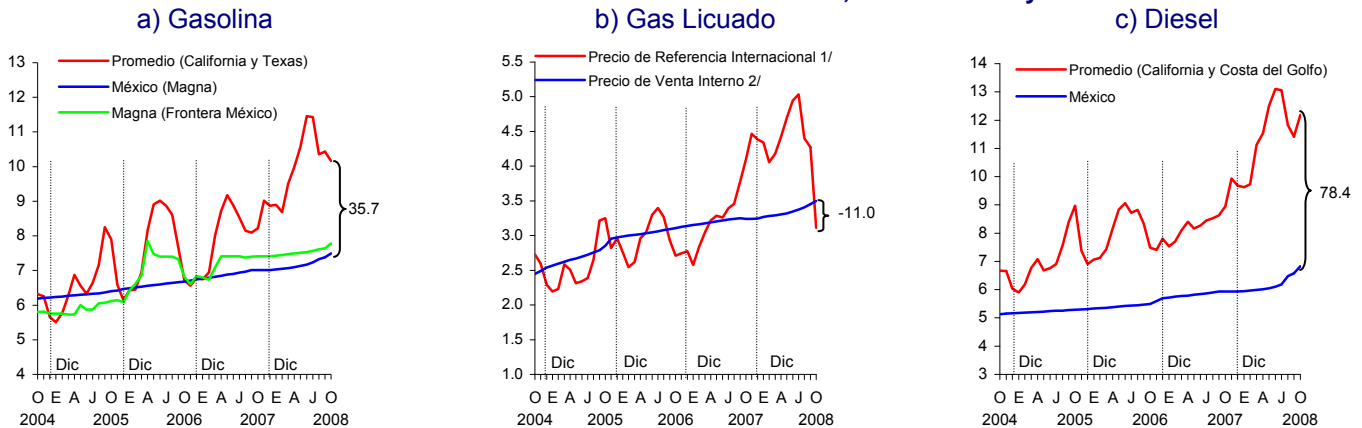
En el trimestre que se reporta, los precios de las gasolinas Magna y Premium experimentaron varias modificaciones. Ello, como parte de una política

fiscal tendiente a reducir los subsidios a los energéticos y a igualar los precios internos con sus contrapartes internacionales. De esta forma, entre julio y septiembre la gasolina Magna tuvo nueve incrementos que en total representaron un alza de 25 centavos, en tanto que la gasolina Premium registró diez aumentos acumulando un incremento de 30 centavos en el trimestre. En consecuencia, las tasas de variación anual promedio en el tercer trimestre del año fueron de 4.53 por ciento para la gasolina Magna y de 6.60 por ciento para la gasolina Premium. En contraste, los incrementos registrados en el trimestre previo se ubicaron respectivamente en 3.34 y 5.51 por ciento (Cuadro 1).

En el caso del gas para uso doméstico, luego de mantenerse el desliz mensual de 6 centavos entre junio y julio del presente año, se aumentó a 7 centavos en agosto y a 9 centavos en septiembre. Como resultado de este ajuste, en el tercer trimestre la variación anual promedio para el precio de este energético se ubicó en 6.35 por ciento, en tanto que en el trimestre previo había sido de 4.56 por ciento. Por su parte, el costo de la electricidad presentó en el tercer trimestre de 2008, una variación anual promedio de 10.43 por ciento, en tanto que la cifra comparable del trimestre previo se había ubicado en 8.92 por ciento. Los mayores cargos por consumo de electricidad obedecen a incrementos en las tarifas DAC. En la fórmula para el cálculo de las referidas tarifas intervienen los precios de los combustibles que se emplean para su generación, así como algunos subíndices del INPP relacionados con el acero.

La evolución reciente de las cotizaciones internacionales de los energéticos, aunada al esquema revisado de actualización de las cotizaciones internas de éstos, han contribuido a reducir las brechas entre ambos, aunque continúan siendo considerables, salvo en el caso del gas licuado donde el precio de venta interno ya se encuentra por debajo de su referencia internacional. Cabe señalar, que el reciente ajuste experimentado por el tipo de cambio ha contrarrestado parte de la caída en las respectivas referencias internacionales. Así, a finales de octubre de 2008 las diferencias entre los precios externos e internos de la gasolina, del gas licuado y del diesel fueron de 35.7, -11.0 y 78.4 por ciento, respectivamente (las cifras comparables al mes junio fueron de 70.7, 47.9 y 122.2 por ciento, Gráfica 19).

Gráfica 19
Precios Domésticos e Internacionales de Gasolina, Gas Licuado y Diesel



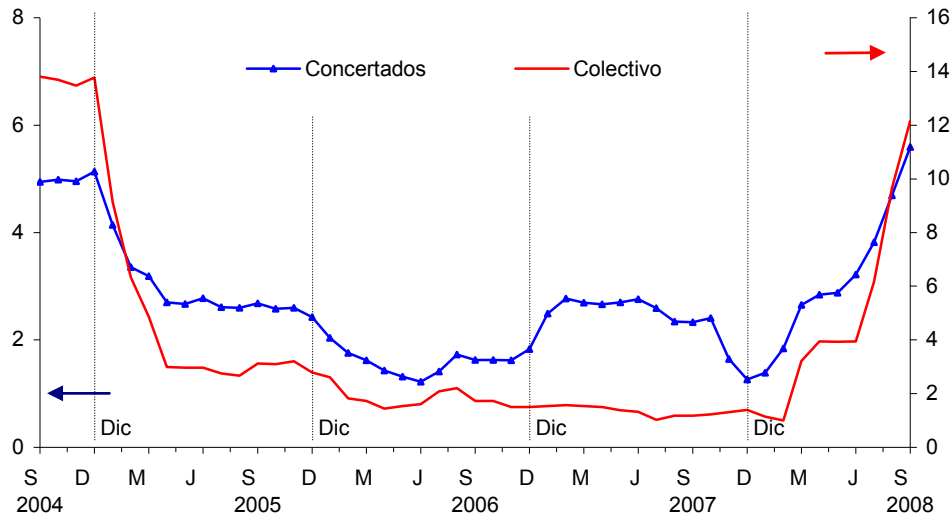
1/Mont Belvieu.

2/Precio promedio de venta de primera mano.

Fuente: PEMEX y Energy Information Administration (EIA).

En lo referente al subíndice de bienes y servicios concertados, su variación anual promedio trimestral pasó de 2.98 a 4.70 por ciento del segundo al tercer trimestre de 2008 (Cuadro 1). Este incremento estuvo en buena medida determinado por aumentos en los pasajes del transporte colectivo en las siguientes localidades del país: Área Metropolitana de la Ciudad de México, Puebla, Matamoros, Tlaxcala y Guadalajara (Gráfica 20).

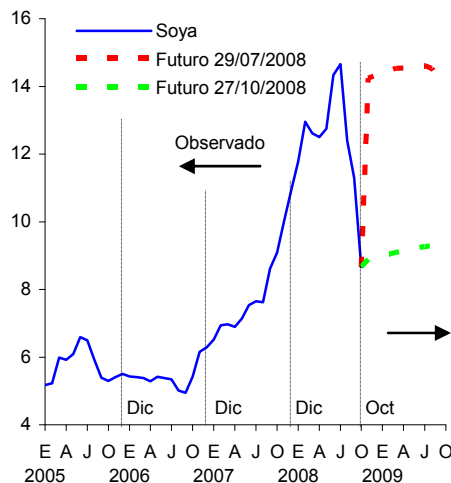
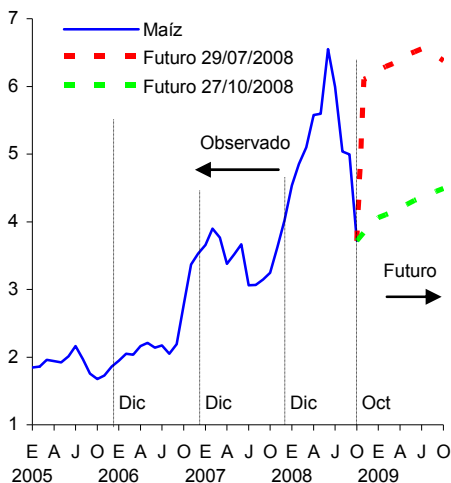
Gráfica 20
Subíndice de Precios Concertados
 Variación anual en por ciento



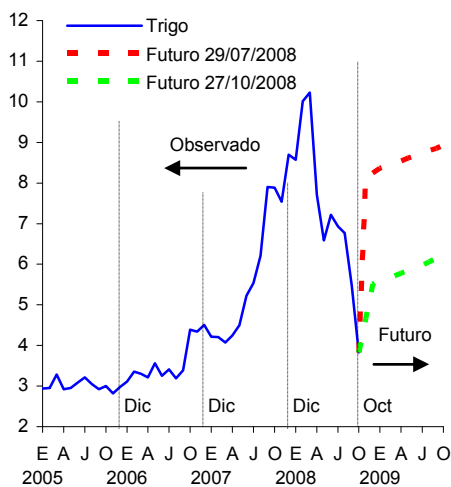
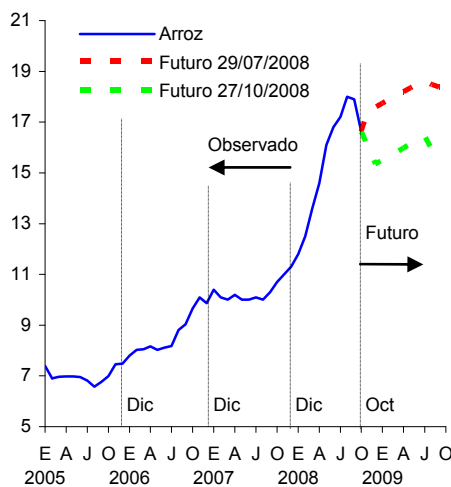
3.2.4. Materias Primas Alimenticias

Durante el tercer trimestre de 2008 se revirtió la tendencia alcista que habían venido mostrando las cotizaciones de los granos en los mercados internacionales; con excepción de la del arroz. Así, entre junio y septiembre de 2008 las cotizaciones del maíz, del trigo y de la soya disminuyeron respectivamente 23.66, 23.96, 21.27 por ciento, respectivamente, en tanto que el arroz aumentó 6.55 por ciento (Gráfica 21). Asimismo, las curvas de los futuros para los próximos 12 meses de los granos referidos, al cierre de octubre, se ubicaron en niveles inferiores con relación a los que registraron al cierre de julio.

Gráfica 21
Precios Internacionales y a Futuro de los Granos^{1/}
a) Maíz b) Soya



c) Trigo

d) Arroz^{2/}

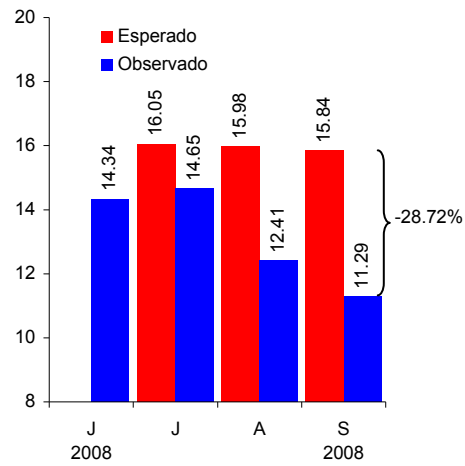
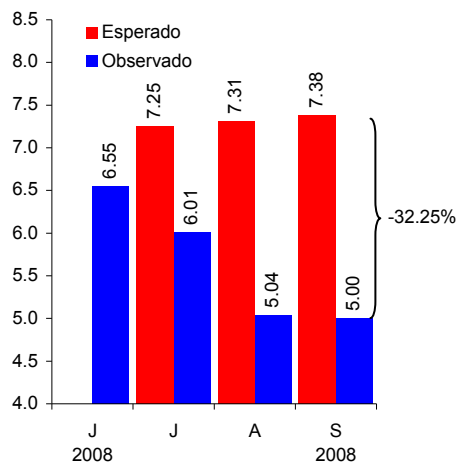
1/ Dólares por bushel.

2/ Dólares por CWT (USD/100lb).

Fuente: United States Department of Agriculture (USDA) y Chicago Board of Trade (CBT).

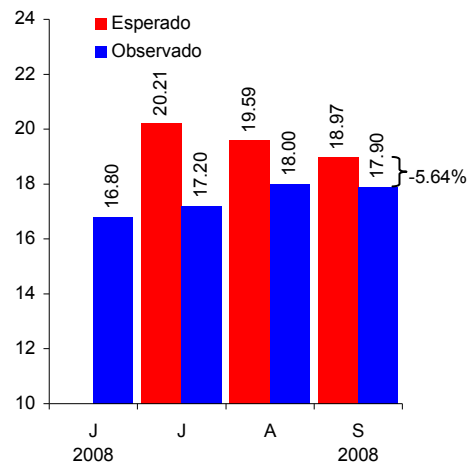
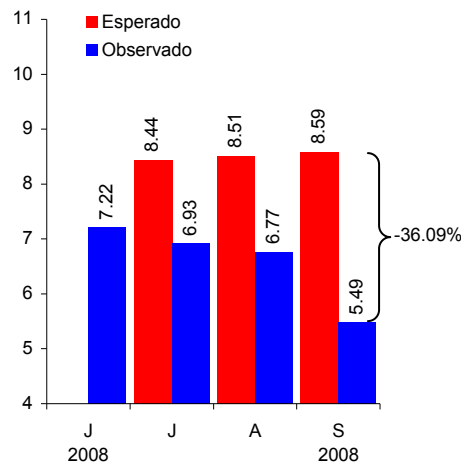
La mencionada disminución en los precios de los granos fue causada por un fortalecimiento de las expectativas de producción, derivada de cosechas realizadas y pronosticadas más abundantes. De esta forma, las diferencias entre los precios que se observaron a lo largo de septiembre para el maíz, la soya, el trigo y el arroz, y los esperados para ese mes en los mercados a futuro del 30 de junio de 2008 fueron respectivamente de -32.25, -28.72, -36.09 y -5.64 por ciento, respectivamente (Gráfica 22).

Gráfica 22
Precios Internacionales de los Granos: Observados y Esperados ^{1/}
 a) Maíz^{2/} b) Soya^{2/}



c) Trigo^{2/}

d) Arroz^{3/}



1/ Precios esperados al finalizar el segundo trimestre de 2008 de acuerdo con cotizaciones de los contratos de futuros del mes de referencia (Chicago Board of Trade, 30 de junio de 2008). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

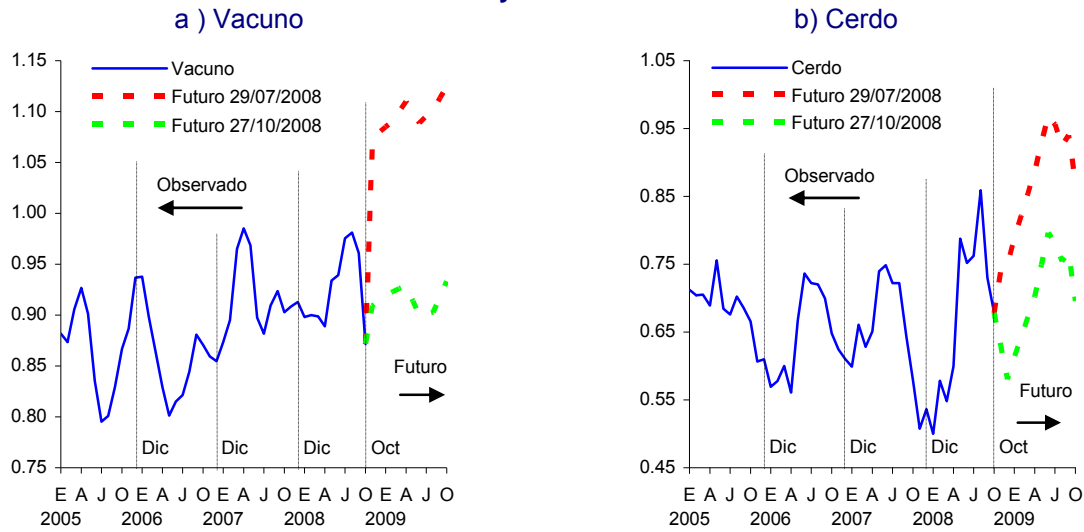
2/ Dólares por bushel.

3/ Dólares por CWT (USD/100Lb).

Fuente: United States Department of Agriculture (USDA) y Chicago Board of Trade (CBT).

En los meses de junio y septiembre de 2008, las cotizaciones internacionales de las carnes de res y de cerdo presentaron variaciones respectivas de 2.13 y -2.67 por ciento. La tendencia general en los mercados de futuros indica que se esperan incrementos en las cotizaciones de carne de res para los meses finales de 2008; sin embargo, las curvas de futuros al cierre de octubre indican que los aumentos esperados son menores a los que se anticipaban al finalizar julio. Por otra parte, se espera que la carne de cerdo registre bajas en sus cotizaciones en el último trimestre del año, las cuales pudieran repuntar durante 2009 debido a una desaceleración en el ritmo de producción en los Estados Unidos (Gráfica 23).

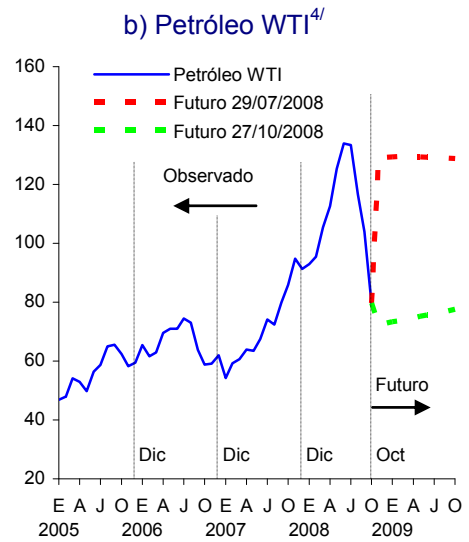
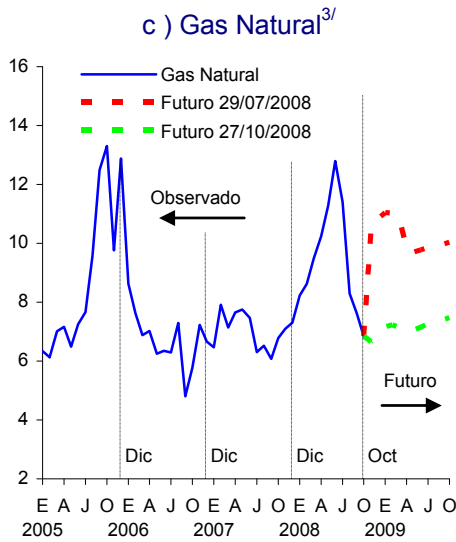
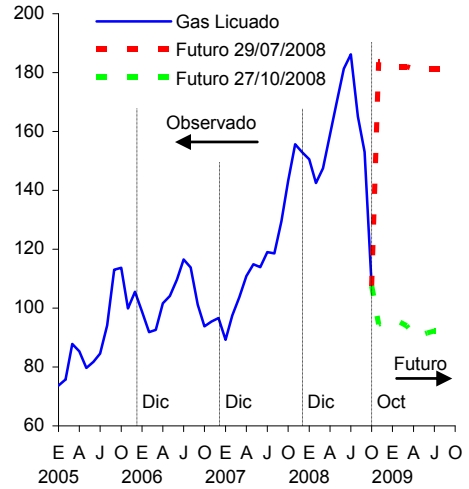
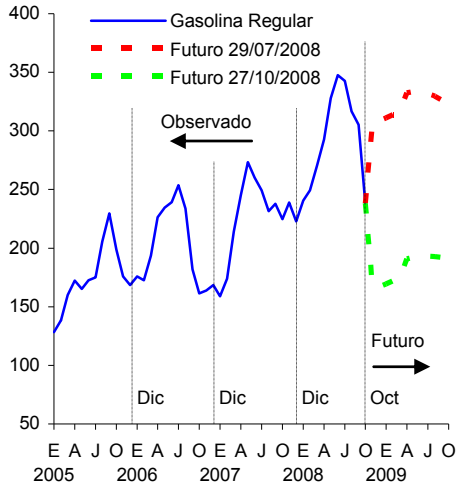
Gráfica 23
Precios Observados y a Futuro de los Cárnicos^{1/}



3.2.5. Materias Primas Energéticas

Las cotizaciones internacionales del petróleo y sus derivados disminuyeron durante el tercer trimestre de 2008. Así, entre junio y septiembre, los precios del petróleo WTI, de la gasolina, del gas licuado y del gas natural registraron respectivamente variaciones de -22.39, -12.12, -15.60 y -40.34 por ciento (Gráfica 24). La reducción en la cotización del petróleo es atribuible tanto a factores de oferta como de demanda. Por una parte, aumentó la producción de petróleo de la OPEP. Por la otra, el ritmo observado y las perspectivas de crecimiento de la demanda mundial de petróleo disminuyeron, particularmente en los países que son miembros de la OCDE (Cuadro 4). Esto es consecuencia, principalmente, del deterioro del crecimiento económico global. Las condiciones de menor restricción en el balance petrolero mundial se reflejaron en el descenso de las curvas de cotización de futuros.

Gráfica 24
Precios Observados y a Futuro de los Energéticos
 a) Gasolina Regular^{1/} b) Gas Licuado^{2/}



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).

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

	2007	2008 ^{1/}	2009 ^{1/}
Demanda			
OCDE	49.2	48.1	47.5
Norteamérica	25.5	24.6	24.2
Europa	15.3	15.2	15.1
Resto de Países	8.3	8.3	8.2
No Miembros de la OCDE	36.9	38.4	39.7
China	7.5	8.0	8.4
Total	86.1	86.5	87.2
Oferta			
Países No Miembros de la OPEP ^{2/}	49.6	49.8	50.4
Ex URSS	12.8	12.8	13.0
OPEP ^{3/}	35.9	37.4	36.8
Total	85.6	87.2	87.4
Demanda de Crudo de la OPEP ^{4/}	31.7	31.7	30.9
Acumulación de Inventarios ^{5/}	-0.5	0.7	0.2

1/ Pronóstico.

2/ Las cifras excluyen a Angola y Ecuador.

3/ Las cifras incluyen a Angola y Ecuador. El pronóstico para 2008 se refiere a la producción promedio registrada en los primeros tres trimestres del año. En 2009, se asume un recorte promedio en la producción del cártel de 0.6 millones de barriles diarios.

4/ Es igual a la demanda mundial menos la oferta de los países no miembros de la OPEP (esta última excluye a Angola y Ecuador) menos gas natural líquido de la OPEP.

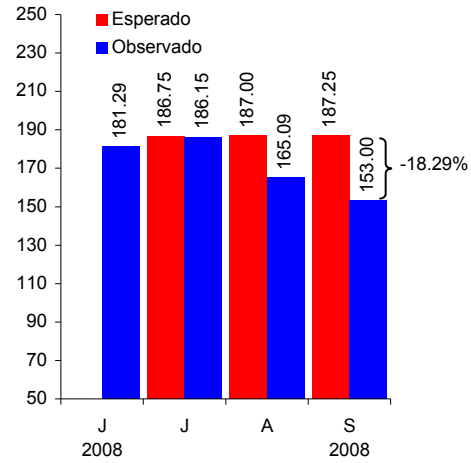
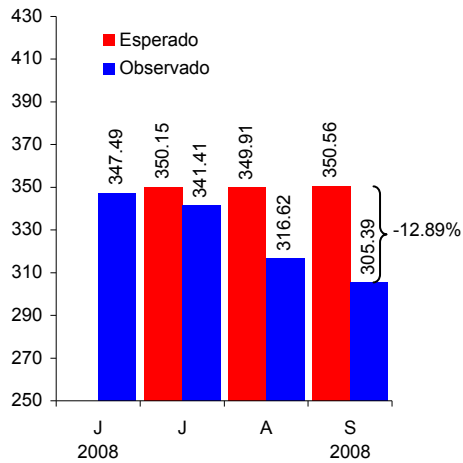
5/ Signo negativo denota desacumulación. Incluye ajuste por misceláneos.

Fuente: International Energy Agency, Oil Market Report, October 2008, y Banco de México.

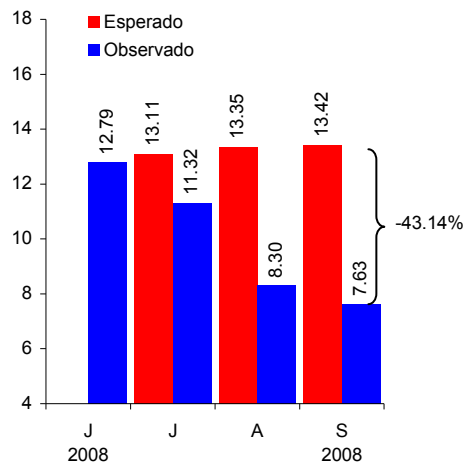
La reducción que registraron los precios internacionales de los energéticos durante el período de análisis fue mayor a la que se había previsto al cierre del segundo trimestre de 2008 (Gráfica 25).

Aun cuando los precios internacionales de los energéticos han descendido, existen algunos factores que dan lugar a incertidumbre sobre su evolución en los próximos meses y sugieren que pueden seguir mostrando una alta volatilidad. Por una parte, si el debilitamiento de la actividad económica mundial es mayor al esperado, las proyecciones de la demanda de crudo pudieran estar sobrestimadas. Por la otra, el anuncio de un recorte en las cuotas de producción por parte de la OPEP a partir del mes de noviembre (1.5 millones de barriles diarios de una cuota actual de 28.8 millones de barriles diarios) pudiera ayudar a reestablecer el balance petrolero mundial. Igualmente, persisten los conflictos geopolíticos con posibles riesgos sobre la oferta en Irak, Nigeria, Rusia e Irán, así como la amenaza latente de factores climatológicos adversos que continuarán influenciando las expectativas del mercado en el corto plazo.

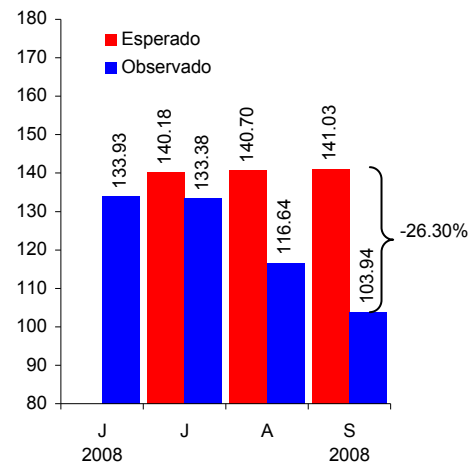
Gráfica 25
Precios Internacionales de los Energéticos: Observados y Esperados ^{1/}
 a) Gasolina Regular ^{2/} b) Gas Licuado ^{3/}



c) Gas Natural ^{4/}



b) Petróleo WTI ^{5/}



1/ Precios esperados al finalizar el segundo trimestre de 2008 de acuerdo con cotizaciones de los contratos de futuros del mes de referencia (New York Mercantile Exchange, 30 de junio de 2008). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

2/ Texas. Centavos de dólar por galón.

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

4/ TETCO. Tex. Dólares por MMBtu.

5/ Dólares por barril.

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

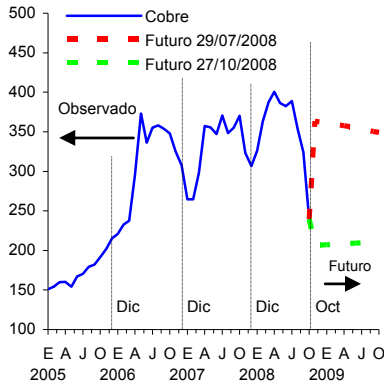
3.2.6. Materias Primas Metálicas

Después de un breve repunte del precio del cobre en julio 2008, los precios de este metal mostraron una tendencia a la baja durante los dos meses siguientes. Así, entre junio y septiembre la cotización del cobre disminuyó 15.26 por ciento, en tanto que la diferencia entre el precio observado en septiembre y el esperado de acuerdo al mercado de futuro al cierre del segundo trimestre del año fue también menor en 16.54 por ciento (Gráfica 26). Se espera que la tendencia a la baja de la cotización del cobre continúe a lo largo del último trimestre de 2008. Por su parte, la cotización del acero también tuvo una tendencia decreciente

durante agosto y septiembre luego de haber experimentado incrementos sostenidos durante los primeros siete meses del año.

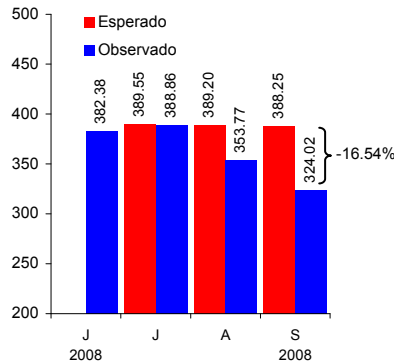
Gráfica 26
Evolución del Precio del Cobre y del Acero

a) Precio Internacional del Cobre^{1/}



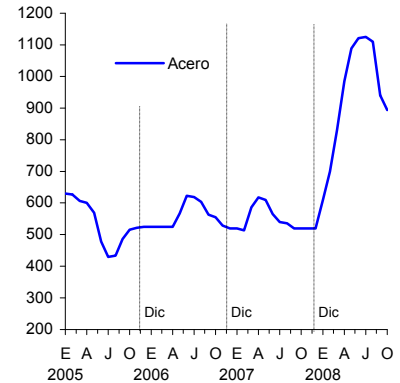
1/ Centavos de dólar por libra.
Fuente: Metal Bulletin.
Commodity Exchange Inc. (CMX).

b) Precios Internacionales del Cobre^{2/}
Observados y Esperados^{3/}



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

c) Precios Internacionales del Acero^{4/}



4/ Dólares por tonelada corta.
Fuente: Metal Bulletin.

3.3. Evolución de la Economía Mexicana

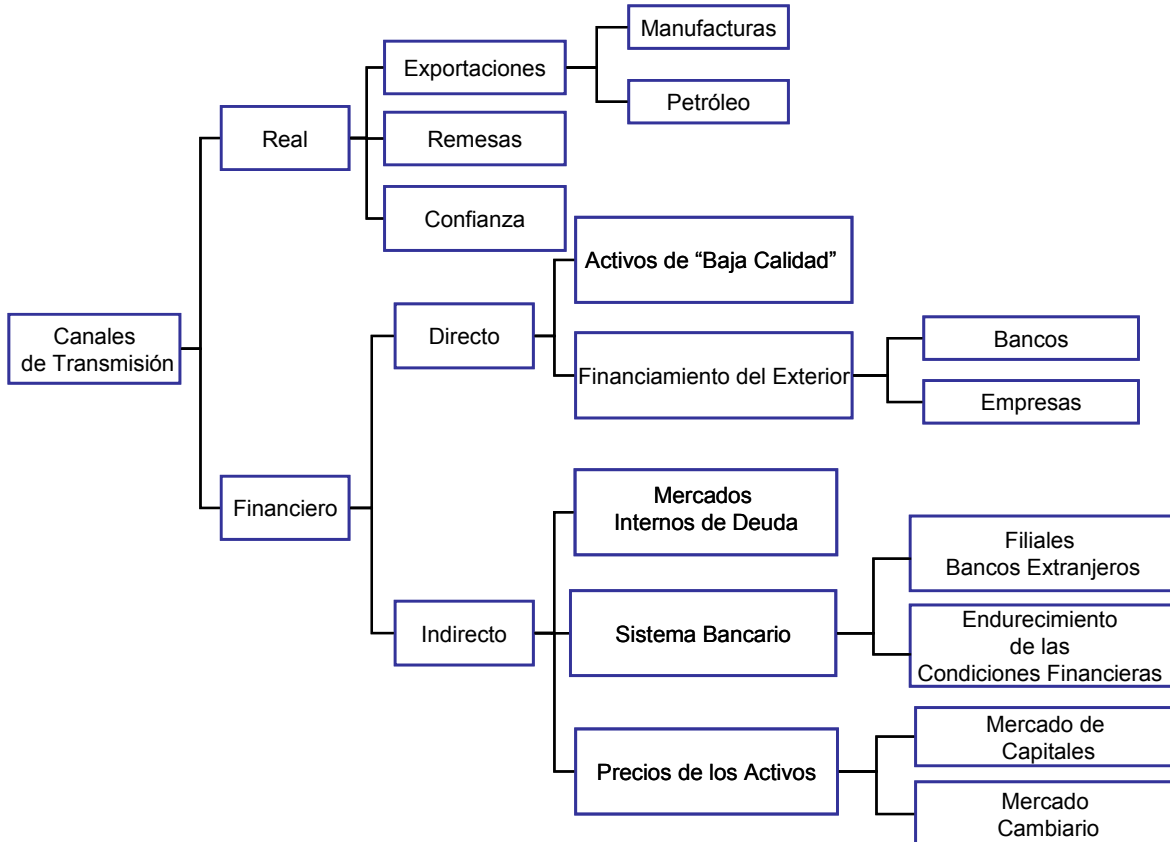
La crisis financiera internacional y sus efectos sobre el crecimiento de las principales economías, y sobre los precios del petróleo y de otras materias primas, están teniendo repercusiones sobre las economías emergentes. La economía mexicana ha venido presentando una reducción en su tasa de crecimiento, congruente con la fase cíclica por la que atraviesa. En este contexto, para analizar la coyuntura económica en México, es importante distinguir los canales a través de los cuales las condiciones externas pueden afectar la actividad económica y el sistema financiero interno.

El Cuadro 5 presenta una taxonomía de algunos de los posibles canales de transmisión a través de los cuales el entorno económico mundial puede afectar a una economía. Cabe señalar que el objetivo de presentar esta taxonomía es ordenar la discusión en las siguientes secciones de este informe, mas no implica que en el caso particular de México, o de otra economía emergente, todos estos canales estén operando, o bien que si lo están haciendo, sea con la misma intensidad.

Una vez considerado lo anterior, como se puede apreciar son dos los tipos de canal que pueden operar, los reales y los financieros. Por una parte, ante la desaceleración generalizada de las economías avanzadas, existen canales reales que impactan directamente las condiciones de oferta y demanda de la economía y su nivel de empleo. Por otra, existen canales de transmisión a través de los mercados financieros. Como se muestra en el Cuadro 5, la transmisión a través de los mercados financieros se puede, a su vez, dividir en canales directos y canales indirectos. Por supuesto, el contagio de las condiciones externas hacia

la economía a través de estos canales también termina teniendo efectos sobre la actividad económica.

Cuadro 5
Canales de Transmisión del Entorno Económico Mundial a la Economía Mexicana

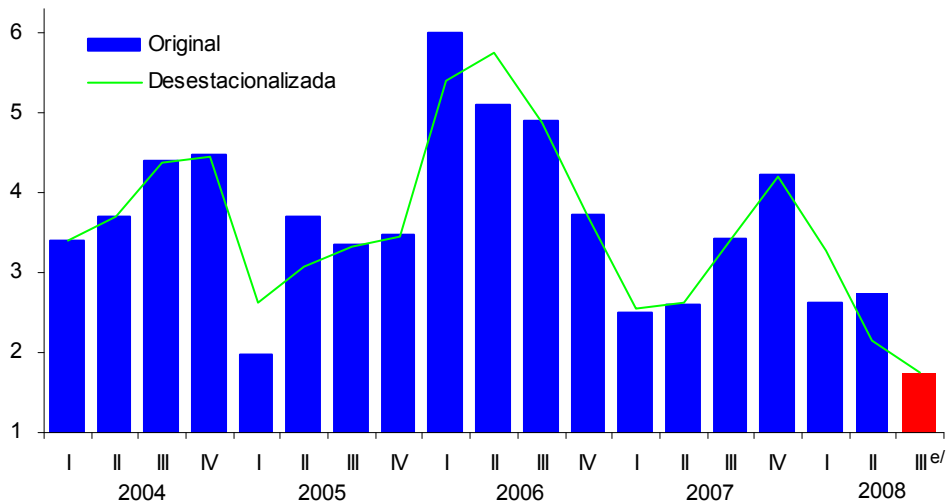


A continuación se presenta el análisis de la evolución reciente de la economía mexicana. En la Sección 3.3.1 se presenta la evolución de la actividad económica y se describen los efectos a través de los canales reales antes señalados. Posteriormente, en la Sección 3.3.2 se analiza el ahorro financiero y el financiamiento de la economía mexicana, con especial énfasis en algunos de los canales de transmisión a través del sistema financiero.

3.3.1. Actividad Económica

La desaceleración que registró la actividad económica en la primera mitad de 2008 se acentuó en el tercer trimestre. Tal evolución comprendió a toda la gama de indicadores: demanda interna y externa, producción y empleo. Asimismo, en ese periodo se acrecentó el debilitamiento de los indicadores de confianza y de clima de negocios. En el tercer trimestre el crecimiento anual del producto fue modesto y menor al observado en el primer semestre. En efecto, con base en la información disponible se estima que en dicho periodo el crecimiento anual del PIB haya resultado de alrededor de 1.7 por ciento (Gráfica 27), luego de que en la primera mitad del año se situó en 2.7 por ciento (2.6 y 2.8 por ciento en el primero y segundo trimestres).

Gráfica 27
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 tercer trimestre de 2008 efectuada por el Banco de México.

La desaceleración de la demanda agregada fue notoria, especialmente en sus componentes de consumo privado y de demanda externa. En esta última sobresalió en el tercer trimestre, por un lado, que se acentuó la desaceleración que había presentado la demanda originada en Estados Unidos y, por otro, que también se moderó la expansión de la proveniente del mercado no estadounidense.

El mayor deterioro que ha presentado en los meses recientes el entorno mundial, reflejado en inestabilidad de los mercados financieros internacionales y en el debilitamiento de las perspectivas acerca de la economía global y, particularmente, de las correspondientes a Estados Unidos, implican un escenario que está impactando adversamente a la economía de México y que, consecuentemente, es previsible contribuya a que su desaceleración persista en los siguientes trimestres. Asimismo, tal escenario sugiere que se han elevado los riesgos de que dicha desaceleración sea aún mayor.

3.3.1.1. Producción Sectorial

La modesta expansión anual que mostró el PIB en el tercer trimestre del año se derivó de aumentos en dos de los sectores que lo integran (el agropecuario y los servicios), mientras que el PIB del sector industrial se contrajo a tasa anual, luego de ligeros incrementos en los primeros dos trimestres de 2008 (Gráfica 28a).¹⁶ En el caso de los servicios, éstos también atenuaron su

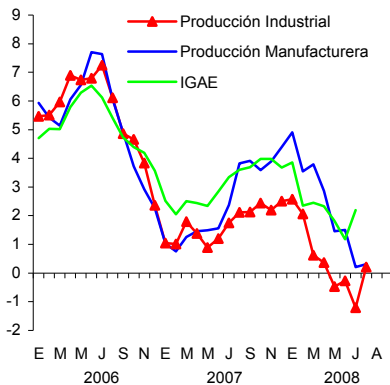
¹⁶ En el bimestre julio-agosto la producción industrial registró una caída anual de 1 por ciento en términos reales, con lo que al cierre de agosto acumuló cuatro meses consecutivos con disminución. Tal resultado se derivó de un importante descenso anual de la minería de 5.3 por ciento y ligeros retrocesos en construcción y manufacturas de 0.6 y 0.3 por ciento, respectivamente. La disminución de la minería se originó de la combinación de una caída de la minería petrolera de 6.8 por ciento y un aumento de 2.6 por ciento de la no petrolera. Por otra parte, el sector de electricidad, agua y suministro de gas presentó un modesto incremento de 2.8 por ciento.

crecimiento anual, lo que en buena medida correspondió a la mayor desaceleración que presentó el consumo privado.

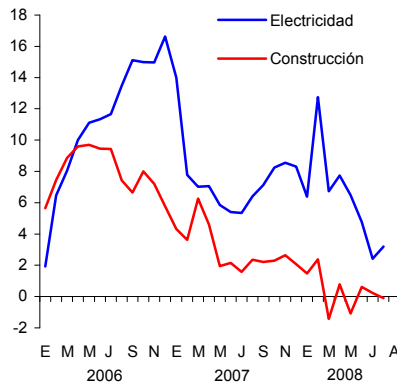
El débil desempeño de la producción industrial en el tercer trimestre reflejó: i) una contracción de la minería; ii) un reducido crecimiento anual del sector manufacturero; iii) una desaceleración importante en electricidad (Gráfica 28b), actividad que había mostrado un dinamismo significativo en la primera mitad del año;¹⁷ y, iv) una ligera caída de la construcción en su comparación anual.

Gráfica 28
Indicadores de Producción
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados y promedio móvil de dos meses, excepto en 2008

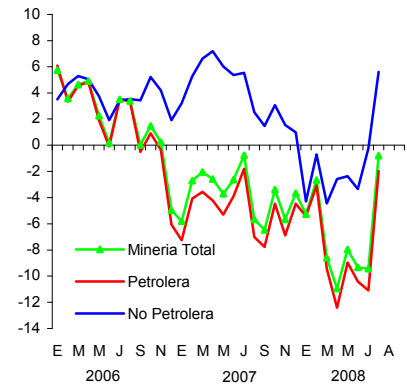
a) IGAE, Producción Industrial y Manufacturera



b) Electricidad y Construcción



c) Minería



Fuente: INEGI.

Al cierre del tercer trimestre la minería acumuló ocho trimestres consecutivos mostrando tasas anuales negativas. Tal evolución ha respondido a la combinación de aumentos modestos de la minería no petrolera y una caída persistente de la petrolera, como reflejo de un volumen decreciente de extracción de crudo (Recuadro 3). En este contexto, cabe señalar que la minería petrolera representa el 86 por ciento del valor agregado generado por la industria minera del país. En cuanto a la minería no petrolera, si bien ha constituido un sector en que en los años recientes se han llevado a cabo importantes proyectos de inversión, tal actividad se ha visto afectada por problemas laborales que han limitado su ritmo de producción.

La desaceleración de la producción manufacturera se acentuó en el tercer trimestre. La evolución de dicho sector continuó siendo influida de manera importante por el comportamiento de la demanda externa, pero hubo diferencias con relación a lo observado en la primera mitad del año. Así, en el tercer trimestre las exportaciones de productos del sector automotriz (vehículos y autopartes) dirigidas al mercado de Estados Unidos presentaron una fuerte

¹⁷ Durante los primeros ocho meses del presente año el sector de electricidad mostró un crecimiento anual de 6.1 por ciento, derivado principalmente del dinamismo de los segmentos de generación por permisionarios e hidroeléctrica. Ambos segmentos tienen mayores coeficientes de valor agregado a producción bruta que la generación mediante las termoeléctricas del estado. No obstante, el nivel de producción del sector de electricidad con datos desestacionalizados ya comenzó a perder dinamismo desde el segundo trimestre y esto se acentuó en el tercero.

contracción anual, en tanto que las del resto de los bienes manufacturados mantuvieron una tasa anual positiva. Por otra parte, las exportaciones manufactureras al mercado no estadounidense continuaron registrando una expansión anual significativa, pero con una clara tendencia de desaceleración, siendo ésta muy acentuada en los productos del sector automotriz.

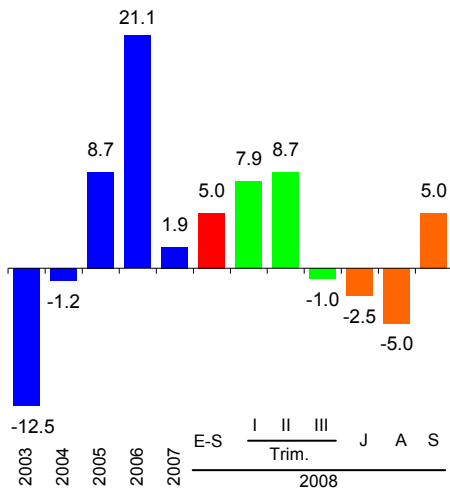
Profundizando en lo anterior, cabe reconocer que la industria automotriz es un sector de actividad de suma importancia para la economía mexicana, considerando el valor de su producción, su participación en el sector manufacturero del país, el empleo que genera, su monto de exportación y la magnitud del saldo superavitario de su balanza comercial. De hecho, éste último superó en los primeros tres trimestres de 2008 al de la balanza comercial de productos petroleros.¹⁸ En este contexto, cabe señalar que en el tercer trimestre la producción de vehículos en el país registró una caída anual de 1 por ciento (Gráfica 29a), luego de alzas de 7.9 y 8.7 por ciento en el primero y segundo trimestres. Lo anterior reflejó una disminución de la producción efectuada para la exportación (Gráfica 29b), debido principalmente a la fuerte contracción que presentaron las ventas internas de vehículos en Estados Unidos, mercado de destino de siete de cada diez unidades que México exporta. La evolución anterior también es notoria en la estadística de cuentas nacionales, misma que muestra que en el bimestre julio-agosto el crecimiento anual del subsector de equipo de transporte con datos desestacionalizados resultó de 5.1 por ciento (Gráfica 30), tasa que se compara con las de 25.6 y 14.4 por ciento en el primero y segundo trimestres del año. Por otra parte, la debilidad de la producción manufacturera sin equipo de transporte se ha agudizado en los meses recientes, considerando que en el bimestre julio-agosto presentó una contracción anual de 0.9 por ciento, con lo que al cierre de agosto acumuló siete meses consecutivos con disminución anual.

¹⁸ En los primeros ocho meses del presente año, el valor de la producción del subsector denominado equipo de transporte constituyó el 23 por ciento de la producción manufacturera del país. Asimismo, en el periodo enero-septiembre el valor de las exportaciones de la industria automotriz resultó de 42,520 millones de dólares, monto que superó al de las exportaciones de petróleo crudo (37,669 millones). En dicho periodo el saldo superavitario de la balanza comercial de la industria automotriz sumó 16,689 millones de dólares, ligeramente por encima del superávit de la balanza de productos petroleros, de 15,044 millones.

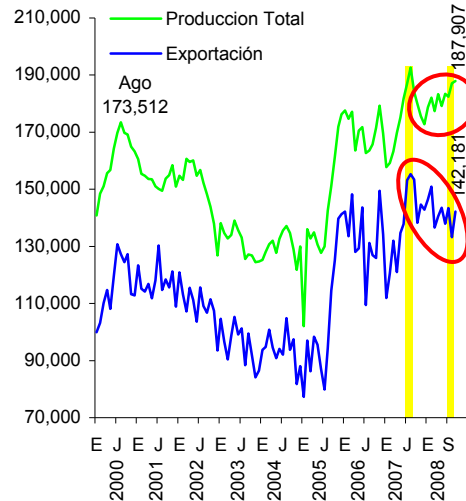
Gráfica 29

Indicadores de la Industria Automotriz

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



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



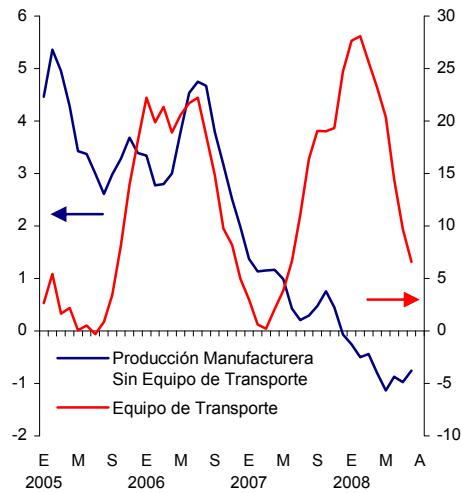
Fuente: Elaboración del Banco de México con datos de la AMIA y de la ANPACT.

Gráfica 30

Indicadores de Producción Manufacturera

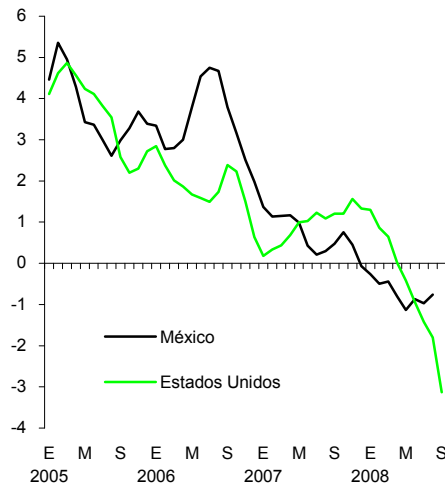
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados^{1/}

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



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

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



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

2/ La serie de México excluye al sector de transporte y la de Estados Unidos excluye tanto a la industria automotriz como al sector de alta tecnología.

Recuadro 3
Evolución Reciente de la Producción y Exportación de Petróleo Crudo

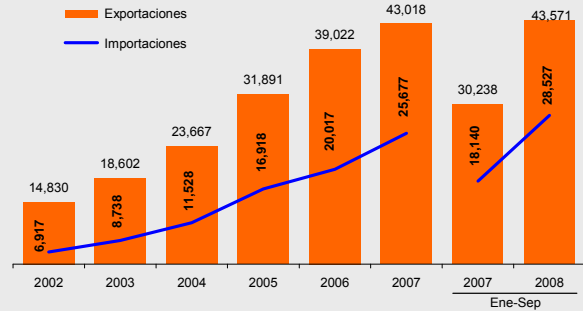
Durante los últimos años la industria petrolera en el país ha registrado cambios significativos. En general, la evolución de dicha industria se ha caracterizado por lo siguiente: a) una disminución de los niveles de extracción de crudo, especialmente, en los últimos tres años; b) una caída de los volúmenes de exportación de petróleo; c) un importante incremento del valor de la exportación de crudo como reflejo de alzas en la cotización internacional de la mezcla mexicana de crudo de exportación, y, d) un fuerte aumento del valor de las adquisiciones en el exterior de productos petroleros, lo que en parte ha respondido a crecientes importaciones de gasolina.

La producción de petróleo crudo en el país ha mostrado una disminución importante en los últimos tres años. En efecto, en el periodo enero-septiembre de 2008 dicha producción resultó en promedio de 2.822 millones de barriles diarios (m.b.d.), cifra que significó una disminución de 16 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 ha reflejado en buena medida una fuerte caída en la extracción del yacimiento de Cantarell, el de mayor importancia en la producción petrolera del país.

El dinamismo que ha presentado el consumo interno de productos petroleros, aunado al menor ritmo de extracción, ha implicado que disminuya el volumen de exportación de esos productos. De hecho, en los primeros nueve meses de 2008 la plataforma de exportación de crudo resultó en promedio de 1.398 m.b.d., luego de que había alcanzado 1.870 m.b.d. en 2004 (Gráfica 1).

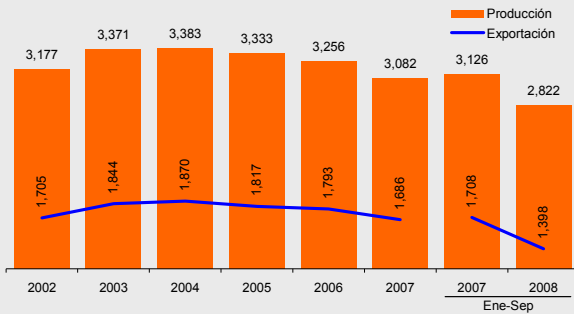
Durante el periodo 2002-2008 el valor de las exportaciones petroleras siguió una tendencia al alza (Gráfica 3), que reflejó hasta 2004, tanto, incrementos en el volumen exportado como en la cotización de la mezcla mexicana de crudo de exportación. La tendencia de precios al alza de ese energético se mantuvo hasta julio del presente año (Gráfica 4), para luego mostrar fuertes descensos ante un escenario de debilidad de la actividad económica mundial, que consecuentemente ha atenuado la demanda por crudo.

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



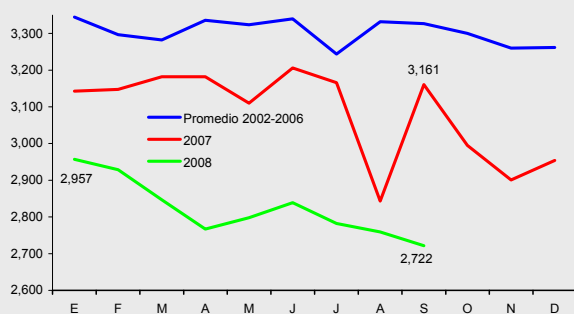
Fuente: Banco de México.

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



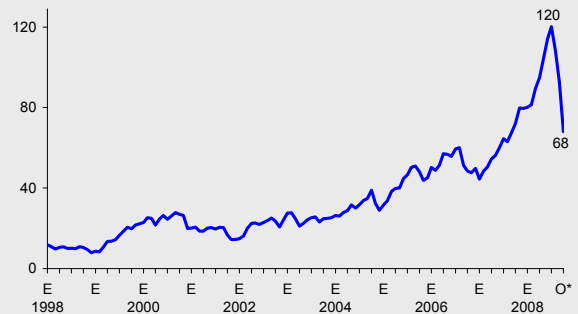
Fuente: PEMEX.

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



Fuente: PEMEX.

Gráfica 4
Precio de la Mezcla Mexicana de Petróleo Crudo de Exportación
Dólares por barril

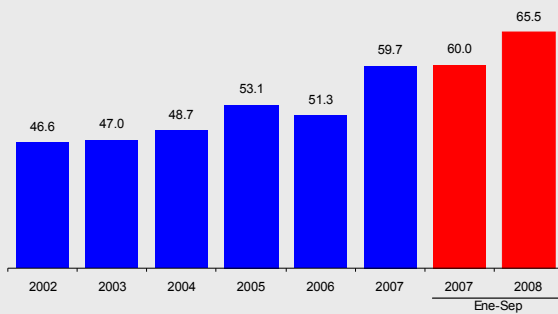


*Precio promedio del 1 al 27 de octubre.

Fuente: PEMEX.

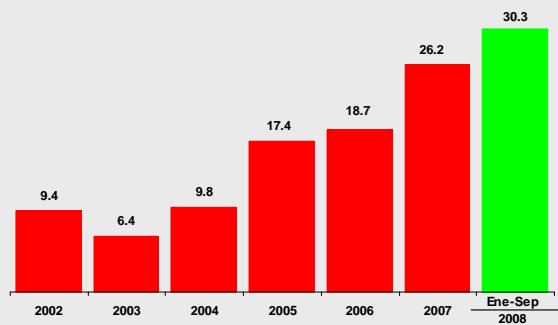
En el comercio exterior de productos petroleros ha destacado en los años recientes los importantes incrementos que ha registrado el valor de las importaciones de esos bienes. Así, en el periodo enero-septiembre de 2008 las importaciones de productos petroleros resultaron de 28,527 millones de dólares (Gráfica 3), mientras que el de las exportaciones de esos bienes ascendió a 43,571 millones. De hecho, el cociente de importaciones petroleras a exportaciones de esos productos se ha elevado de manera significativa en los últimos años (Gráfica 5), al pasar de 46.6 por ciento en 2002 a 53.1 por ciento en 2005, a 59.7 por ciento en 2007 y a 65.5 por ciento en los primeros nueve meses de 2008.

Gráfica 5
Cociente de Importaciones a Exportaciones
de Productos Petroleros
 Por ciento



Fuente: Banco de México.

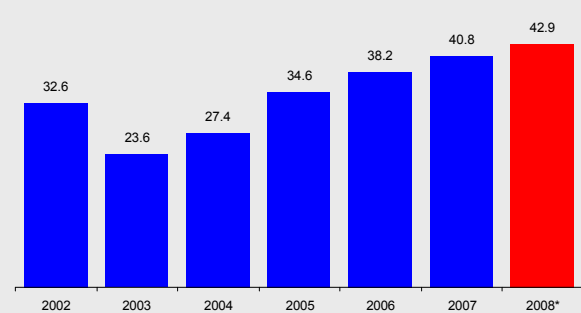
Gráfica 6
Importaciones de Gasolina como Proporción del Valor de la
Exportación de Petróleo Crudo
 Por ciento



Fuente: Banco de México

Un renglón de importaciones de productos petroleros que ha mostrado un elevado crecimiento en los años recientes es el de gasolina. Así, en los primeros nueve meses de 2008 las importaciones de ese producto fueron equivalentes a 30.3 por ciento del valor de las exportaciones de petróleo crudo (Gráfica 6). Cabe mencionar que la dependencia de las importaciones de gasolina en su consumo interno se ha ido acrecentando de manera importante. De hecho, en el periodo enero-septiembre del presente año tales adquisiciones en el exterior representaron el 42.9 por ciento del consumo interno de gasolina (Gráfica 7).

Gráfica 7
Participación de las Importaciones de Gasolina
en su Consumo Interno
 Por ciento



*Enero-septiembre.
 Fuente: PEMEX.

Por último, cabe señalar que la evolución que ha mostrado en los años recientes el sector petrolero de México, pone en perspectiva la importancia de contar con una reforma energética que permita fortalecer tanto los niveles de extracción de crudo, como los de producción de los productos petroleros.

3.3.1.2. Demanda Agregada

La demanda agregada en el tercer trimestre acentuó su desaceleración a tasa anual, lo que se originó tanto en su componente de demanda externa, como interna. Esto último reflejó un menor crecimiento del gasto de consumo privado.

La evolución de los indicadores de consumo privado sugiere que en el tercer trimestre dicho rubro del gasto registró un crecimiento anual modesto y menor que los observados en el primero y segundo trimestres del año (4 y 3.2 por ciento, respectivamente). Dicha tendencia de mayor desaceleración fue notoria en los distintos indicadores de consumo privado, tales como las ventas de la ANTAD (Gráfica 31a), las ventas de vehículos al menudeo (Gráfica 32a) y las importaciones de bienes de consumo (deducidas de los productos petroleros; Gráfica 32b).¹⁹ Así, en el tercer trimestre las ventas de la ANTAD presentaron un incremento anual, medido en términos reales y con datos desestacionalizados, de 5 por ciento, la tasa más baja para un trimestre desde el cuarto de 2002. La desaceleración de tales ventas abarcó a las distintas líneas de productos pero, como era de esperarse, fue mucho más acentuada en los bienes duraderos,

¹⁹ En los primeros nueve meses de 2008 las ventas internas de vehículos nuevos cayeron 2.1 por ciento a tasa anual, con lo que se mantuvo la debilidad que habían presentado en 2006 y 2007, con variaciones anuales de 0.7 y -3.5 por ciento, respectivamente.

como muebles, línea blanca, electrónica y electrodomésticos (Gráfica 31b). En cuanto a las importaciones de bienes de consumo deduciendo su componente de productos petroleros, su crecimiento anual medido en dólares resultó en el tercer trimestre de 4.4 por ciento, luego de que había sido de 7.2 por ciento en el primer semestre del año (Gráfica 32b). En la evaluación del gasto de consumo privado en el tercer trimestre es conveniente considerar los siguientes aspectos:

- I. Diversos de sus determinantes, tales como la masa salarial en términos reales, el ingreso por remesas del exterior y el crédito a dicho rubro de gasto, así como a vivienda, se desaceleraron de manera importante en la primera mitad de 2008, y esa tendencia se acentuó en el tercer trimestre. En el caso de las remesas, su caída anual se agudizó en el tercer trimestre al resultar de 6.5 por ciento, luego de que había sido de 3.4 y 1.1 por ciento en el primero y segundo trimestres. Adicionalmente, en el tercer trimestre se incrementó el debilitamiento de los indicadores de confianza del consumidor.
- II. La mayor desaceleración que presentó la masa salarial en términos reales en el trimestre de referencia contribuyó de manera significativa a atenuar el gasto de consumo privado. Esta desaceleración reflejó tanto una menor fortaleza de la generación de empleo en la economía en su conjunto y en el sector formal, como menores incrementos de las remuneraciones reales (Gráfica 33).²⁰
- III. El gasto de consumo privado también fue afectado en los primeros tres trimestres del año por los incrementos que registraron en ese lapso los precios de los alimentos.²¹

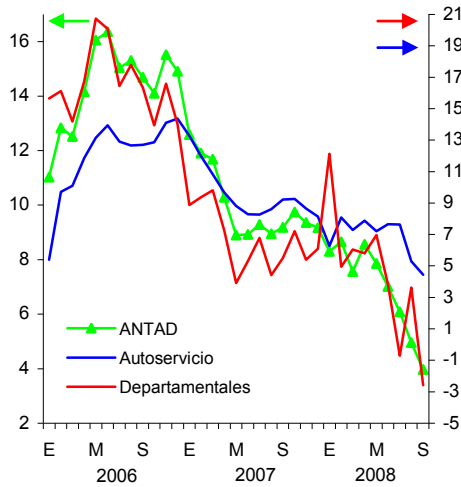
²⁰ Durante el tercer trimestre la masa salarial en términos reales presentó un crecimiento anual en el sector formal de la economía de 1.9 por ciento, luego de aumentos respectivos de 4.3 y 3.1 por ciento en el primero y segundo trimestres de 2008. En cuanto al salario medio de cotización del IMSS, su variación anual en términos reales en dicho trimestre resultó de 0.1 por ciento, mientras que en el primero y segundo trimestres había sido de 0.9 y 0.3 por ciento, respectivamente.

²¹ Los incrementos de los precios de los alimentos han implicado una disminución de los niveles de ingreso de las familias en términos reales, especialmente, en las de menores ingresos, dada la mayor participación que tiene ese rubro en su gasto.

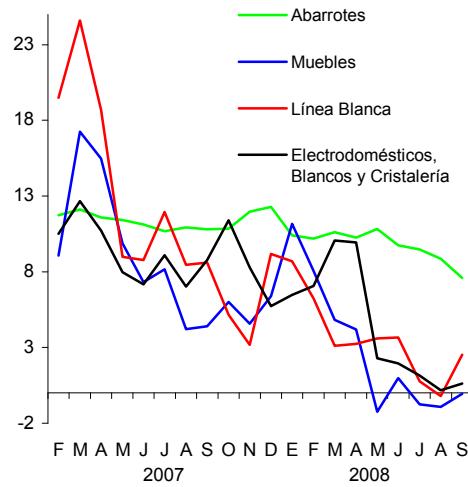
Gráfica 31

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/}



b) Ventas de la ANTAD de Distintas Líneas de
Productos
Variaciones anuales en por ciento
de datos desestacionalizados



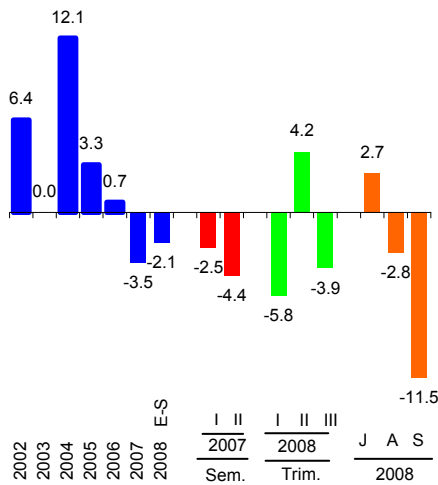
Fuente: ANTAD.

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

Gráfica 32

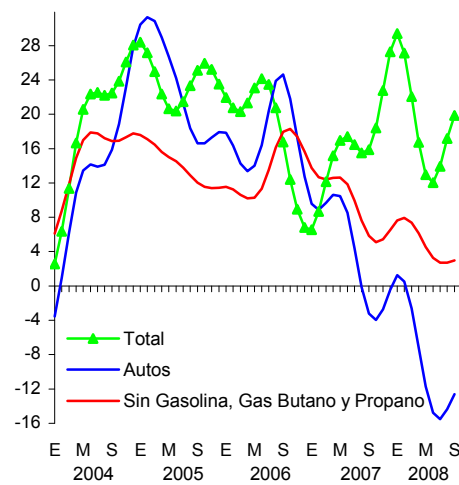
Indicadores de Demanda Interna: Consumo
Variaciones anuales en por ciento

a) Ventas Internas al Menudeo de Vehículos
Nuevos



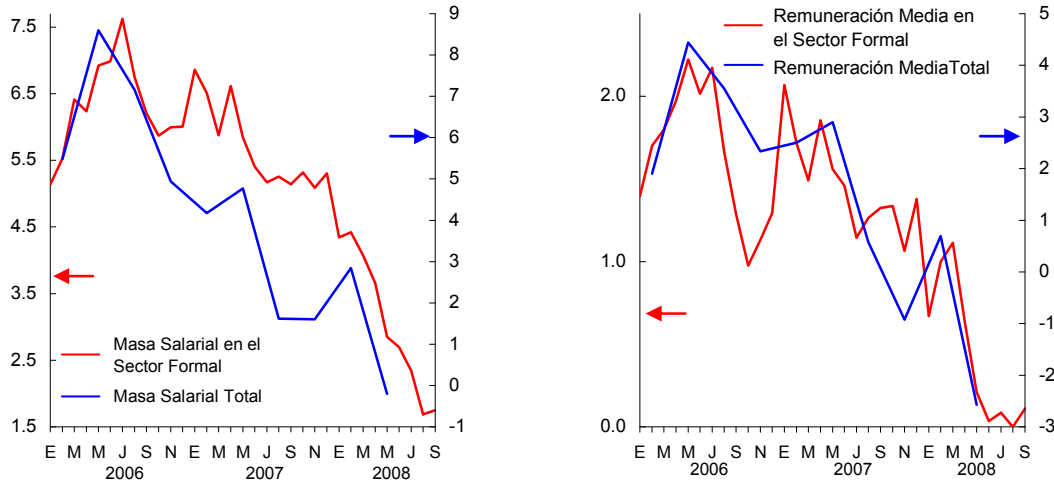
Fuente: AMIA.

b) Importaciones de Bienes de Consumo
Datos de tendencia



Fuente: Banco de México.

Gráfica 33
Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales
Variaciones anuales en por ciento

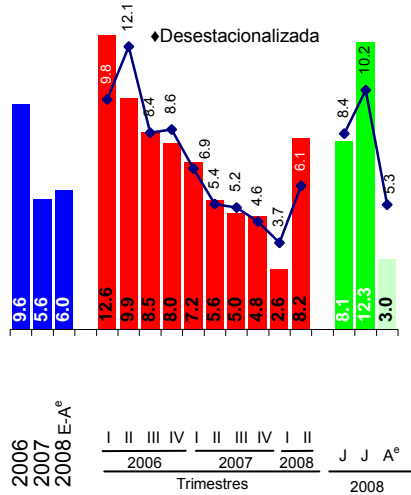
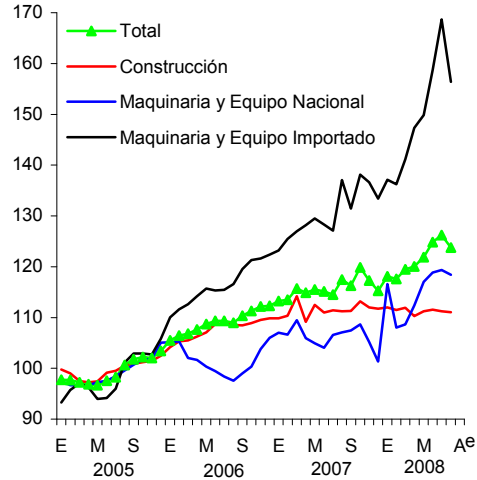


Fuente: Elaborado con información del IMSS (salario medio de cotización y número de trabajadores afiliados) y del INEGI (Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, ENOE, con el ingreso por hora trabajada, las horas trabajadas por semana y la población ocupada remunerada).

El gasto de inversión es un renglón de la demanda interna que presentó una desaceleración a tasa anual a partir de la segunda mitad de 2006, la cual se acentuó en 2007 y en los primeros meses de 2008. No obstante, en el segundo y tercer trimestres del año su crecimiento registró una mejoría, que reflejó mayores incrementos de las importaciones de bienes de capital (Gráfica 34).²² Cabe señalar que el dinamismo de esas adquisiciones en el exterior se concentró en ciertas empresas que llevan a cabo proyectos de inversión en sectores específicos, tales como siderurgia, industria automotriz, minería, telefonía, electricidad e industria electrónica (Gráfica 35). En contraste, en ese periodo las importaciones de bienes de capital del resto de las empresas en su conjunto mostraron debilidad.

²² Se estima que en el bimestre julio-agosto la formación bruta de capital en el país haya registrado un incremento anual, medido con datos desestacionalizados, de 7.7 por ciento, mientras que en el primero y segundo trimestres las tasas correspondientes resultaron de 3.7 y 6.1 por ciento, respectivamente. Estas tasas se comparan con 9.7 y 5.5 por ciento en 2006 y 2007.

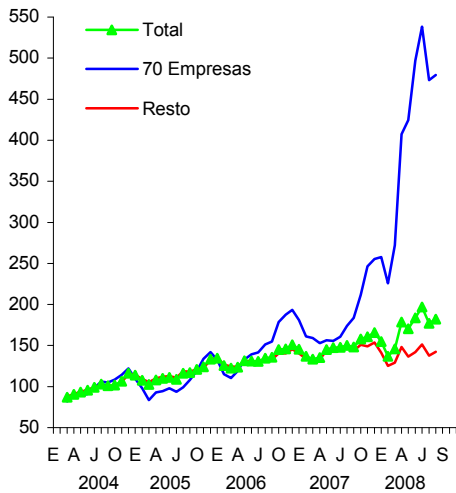
Gráfica 34
Indicadores de Demanda Interna: Inversión^{1/}

 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 a partir de 2007

 e/ Estimado.
 Fuente: INEGI.

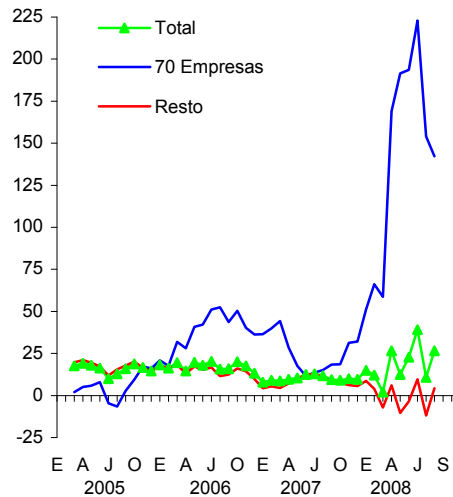
1/ Los datos de agosto de 2008 y las series desestacionalizadas son estimaciones de Banco de México.

Gráfica 35
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.

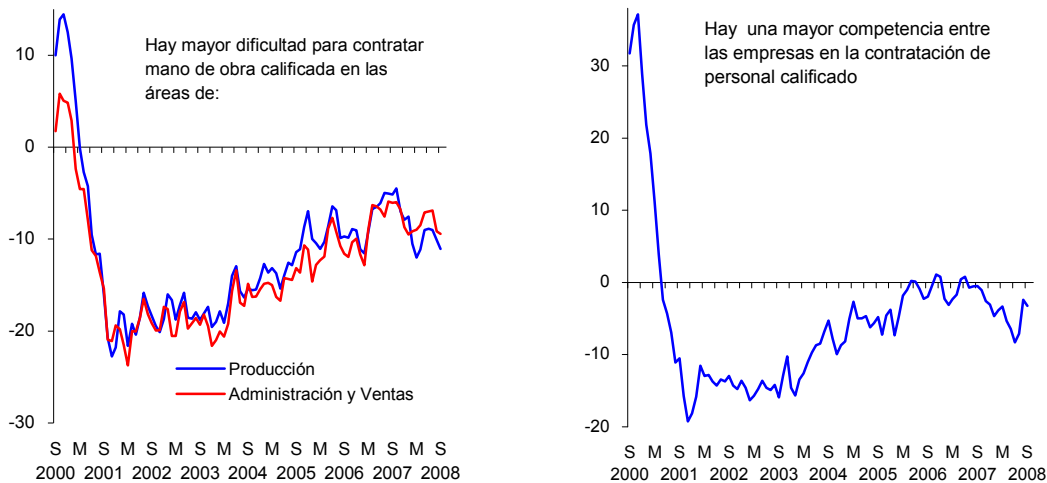
Por otra parte, un factor que pudo haber contribuido al gasto de inversión y a la producción en el tercer trimestre es que el financiamiento a las empresas mantuvo tasas anuales significativas, si bien éstas ya resultaron menores que las registradas en los dos primeros trimestres del año. Cabe señalar que hay diversos aspectos que han limitado la expansión del gasto de inversión en las empresas del país, tales como los siguientes:

- i) Hay indicadores que muestran que en 2008 se han reducido las tasas de ganancias de las empresas, de manera que esos recursos han contribuido en menor medida al financiamiento del gasto de inversión. Tal es el caso de las emisoras no financieras listadas en la Bolsa Mexicana de Valores. Dicha evolución de las utilidades ha respondido a un menor crecimiento de sus ventas y a uno más elevado del conjunto de costos de ventas más gastos de operación. Esto último en parte reflejó alzas de los precios de los insumos y de las materias primas.
- ii) Los indicadores de confianza y de clima de negocios de las empresas han perdido fortaleza de manera significativa, y esta tendencia se acentuó en el segundo y tercer trimestres del año. En este contexto, el deterioro del escenario externo -reflejado en la inestabilidad de los mercados financieros internacionales; en la desaceleración de la economía mundial y el debilitamiento de sus perspectivas, particularmente, de las de Estados Unidos- ha impactado de manera adversa a las expectativas de las empresas en nuestro país con un posible efecto negativo en su gasto de inversión.

Durante el tercer trimestre de 2008 la desaceleración de la demanda agregada y, en general, de la actividad económica en el país, implicó que éstas no ejercieran presiones sobre la capacidad de producción de la economía que pudieran haberse constituido en una fuente de presiones sobre los precios. Al respecto, cabe comentar lo siguiente:

- a) En el periodo referido, diferentes indicadores de brecha del producto continuaron ubicándose, en términos generales, en niveles cercanos a cero.
- b) En la industria manufacturera, distintos indicadores sobre utilización de la capacidad instalada de planta muestran que ésta se ha debilitado a lo largo del presente año. Asimismo, diversos indicadores que se elaboran en el Banco de México también señalan que en los meses recientes, tal actividad no ha enfrentado problemas de escasez de mano de obra calificada que generaran presiones salariales (Gráfica 36). De hecho, como se detalla en la siguiente sección (3.3.1.3. Empleo), los indicadores de demanda de trabajo perdieron fuerza en la mayoría de los sectores.
- c) Por último, el saldo deficitario moderado que se estima haya registrado la cuenta corriente de la balanza de pagos en los primeros tres trimestres del año en curso es un indicador adicional que apunta a que no se presentaron presiones de demanda que impactaran al mercado cambiario o a los precios internos.

Gráfica 36
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

El menor crecimiento que registró el PIB en las primeros tres trimestres de 2008 con respecto a 2007, estuvo acompañado de una desaceleración de la demanda de trabajo. Dicha tendencia es notoria al considerar estimaciones del Banco de México acerca de los indicadores de empleo provenientes de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI, misma que comprende a la totalidad del mercado de trabajo en el país. Tales estimaciones sugieren que el crecimiento de la población total ocupada continuó siendo reducido en el tercer trimestre del año (Gráfica 37a). Por otra parte, el indicador de ocupación que corresponde al sector formal de la economía, representado por el número de trabajadores asegurados en el IMSS, también mostró una desaceleración significativa.

La desaceleración de la demanda de trabajo en 2008 ha implicado que aumente el desempleo en el país. Así, los resultados de la ENOE muestran con cifras desestacionalizadas que en los primeros tres trimestres del año, la Tasa de Desocupación siguió una ligera tendencia al alza (Gráfica 37b).

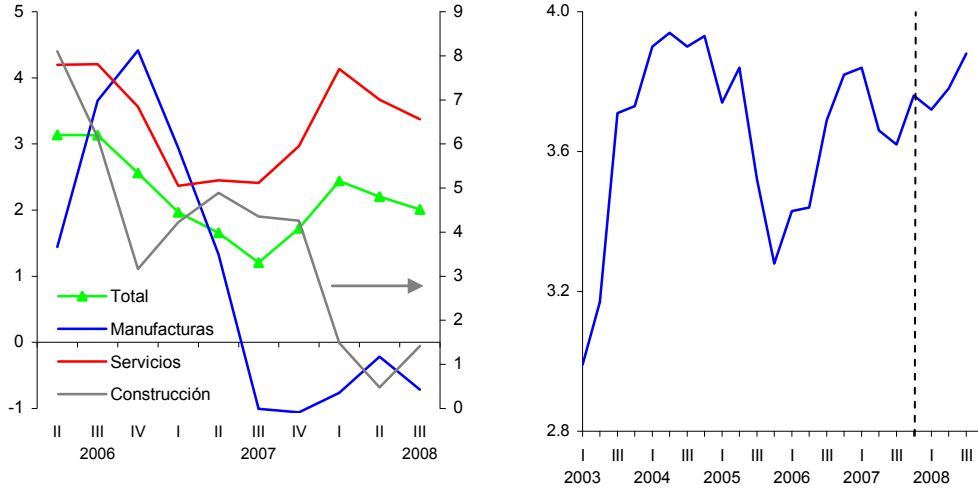
Al cierre de septiembre del presente año, el número de trabajadores asegurados en el IMSS se situó en 14,440,764 personas, lo que implicó un incremento anual de 233,085 personas y de 1.64 por ciento (Gráfica 38a), mismo que se integró de 183,365 trabajadores permanentes (1.45 por ciento) y 49,720 eventuales urbanos (3.16 por ciento; Gráfica 38b). Este indicador de empleo formal siguió atenuando su crecimiento, considerando que el primero y segundo trimestres sus variaciones anuales habían sido respectivamente de 405,082 y 372,855 trabajadores (2.93 y 2.66 por ciento).

Gráfica 37

Población Ocupada Total y Tasa de Desocupación Nacional

a) Población Ocupada
Variaciones anuales en por ciento y promedio móvil de dos trimestres

b) Tasa de Desocupación Nacional
Por ciento y datos desestacionalizados



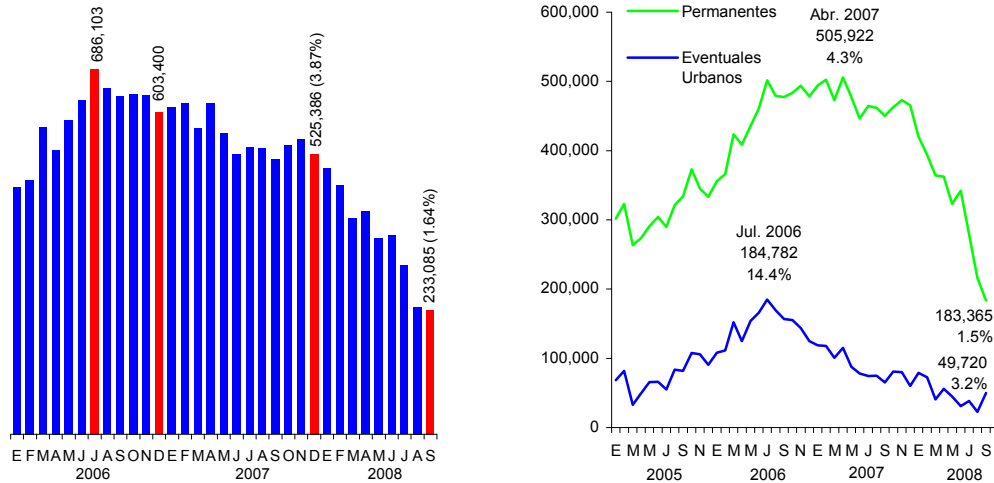
Fuente: IMSS. La Población Ocupada proviene de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI e incluye a los tres sectores: primario, secundario y servicios. Las cifras de Población Ocupada del tercer trimestre de 2008 son estimaciones del Banco de México.

Gráfica 38

Trabajadores Asegurados en el IMSS

a) Número de Trabajadores
Variación anual de datos originales

b) Trabajadores Permanentes y Eventuales Urbanos
Variación anual absoluta



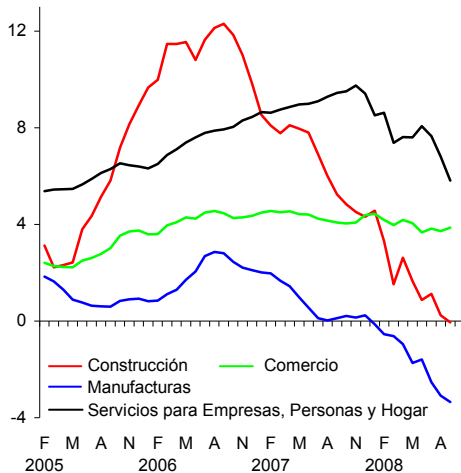
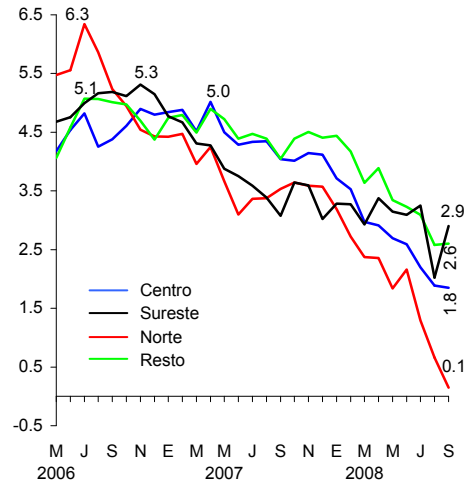
Fuente: IMSS.

La pérdida de dinamismo del empleo en el sector formal de la economía ha sido más aguda en el sector industrial, particularmente en las manufacturas y la construcción (Gráfica 39a). Así, al cierre de septiembre dicho indicador mostró en la industria de la construcción una ligera disminución anual de 0.6 miles de trabajadores (-0.1 por ciento) y una caída en el sector manufacturero de 133.1 miles de personas (-3.4 por ciento). De hecho, el empleo formal en este último sector ha registrado tasas anuales negativas desde enero del presente año,

mientras que en el sector terciario su crecimiento anual mostró una clara tendencia de desaceleración. Por último, el menor dinamismo de los trabajadores asegurados ha abarcado a las diversas regiones del país, pero ha sido más acentuado en la zona norte, donde el sector industrial tiene una mayor participación relativa en la ocupación (Gráfica 39b).

Gráfica 39
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


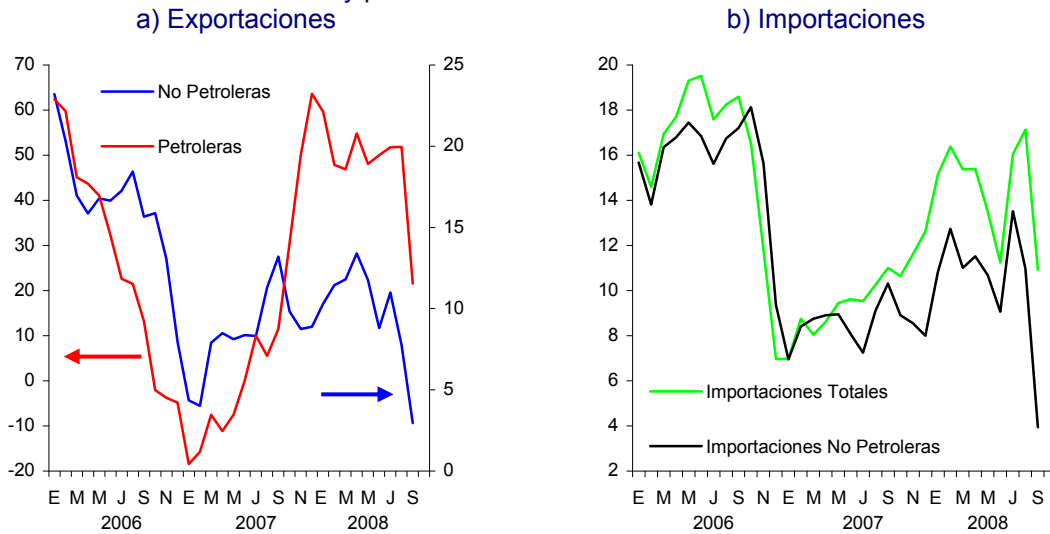
1/ Promedios móviles de tres meses, excepto en 2008.
Fuente: IMSS y cálculos efectuados por el Banco de México.

3.3.1.4. Sector Externo

En el tercer trimestre de 2008, en las cuentas externas del país sobresalió un elevado valor de las exportaciones petroleras y una desaceleración de las exportaciones no petroleras, en respuesta a una menor fortaleza de la demanda externa. En general, los principales aspectos que caracterizaron a la evolución del sector externo en el trimestre de referencia, fueron los siguientes:

1. Durante el tercer trimestre se redujo el crecimiento anual de las exportaciones totales al resultar de 12.1 por ciento, una tasa menor que las de 16.6 y 17.5 por ciento en el primero y segundo trimestres, respectivamente. Tal evolución se derivó de menores incrementos de las exportaciones petroleras y no petroleras. Las primeras mostraron un crecimiento de 32.3 por ciento (51.8 y 50.9 por ciento en el primero y segundo trimestres), mientras que el aumento de las no petroleras fue de 8.2 por ciento, tasa que se compara con las de 10.7 y 11.6 por ciento en el primero y segundo trimestres (Gráfica 40a).

Gráfica 40
Exportaciones e Importaciones de Mercancías
 Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados
 y promedio móvil de dos meses



Fuente: Banco de México.

2. El incremento importante de las exportaciones petroleras en el tercer trimestre siguió reflejando todavía un elevado precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, pero éste mostró una tendencia a la baja a lo largo del trimestre. Así, en el tercer trimestre dicho precio se ubicó en 108.43 dólares (65.01 dólares en igual periodo en 2007), en tanto que el volumen exportado registró una importante disminución anual (de 23.8 por ciento). De nuevo, el crecimiento anual del valor de las exportaciones petroleras (32.3 por ciento) fue superado por el que observaron las importaciones de esos productos (74 por ciento). Por otra parte, en el tercer trimestre el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros (3,529 millones de dólares) resultó menor que el alcanzado en el segundo (6,183 millones).

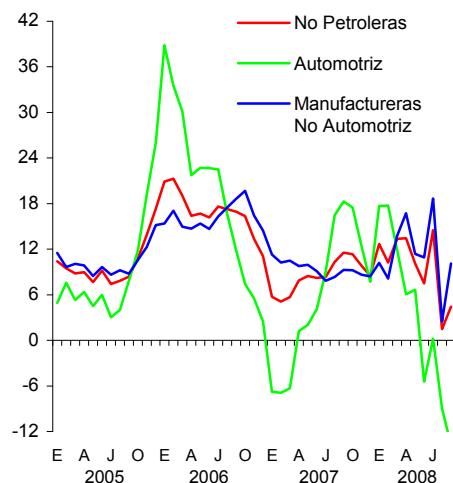
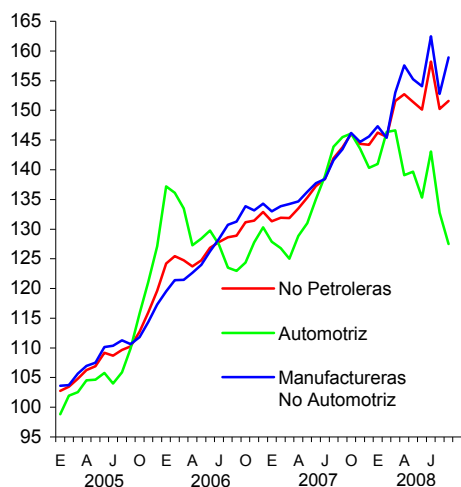
3. La desaceleración de las exportaciones no petroleras en el tercer trimestre reflejó, por un lado, una caída anual de las efectuadas por la industria automotriz y, por otro, que se atenuó el crecimiento del resto de las exportaciones no petroleras (Gráfica 41). Así, la disminución de las ventas automotrices en el trimestre referido resultó de 7.1 por ciento, luego de que habían aumentado 12.8 y 3.9 por ciento en el primero y segundo trimestres (Cuadro 6), en tanto que el resto de las exportaciones no petroleras creció 13.3 por ciento, una tasa anual ligeramente más baja que la de 14.2 por ciento observada en el segundo trimestre.

Gráfica 41 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.

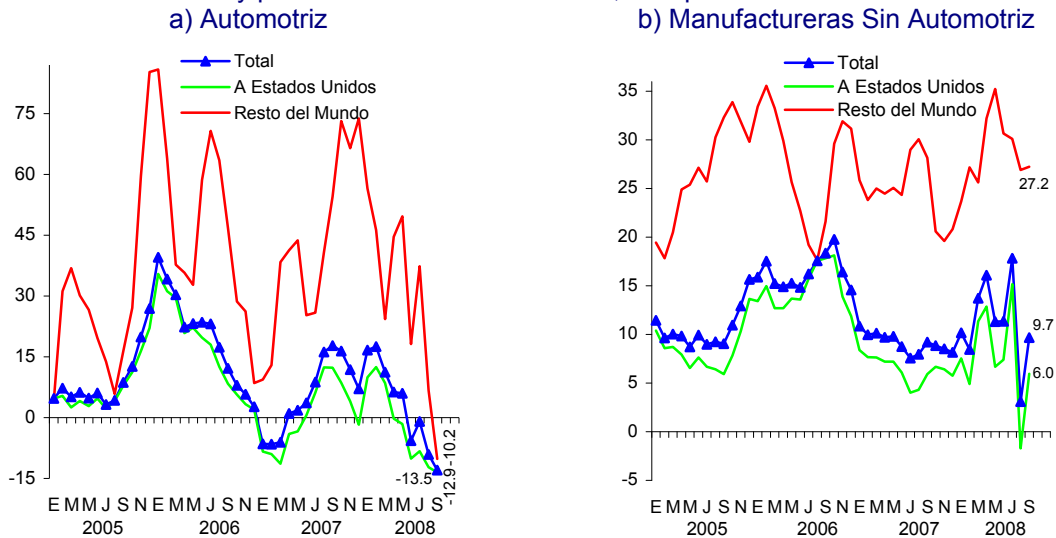
Cuadro 6
Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras a Distintos Mercados
Por ciento

	Participación			Crecimiento Anual				
	2004	2007	2008 III Trim	2007	2008			
					I Trim	II Trim	III Trim	Ene-Sept
Total	100.00	100.00	100.00	8.51	10.73	11.61	8.19	10.14
Estados Unidos	88.65	82.54	79.18	4.83	7.69	6.57	4.32	6.13
Automotriz	22.95	20.40	17.03	-0.15	8.11	-2.08	-10.68	-2.02
Otras	65.70	62.14	62.15	6.57	7.55	9.53	9.35	8.85
Resto del Mundo	11.35	17.46	20.82	30.16	25.88	36.88	25.94	29.56
Automotriz	2.08	4.12	4.57	48.89	38.25	38.22	9.28	26.68
Otras	9.27	13.34	16.25	25.30	22.39	36.50	31.59	30.43
Memo:								
Automotriz Total	25.02	24.52	21.60	5.70	12.75	3.85	-7.08	2.60
Otras Total	74.98	75.48	78.40	9.46	10.09	14.18	13.32	12.61

Fuente: Banco de México.

4. El Cuadro 6 permite apreciar desde una perspectiva regional la influencia de los distintos mercados en el menor crecimiento de las exportaciones no petroleras. En primer lugar, destaca una mayor desaceleración de las dirigidas a los Estados Unidos como resultado, principalmente, de una caída más acentuada de las del sector automotriz (Gráfica 42). Dicha debilidad responde a la fuerte contracción que han presentado en 2008 las ventas de vehículos en ese país. Por otra parte, si bien las exportaciones no petroleras canalizadas al mercado no estadounidense mantuvieron en el tercer trimestre un incremento anual significativo, éste se atenuó de manera importante, tanto el de las efectuadas por el sector no automotriz, como por el automotriz. De hecho, estas últimas exportaciones registraron en septiembre una caída a tasa anual.

Gráfica 42
Exportaciones Manufactureras a Distintos Mercados
 Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados
 y promedio móvil de tres meses, excepto en 2008



Fuente: Banco de México.

5. Las importaciones de mercancías mostraron en el tercer trimestre un crecimiento anual de 16.8 por ciento, que superó ligeramente a los observados en el primero y segundo trimestres (14.4 y 14.8 por ciento). Tal evolución fue determinada por el incremento de las importaciones petroleras, que reflejó, en parte, los elevados precios internacionales de dichos productos. Al excluir estas últimas, las restantes adquisiciones en el exterior registraron un aumento anual, congruente con la evolución reciente de los diversos componentes de la demanda agregada.²³

Durante el tercer trimestre de 2008 se acentuó la caída del ingreso de recursos al país por remesas familiares. Así, en ese periodo las remesas mostraron una disminución anual de 6.5 por ciento, luego de que se habían reducido en 3.4 y 1.1 por ciento en el primero y segundo trimestres. Lo anterior implicó que las remesas cayeran de manera acumulada en los primeros nueve meses del año en 3.7 por ciento.²⁴ La debilidad del ingreso por remesas es atribuible a varios factores, entre los que destacan: i) la prolongada desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos, misma que ha

²³ En el tercer trimestre de 2008 las importaciones no petroleras registraron un incremento anual de 11 por ciento, que se compara con 11.9 por ciento en el segundo trimestre. Cabe señalar que las importaciones de bienes de consumo no petroleras mostraron en el segundo y tercer trimestres aumentos anuales de 3.8 y 4.4 por ciento, tasas menores que la observada en el primer trimestre de 10.8 por ciento. En cuanto a las importaciones de bienes intermedios de productos no petroleros su variación anual en el tercer trimestre se situó en 9.8 por ciento, mientras que en el primero y segundo trimestres del año habían sido de 11.3 y 11.7 por ciento. En contraste, el crecimiento anual de las importaciones de bienes de capital, de 20.4 y 24.9 en el segundo y tercer trimestres superó al registrado en el primer trimestre del año (9.5 por ciento), pero como ya fue mencionado anteriormente, la mejoría de tales adquisiciones no reflejó un aumento generalizado del gasto de capital de las empresas del país, sino adquisiciones de esos productos asociadas a determinados proyectos de inversión en ciertos sectores.

²⁴ En el tercer trimestre la entrada de recursos por remesas familiares sumó 5,925 millones de dólares, lo que significó una disminución anual de 6.5 por ciento (caídas respectivas en julio y agosto de 6.9 y 12.2 por ciento e incremento anual de 0.2 por ciento en septiembre). Con lo anterior, en los primeros nueve meses del año el monto de remesas resultó de 17,526 millones de dólares.

impactado adversamente las oportunidades de empleo en ese país y consecuentemente las de los migrantes mexicanos; ii) el referido debilitamiento de la actividad económica ha sido más agudo en sectores en donde hay una mayor presencia relativa de los migrantes mexicanos, tales como la industria de la construcción y el sector manufacturero; iii) a lo anterior se han sumado las crecientes dificultades para que los migrantes indocumentados encuentren ocupación, ante controles oficiales más estrictos en los lugares de trabajo y aún en zonas residenciales; y, iv) los mayores problemas que enfrentan los trabajadores mexicanos para emigrar a Estados Unidos, ante una mayor vigilancia fronteriza en ese país.

Considerando la información descrita en los párrafos anteriores, aunada a la disponible sobre otros renglones de las cuentas externas, se estima que la cuenta corriente de la balanza de pagos haya registrado un saldo deficitario de aproximadamente 5.1 miles de millones de dólares en el tercer trimestre de 2008 (Cuadro 7). Con ello, en los primeros nueve meses del año la cuenta corriente habría presentado un déficit acumulado de 8.4 miles de millones de dólares, monto equivalente a un punto porcentual del PIB. Por otra parte, se calcula que en el trimestre que se reporta la cuenta de capital haya arrojado un superávit de alrededor de 2.8 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones). Dicho saldo sería resultado neto de la evolución de los siguientes renglones: entrada de recursos por concepto de inversión extranjera directa y de financiamiento dirigido a proyectos Pidiregas; y, salidas derivadas principalmente de desendeudamiento externo del sector público y de la banca comercial. Por último, en el tercer trimestre de 2008 la reserva internacional neta del Banco de México disminuyó en 2,359 millones de dólares. Con lo anterior el saldo de tales reservas al cierre de septiembre se situó en 83,313 millones de dólares.

Cuadro 7
Balanza de Pagos
Millones de dólares

	2 0 0 7					2 0 0 8			
	Anual	I Trim	II Trim	III Trim	Ene-Sep	I Trim	II Trim	III Trim	Ene-Sep
Cuenta Corriente	-5,813	-2,360	-1,511	-999	-4,870	-1,361	-1,896	-5,145^{e/}	-8,402
Balanza Comercial	-10,074	-2,454	-2,308	-2,395	-7,157	-1,500	-767	-6,113	-8,380
Exportaciones	271,875	60,269	67,656	70,269	198,194	70,258	79,514	78,783	228,555
Importaciones	281,949	62,723	69,964	72,664	205,351	71,759	80,281	84,896	236,936
Servicios No Factoriales	-5,940	-525	-1,909	-2,264	-4,698	-970	-2,057	---	---
Servicios Factoriales	-14,121	-4,992	-3,744	-2,752	-11,488	-4,305	-5,470	---	---
Transferencias	24,322	5,611	6,450	6,412	18,473	5,415	6,398	6,053	17,866
Remesas Familiares	23,970	5,508	6,351	6,339	18,198	5,320	6,281	5,925	17,526
Cuenta de Capital	18,640	5,093	2,487	3,319	10,899	5,755	4,428	2,786^{e/}	12,969^{e/}
Errores y Omisiones	-2,541	-1,221	-231	953	-499	1,646	-903	0	743
Variación de la Reserva									
Internacional Neta	10,311	1,516	744	3,285	5,545	6,051	1,629	-2,359	5,321
Ajustes por Valoración	-25	-4	2	-12	-14	-11	0	0	-11

e/ Cifras estimadas.

Nota: En la cuenta de capital del tercer 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 tercer trimestre de 2008, la base monetaria tuvo un incremento nominal anual promedio de 12.3 por ciento, mientras que en los primeros dos trimestres del año había aumentado 11.6 y 9.9 por ciento, respectivamente.^{25,26} En septiembre de este año, el saldo de la base monetaria ascendió a 458,616 millones de pesos, una disminución de 36,128 millones de pesos con respecto a diciembre de 2007.

A septiembre de 2008, el saldo de la reserva internacional del Banco de México ascendió a 83,312 millones de dólares, 5,322 millones de dólares superior al saldo de diciembre del año anterior. Por su parte, en el periodo enero-septiembre de 2008, los activos internacionales netos se incrementaron en 11,653 millones de dólares, para ubicarse en 98,887 millones de dólares. De esta forma, el incremento de los activos internacionales, en combinación con la menor demanda de base monetaria, dio como resultado una disminución del crédito interno neto del Banco de México de 157,747 millones de pesos en el periodo (Cuadro 8).

Cuadro 8
Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Variación	Flujos en 2008			
	Al 31 Dic. 2007	Al 30 Sep. 2008	% anual Al 30 Sep. 2008	Trimestre			Acumulados al 30 Sep. 2008
				I	II	III	
(A) Base Monetaria (Pesos)	494,743	458,616	11.2	-47,032	-97	11,001	-36,128
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	952,227	1,085,923	20.9	42,576	29,824	49,219	121,619
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	87,235	98,887	20.3	3,931	2,911	4,811	11,653
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-457,484	-627,307	29.1	-89,608	-29,921	-38,218	-157,747
(D) Reserva Bruta (Dólares)	87,211	98,863	20.3	3,923	2,912	4,818	11,652
Pemex				4,962	5,830	8,598	19,390
Gobierno Federal				-2,732	-650	-3,269	-6,651
Venta de Dólares a la Banca ^{3/}				-936	-1,760	-800	-3,496
Otros ^{4/}				2,628	-508	289	2,409
(E) Pasivos a Menos de Seis Meses (Dólares)	9,220	15,551	73.9	-2,128	1,282	7,177	6,331
(F) Reserva Internacional (Dólares) [(D)-(E)] ^{5/}	77,991	83,312	13.8	6,051	1,629	-2,359	5,322

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 diarias de dólares realizadas conforme al mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales (ver comunicado de prensa de la Comisión de Cambios del 20 de marzo de 2003).

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

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

La acumulación de reservas internacionales durante el tercer trimestre de 2008 estuvo influida por la decisión del Gobierno Federal de adquirir, el 25 de julio de este año, 8,000 millones de dólares de la reserva internacional para cubrir anticipadamente sus requerimientos operativos de divisas durante los siguientes meses. Con el propósito de compensar esta disminución en el saldo de las reservas internacionales, la Comisión de Cambios resolvió suspender hasta

²⁵ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

²⁶ En el tercer trimestre de 2008, el saldo de billetes y monedas en poder del público registró una variación anual de 10.2 por ciento, mientras que la caja de los bancos se incrementó 29.7 por ciento.

nuevo aviso el Mecanismo para Reducir el Ritmo de Acumulación de Reservas Internacionales.²⁷ El Mecanismo se suspendió a partir del 1 de agosto de 2008, fecha en que concluyó el periodo de venta que estaba vigente, dejando sin efecto el anuncio de la venta diaria de divisas para el periodo agosto-octubre dado a conocer el 15 de julio.²⁸

Posteriormente, a principios de octubre de este año, en un entorno de una fuerte aversión al riesgo y de elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales, el mercado cambiario se vio presionado por una fuerte demanda de dólares. Estas presiones fueron el resultado tanto de la demanda que se observó en un número elevado de países emergentes, en la búsqueda de activos más seguros, como de la demanda por parte de algunas empresas para hacer frente a sus posiciones en esta divisa. Ante la volatilidad observada en el mercado cambiario, la Comisión de Cambios decidió, por una parte, reactivar el mecanismo de subastas diarias hasta por 400 millones de dólares a un tipo de cambio dos por ciento más depreciado que el del día anterior; y por otra, realizar subastas extraordinarias para reestablecer el buen funcionamiento del mercado de cambios (ver Recuadro 4).²⁹ Por otra parte, el 14 de octubre el saldo de la reserva internacional presentó un flujo positivo de 4,000 millones de dólares como resultado de la venta de dólares realizada por el Gobierno Federal al Banco de México.

3.3.2.2. Ahorro Financiero

Las decisiones de liquidez y ahorro del sector privado que determinan los niveles de los agregados monetarios, dependen, entre otros factores, de la evolución de variables que miden el comportamiento de la actividad económica y de su ingreso. Por un lado, un menor ritmo de actividad económica implica un menor nivel de transacciones y una menor demanda por activos líquidos. Por ello, en el contexto de una acentuada desaceleración de la actividad económica, en los últimos meses se ha observado un menor crecimiento real de los agregados monetarios. En el bimestre julio-agosto de 2008, el agregado monetario M1 presentó una variación real anual de 0.2 por ciento mientras que en el segundo trimestre había crecido 3.0 por ciento real (Gráfica 43a). Por su parte, la tenencia de activos financieros internos (la diferencia entre M2 y M1), registró en el mismo periodo una variación real anual de 4.4 por ciento (6.6 por ciento en el segundo trimestre)(Gráfica 43b).

El agregado monetario más amplio M4, que incluye el ahorro de los residentes y no residentes en instrumentos financieros internos, en el periodo julio-agosto registró un incremento real anual de 5.7 por ciento (Gráfica 43c). Cabe señalar que al mes de agosto el ahorro en instrumentos internos de los no residentes todavía mostraba tasas de crecimiento importantes (58.1 por ciento real anual).

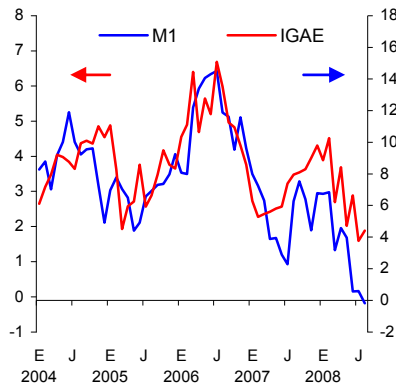
²⁷ Subastas de dólares realizadas conforme a la Circular-Telefax 18/2003 y la 18/2003 Bis.

²⁸ Véase Comunicado de Prensa de la Comisión de Cambios del 25 de julio de 2008.

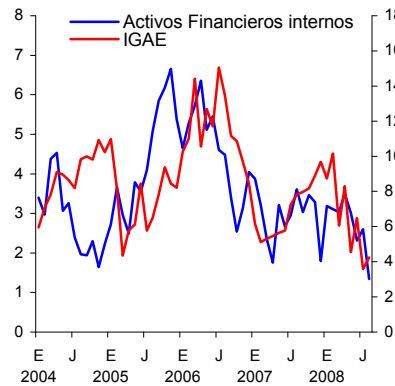
²⁹ El mecanismo de subastas diarias por 400 millones de dólares es similar al que el Banco de México instrumentó a partir del 19 de febrero de 1997 para moderar la volatilidad del tipo de cambio, el cual fue suspendido a partir del 2 de julio de 2001 (Véase la Circular-Telefax 10/97 y la Circular Telefax 18/2001).

Gráfica 43
Ahorro Financiero y Actividad Económica

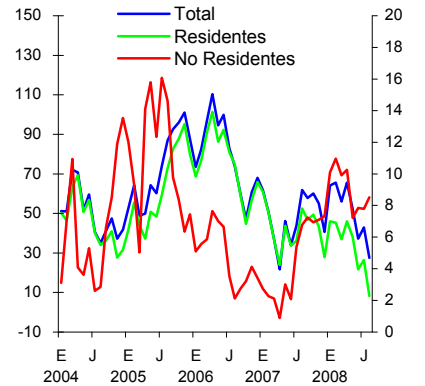
a) M1 e IGAE ^{1/}
Variación real anual en por ciento



b) Activos Financieros Internos
(AF): M2-M1 e IGAE ^{1/}
Variación real anual en por ciento



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



1/ Promedios móviles de 3 meses.

Se anticipa que la evolución de las fuentes de ahorro financiero de la economía continuará viéndose afectada por el desempeño de la actividad económica y por las condiciones prevalcientes en los mercados financieros internacionales. En primer término, las perspectivas de una menor actividad económica tenderán a reducir las fuentes de ahorro financiero de los hogares y las empresas. Con respecto a la demanda de activos internos por parte de los no residentes, aún cuando los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos se mantengan en niveles elevados, la creciente aversión al riesgo y la incertidumbre generada por la volatilidad cambiaria podrían dar lugar a que dichos agentes mantengan su preferencia por activos de menor riesgo, posiblemente en mercados de economías avanzadas.

3.3.2.3. Financiamiento

En el último trimestre, las condiciones de financiamiento a los sectores público y privado de la economía se han deteriorado y, de acuerdo a la información oportuna de algunos indicadores para el mes de octubre, se espera que este deterioro se acentúe de manera importante en los siguientes dos o tres trimestres.

En el contexto internacional, la turbulencia en los mercados financieros, la reducida liquidez y las condiciones financieras más astringentes, implicarán una marcada reducción en las posibilidades para obtener financiamiento en esos mercados. Con respecto al financiamiento interno en los mercados internos de deuda, en las últimas semanas se observa una marcada disminución en el financiamiento, una reducción de los plazos de las nuevas emisiones y un incremento en su costo. Por otra parte, en un entorno en el que la actividad económica se ha venido desacelerando y en donde las condiciones internas para el otorgamiento de crédito se han venido endureciendo, el financiamiento al sector privado no financiero ha presentado un menor ritmo de crecimiento. En particular, el crédito otorgado por la banca comercial a los hogares ha mostrado un menor dinamismo en los últimos meses. Adicionalmente, es importante señalar que el costo del financiamiento en la mayoría de los mercados se ha venido incrementando a lo largo del año.

Las condiciones de financiamiento en la coyuntura actual dependen, en gran medida, de los efectos que la crisis financiera internacional pueda tener sobre el sistema financiero en México. Como se mencionó, los diferentes canales a través de los que se puede presentar la transmisión se ilustran en el diagrama del Cuadro 5 (página 42).

El deterioro del entorno financiero internacional puede afectar de manera directa a las condiciones financieras internas por dos canales principales: i) La posibilidad de que los intermediarios financieros tengan una exposición a activos de dudosa calidad crediticia o cuya calidad se ha deteriorado como resultado de la crisis; y, ii) una menor disponibilidad y mayor costo del financiamiento en los mercados financieros internacionales por parte de bancos y empresas.

La exposición de los bancos en México a los bonos hipotecarios de baja calidad (*subprime*) de Estados Unidos ha sido prácticamente nula. Por otra parte, la exposición a los activos emitidos por las instituciones financieras que han presentado problemas en 2008 ha sido limitada, especialmente en el caso de las instituciones financieras quebrantadas (*Lehman Brothers*). Por ello, hasta ahora, este canal de transmisión no ha significado una fuente de contagio relevante para el sistema financiero mexicano.

Por otra parte, como consecuencia de la turbulencia financiera internacional y el menor apetito por riesgo, el sector público, las empresas y los bancos de países emergentes han enfrentado mayores restricciones crediticias y elevados costos de financiamiento en los mercados financieros internacionales. En estas condiciones, pueden existir riesgos de refinanciamiento y de liquidez cuando el plazo residual de la deuda es corto. Adicionalmente, si los niveles de endeudamiento externo son elevados, pueden representar incrementos importantes en las cargas financieras de los sectores.

Con respecto a las fuentes de financiamiento, la economía mexicana ha disminuido su dependencia de fuentes externas, las cuales pasaron de representar 22.8 por ciento del PIB en diciembre 2003, a 13.7 por ciento en junio de 2008. A esta disminución ha contribuido, principalmente, un menor endeudamiento externo del sector público, medido por el Saldo Histórico de Requerimientos Financieros del Sector Público, el cual disminuyó de 14.7 por ciento del PIB, a 7.3 por ciento durante el periodo referido. Por su parte el endeudamiento externo de la banca comercial se ha mantenido en niveles reducidos y en el periodo mencionado pasó de representar 0.5 por ciento del PIB, a 0.3 por ciento. Cabe señalar que la regulación existente penaliza el fondeo a corto plazo en dólares de la banca al exigirles que mantengan recursos líquidos en esa divisa por una proporción de los pasivos con vencimientos menores a 60 días.³⁰ Por otra parte, también existe regulación adicional que limita el riesgo cambiario de los bancos comerciales, a través del establecimiento de límites máximos a las posiciones no cubiertas en divisas en sus balances.³¹

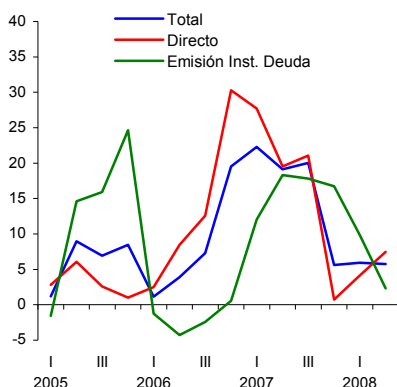
³⁰ Véase Circular 2019/95 M.13. Régimen de Admisión de Pasivos y de Inversión para las Operaciones en Moneda Extranjera.

³¹ La posición de riesgo cambiario se define como la diferencia entre a la suma de activos sujetos a riesgo cambiario que aumentan su valor en pesos y de los pasivos que lo disminuyan ante una depreciación del tipo de cambio (posición larga) y, la suma de los activos que disminuyen su valor en moneda nacional, y de los pasivos que lo aumentan, derivado de una depreciación del tipo de cambio ante otras divisas (posición corta). La regulación actual permite que las instituciones de banca múltiple mantengan una

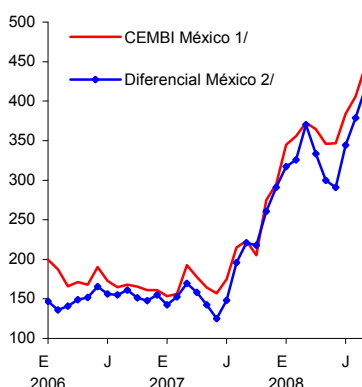
En lo que respecta a las empresas privadas no financieras, su financiamiento externo como porcentaje del PIB se redujo de 7.6 por ciento en diciembre de 2003 a 6.1 por ciento en junio de 2008. No obstante, los pasivos externos de las empresas son una proporción importante de su deuda total. En junio de 2008 estos pasivos ascendieron a niveles cercanos a 70 mil millones de dólares, lo que representaba 39 por ciento de sus pasivos totales. La evolución reciente del financiamiento a las empresas a través de crédito directo y de emisión de deuda en el exterior presenta una reducción en su crecimiento (Gráfica 44a). En el segundo trimestre de 2008, la variación porcentual anual del financiamiento en dólares a través de emisión de deuda en el exterior fue de 2.3 por ciento, mientras que en el trimestre anterior había crecido en 9.9 por ciento. En lo que respecta al costo de la emisión de deuda en los mercados internacionales, indicadores de los diferenciales de las tasas de los valores emitidos en el exterior por las empresas, con respecto a tasas libres de riesgo, se han incrementado (Gráfica 44b y c).³² De estos diferenciales, el correspondiente a las empresas privadas no financieras es el que ha mostrado mayores incrementos (Gráfica 44c).

Gráfica 44
Financiamiento Externo a Empresas Privadas No Financieras y Diferenciales de Tasas de Valores Corporativos en el Exterior

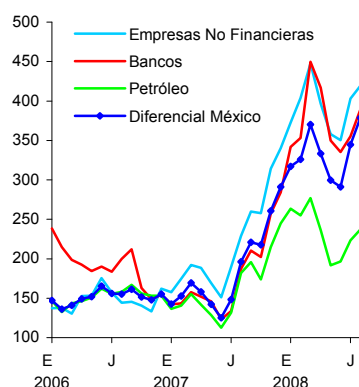
a) Financiamiento Externo en Dólares a Empresas Privadas Residentes No Financieras
 Variación porcentual anual



b) Diferencial de Tasas de los Valores Corporativos en el Exterior de Empresas Residentes
 Puntos base



c) Diferencial de Tasas de los Valores Corporativos en el Exterior de Empresas Residentes: por Sector^{2/}
 Puntos base



1/ Fuente: JP Morgan.

2/ Fuente: Elaborado por Banco de México con información de Bloomberg.

Como se ha señalado, las condiciones de estrés en los mercados financieros internacionales también pueden tener efectos indirectos sobre los

posición de riesgo cambiario al cierre de operaciones de cada día, que tanto en su conjunto como por divisa, no exceda al 15 por ciento de su capital básico (Véase Circular 2019/95 M.6. Posiciones de Riesgo Cambiario M.6).

³² JP Morgan publica un índice del costo de la deuda de bonos corporativos de mercados emergentes (CEMBI Broad). Este índice es calculado para una canasta de bonos corporativos líquidos de economías emergentes y está expresado en términos del diferencial (en puntos base) entre la tasa libre de riesgo de EEUU. Así mismo, JP Morgan publica indicadores agregados por país, como es el caso del CEMBI México, el cual incluye bonos de tres sectores, petróleo, empresas financieras y empresas no financieras. Con la finalidad de obtener un indicador del costo del financiamiento en los mercados internacionales de las emisiones que permitiera estimar el costo de las empresas privadas no financieras, se estimó un índice (diferencial México) siguiendo, en términos generales la metodología de cálculo del CEMBI de JP Morgan.

mercados de dinero y deuda internos y sobre las condiciones de otorgamiento del crédito de la banca comercial.

Los mercados de dinero y deuda de los países que más se han visto afectados por la turbulencia financiera internacional se han caracterizado por fuertes problemas de liquidez. Los bancos centrales de estos países han abierto ventanillas especiales para asegurar la liquidez en sus mercados de fondeo de corto plazo. Cabe señalar que hasta la fecha, en México, los bancos han cubierto sus necesidades de liquidez utilizando el mercado interbancario y las facilidades de liquidez tradicionales que pone a su disposición el Banco de México. No obstante, con la finalidad de dar certidumbre a los participantes del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago, el Banco de México estableció una nueva facilidad de liquidez para contar con los mecanismos institucionales necesarios para agilizar su provisión en caso necesario (Recuadro 4, página 82).

Con respecto a las condiciones prevalecientes en el mercado de deuda del sector privado al tercer trimestre de 2008, se observaba un crecimiento elevado de este financiamiento, el cual al cierre de septiembre presentó un crecimiento real anual de 25.9 por ciento (Gráfica 45a). Este mercado está compuesto por emisiones del sector financiero no bancario, cuya participación en el saldo total representa 39.8 por ciento del total en septiembre de 2008 y de empresas privadas no financieras cuyo saldo representó de 60.2 por ciento. Cabe señalar que la emisión de este último sector ha presentado un mayor dinamismo desde principios de 2008 (Gráfica 45a), mientras que entre 2004 y 2007 el mercado de valores de las empresas no financieras creció en promedio a una tasa real anual de 2.7, en los primeros tres trimestres de 2008 éste presentó un crecimiento real anual de 12.4, 17.2 y 28.3 por ciento, respectivamente (Gráfica 45a). Con respecto a la estructura por plazo de estas emisiones vigentes, los valores de mediano plazo tienen una participación elevada en el saldo total de valores de empresas (Gráfica 45b). No obstante, en un entorno de una mayor percepción de riesgo, la emisión de valores de corto plazo ha mostrado elevadas tasas de crecimiento en 2008. Por este motivo, se incrementó la proporción de los valores de corto plazo en el saldo total de valores de empresas no financieras de 5.9 por ciento en diciembre de 2007 a 12.8 por ciento en septiembre de 2008.

Por otra parte, el costo de la emisión interna de deuda de las empresas no financieras también ha aumentado, tanto para las emisiones del sector financiero no bancario como para las empresas no financieras. En el tercer trimestre, la tasa de interés promedio ponderada de los valores privados de mediano y largo plazo colocados en pesos fue en promedio de 9.8 por ciento para el sector financiero no bancario y de 9.4 por ciento para las empresas no financieras, niveles superiores a los observados en el segundo trimestre del año (9.1 y 8.6 por ciento, respectivamente). Por su parte, la tasa de interés promedio de los valores de corto plazo fue de 8.7 para el sector financiero y de 8.4 por ciento para las empresas (8.4 y 7.8 por ciento en el segundo trimestre respectivamente Gráfica 45c).³³

³³ Los indicadores del costo del financiamiento a través de la emisión de valores en el mercado interno se refieren a la tasa de interés promedio ponderada por el saldo de los valores en circulación calculada por el Banco de México con base en información de la Bolsa Mexicana de Valores y Valmer. Para las tasas de interés de corto plazo se utilizaron las tasas de colocación llevadas a curva de 28 días. Para las tasas de valores de mediano y largo plazo se utilizó el rendimiento al vencimiento (*yield to maturity*).

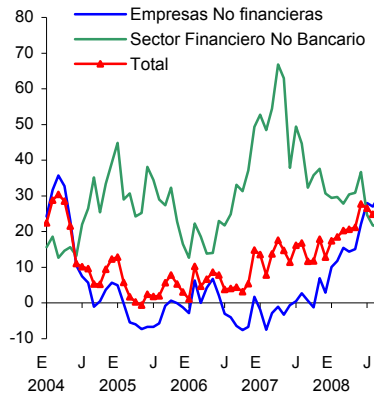
Cabe señalar que ante las condiciones de menor liquidez y mayor aversión al riesgo prevalecientes en los mercados financieros, se anticipa que las condiciones financieras a través de este tipo de financiamiento se restrinjan en el futuro. La información oportuna del mercado de deuda al viernes 24 de octubre del presente año muestra condiciones más restrictivas en la colocación primaria en este mercado, tanto en lo referente a menores montos colocados como un incremento en las tasas de interés. En lo que respecta a la colocación de valores de corto plazo, al comparar el promedio de colocación semanal enero-septiembre de 2008 con el promedio semanal del 6 al 24 de octubre se observa una reducción del monto promedio colocado de 8.2 a 3.6 miles de millones de pesos y una reducción del plazo promedio de colocación de 69 a 35 días. Por el lado del costo de este financiamiento el promedio ponderado de las nuevas emisiones en octubre fue de 10 por ciento, lo que representó un diferencial con respecto a la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE a 28 días) de 133 puntos base. Cabe señalar que en el periodo enero-septiembre de este año este diferencial era prácticamente cero. En lo que respecta a la emisión de valores de mediano plazo, en el mes de octubre no se han observado nuevas colocaciones.

Con la finalidad de reducir las restricciones que enfrentan los sectores para obtener refinanciamiento, el Gobierno Federal anunció, como parte de y complemento al Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo (PICE), recursos adicionales para incrementar las líneas de crédito y el financiamiento inducido por la banca de desarrollo. Dentro de estos programas se encuentran algunos destinados a asegurar el refinanciamiento de empresas e intermediarios financieros no bancarios. Por un lado, Nafinsa y Bancomext apoyarán, a través de garantías, el refinanciamiento de papel comercial por un monto de hasta 50 mil millones de pesos. Estas garantías cubrirán hasta el 50% de las emisiones (con un plazo máximo de 180 días), con lo que las emisoras podrán hacer frente a los vencimientos que enfrentarán en lo que resta de 2008. Por otro lado, la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), extenderá garantías y líneas de crédito a los intermediarios financieros no bancarios del sector vivienda por alrededor de 20 mil millones de pesos, con el fin de apoyar los vencimientos que dichos intermediarios enfrentarán en los próximos meses. Además, la SHF mantendrá el apoyo para la compra y venta de bonos respaldados por hipotecas, con el objeto de darle liquidez al mercado.³⁴

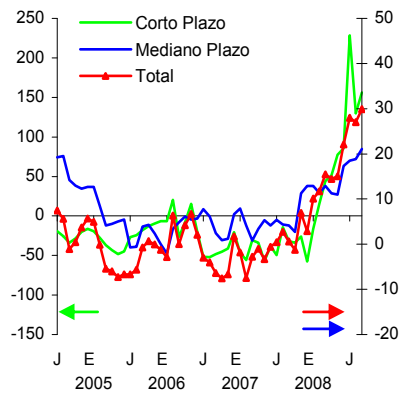
³⁴ Véase Comunicado de Prensa de la SHCP del 20 de octubre de 2008 y Boletín de Prensa de Nafin del 22 de octubre de 2008.

Gráfica 45
Mercado Interno de Valores Privados

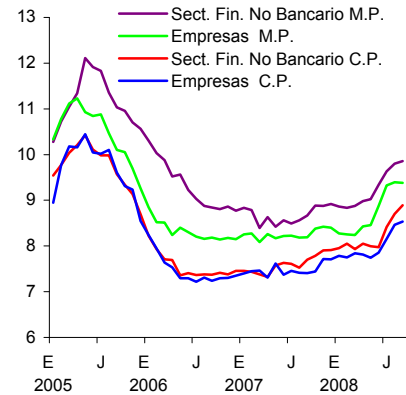
a) Valores Privados
 Variación real anual en por ciento



b) Valores de Empresas Privadas
 No Financieras
 Variación real anual en por ciento



c) Tasas de Interés Promedio
 Ponderado de Valores Privados
 de Corto y Mediano Plazo
 Por ciento



En lo referente a posibles efectos de la crisis financiera internacional sobre el sistema bancario mexicano se pueden identificar dos canales adicionales. El primero está relacionado con la participación del capital extranjero en la banca mexicana y el segundo con las condiciones generales de otorgamiento del crédito.

La crisis financiera actual se distingue con respecto a crisis anteriores por su carácter global y por que fue originada, o se esparció inicialmente, en las economías avanzadas. En este contexto, hay un reconocimiento generalizado de posible canales de transmisión a los países emergentes por la participación del capital extranjero en el sistema bancario de estos países. Por un lado, en el entorno de inestabilidad financiera global prevaleciente, es común que las matrices de los bancos internacionales tomen decisiones de riesgo sobre sus negocios a nivel global, lo cual podría implicar un endurecimiento mayor de las condiciones financieras. Por otra parte, también es posible que éstas matrices soliciten apoyo de liquidez a sus filiales. Estos dos factores podrían tener un efecto adverso sobre la oferta de crédito en las economías emergentes. Sin embargo, en el caso de México, la regulación limita las operaciones de los bancos filiales con sus matrices y las subsidiarias de estas últimas en otros países para operaciones de depósitos u otras disponibilidades o de préstamo, crédito o descuento con personas físicas o morales relacionadas, quedando incluidas las posiciones netas a favor de la institución por operaciones derivadas y las inversiones en valores distintos a acciones.³⁵ Por ello, hasta ahora, no hay evidencia de que estos canales de contagio hayan contribuido de manera importante a un endurecimiento de las condiciones financieras en México.

En lo que respecta al crédito de la banca comercial al sector privado, en los últimos meses ya se venía observando un crecimiento menos dinámico. Esta desaceleración se relaciona por un lado con la fase del ciclo por la que atraviesa la economía mexicana; y por otro lado, con el hecho de que las posibilidades para bancarizar a nuevos sectores de la sociedad se han venido agotando. Sin

³⁵ Estas operaciones podrán representar un máximo del 50 por ciento del capital básico de la institución Véase Artículo 73 de la Ley de Instituciones de Crédito.

embargo, puede preverse que las condiciones financieras internacionales conlleven a que se acentúe la desaceleración del crecimiento del crédito. En primer término, las perspectivas sobre un menor ritmo de crecimiento de la actividad económica se traducirán en una reducción de la demanda de crédito de los hogares y las empresas. Por otra parte, la mayor aversión al riesgo, una mayor preferencia por liquidez y los incrementos en los costos del financiamiento a nivel global repercutirán en la disponibilidad y costo del crédito bancario interno. Por último, existe la percepción de un mayor nivel de riesgo asociado a la actividad del crédito bancario, en particular en el crédito al consumo. En este entorno, el sector privado está enfrentando condiciones crediticias más astringentes que se espera incidan negativamente en el comportamiento del crédito bancario y de la actividad económica.

En meses recientes el crecimiento real del crédito de la banca comercial al consumo ha continuado disminuyendo, las tasas de interés asociadas al mismo han aumentado y continúa el deterioro de la calidad de esta cartera. En el bimestre julio-agosto de 2008, el crédito directo vigente de la banca comercial al consumo presentó un incremento real anual promedio de 4 por ciento (Gráfica 46a).³⁶ Con relación al costo del financiamiento al consumo, la tendencia en las tasas de interés de la mayoría de las tarjetas de crédito han venido aumentando.³⁷ Así, el promedio simple de estas tasas mostró una tendencia al alza, situándose en 41.5 por ciento en el tercer trimestre de 2008 (Gráfica 46b). Este incremento refleja tanto el endurecimiento de las condiciones de otorgamiento del crédito, como el deterioro que ha mostrado esta cartera en meses recientes. (Gráfica 47a y Gráfica 47b).

El crédito de la banca comercial destinado a la adquisición de vivienda ha mostrado una reducción en su crecimiento real más moderada que la observada en el crédito al consumo, mientras que los indicadores de costo de este financiamiento (CAT) se han mantenido estables. En el periodo julio-agosto de 2008, el crédito directo vigente de la banca comercial a la vivienda presentó una variación real anual de 12.4 por ciento (Gráfica 46a). En lo que se refiere al costo del crédito de la banca comercial a la vivienda, en el tercer trimestre del año no se observan cambios importantes en el promedio simple CAT, 13.3 por ciento en el periodo julio-agosto, con relación a lo observado en el pasado reciente (Gráfica 46b).³⁸

El crédito de la banca comercial a las empresas muestra una reducción en sus tasas de crecimiento, en tanto que los niveles de la tasa de interés han mostrado un ligero incremento. En el periodo julio-agosto de 2008, el crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas no financieras presentó una tasa promedio de crecimiento real anual de 21.1 por ciento (Gráfica 46a). En el bimestre julio-agosto de 2008, el promedio simple de las tasas de interés del

³⁶ Estas cifras incluyen, a partir de marzo de 2008, el monto de la cartera de crédito al consumo de las Sofomes E.R. subsidiarias de la banca comercial.

³⁷ 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).

³⁸ En este caso se presenta el promedio simple del Costo Anual Total (CAT) del crédito a la vivienda y no el dato correspondiente al promedio ponderado de dicho CAT, debido a que no se cuenta con información sobre el saldo de crédito para cada uno de los productos de crédito hipotecario considerados para la elaboración de este indicador.

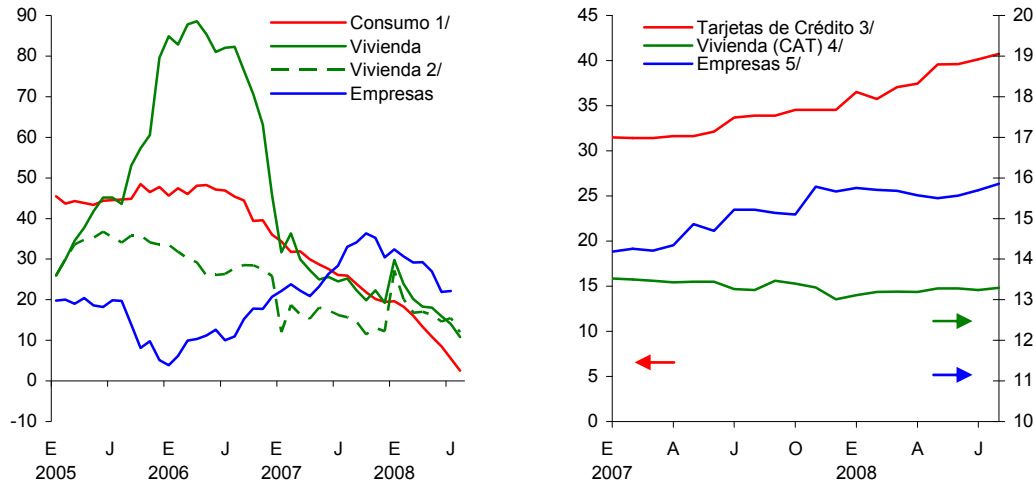
crédito a las empresas fue 15.8 por ciento, ligeramente por arriba del promedio del segundo trimestre (Gráfica 46b).³⁹

Gráfica 46

Crédito Vigente de la Banca Comercial y Tasas de Interés

a) Crédito Vigente de la Banca Comercial
Variación real anual en por ciento

b) Tasas de Interés de Crédito de la Banca Comercial
Por ciento anual



1/ Incluye la cartera de crédito de las Sofomes E.R. subsidiarias de la Banca comercial.

2/ Excluye la compra de cartera de la banca comercial a las Sofoles hipotecarias.

3/ La información referente a tasas de interés de tarjetas de crédito utilizada para calcular el promedio simple y el rango min-max corresponde a las tasas de interés de un conjunto de tarjetas de crédito reportadas por la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de las Instituciones Financieras (Condusef).

4/ 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.

5/ 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.

Con respecto a la morosidad de la cartera de crédito de la banca comercial al sector privado, en la Gráfica 47 se presentan dos indicadores, el Índice de Morosidad (IMOR) y el Índice de Morosidad Ajustado (IMORA). El IMOR, definido como la cartera vencida como proporción de la cartera total es uno de los indicadores más utilizados como medida de riesgo de la cartera crediticia (Gráfica 47a).⁴⁰ No obstante, este índice puede dar lugar a interpretaciones erróneas sobre el incumplimiento de pago por parte de los deudores, ya que su nivel también se ve afectado, entre otros factores, por las decisiones que toma la banca sobre su cartera vencida. Las ventas y castigos de cartera vencida permiten reducir el nivel del índice de morosidad sin que haya cambiado la situación de los deudores. Por esta razón, también se reporta un índice de morosidad ajustado para los créditos otorgados por la banca comercial a los hogares y las empresas privadas no financieras. Este índice se define como el cociente de la suma de la cartera de crédito directa vencida más los castigos o

³⁹ Como anteriormente se mencionó, el promedio simple no necesariamente refleja las condiciones del costo del financiamiento bancario. Actualmente se trabaja en la elaboración de un indicador de tasas de interés del crédito a las empresas en donde éstas se ponderen por el saldo de crédito asociado a cada una de ellas.

⁴⁰ Véase el Recuadro 21 del Reporte sobre el Sistema Financiero 2007.

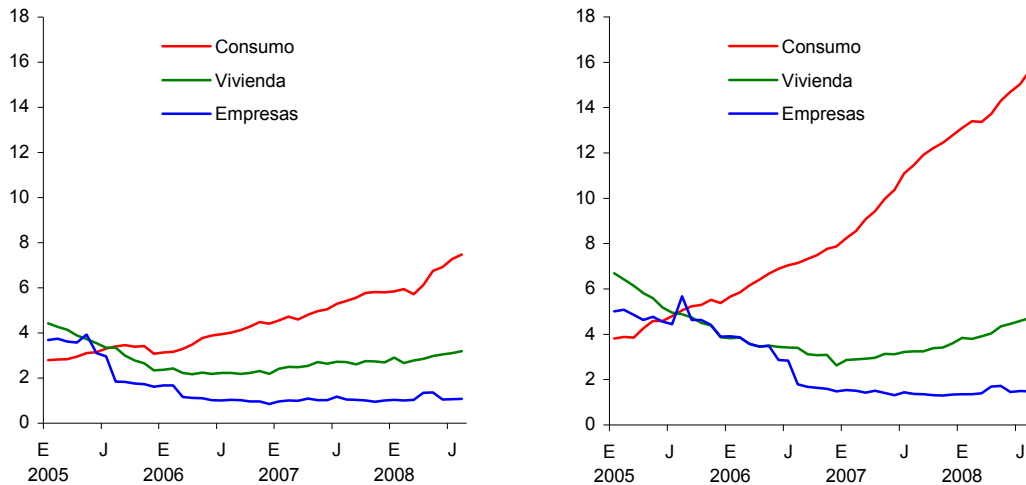
pérdidas reconocidas por los bancos en los doce meses previos, entre la suma de la cartera de crédito directa total más los castigos o pérdidas antes mencionados. Por ello, este índice refleja de una manera más precisa el grado de deterioro del cumplimiento de las obligaciones de los deudores (Gráfica 47b).⁴¹ También es importante señalar que la cartera vencida que no ha sido castigada está debidamente provisionada de acuerdo con la regulación vigente.

Del crédito de la banca comercial al sector privado la cartera que más se ha deteriorado es la del crédito al consumo. El deterioro del IMORA del crédito al consumo muestra un elevado incumplimiento de pago por parte de los deudores como resultado, entre otros factores, de la política seguida por algunos bancos de otorgar crédito a segmentos de la población sin un historial crediticio previo y que por tanto tiene un mayor riesgo de crédito. En agosto de 2008, el índice de morosidad ajustado del crédito de la banca comercial al consumo ascendió a 15.6 por ciento. Por su parte, la cartera hipotecaria de la banca comercial recientemente presenta una tendencia al alza y el IMORA del crédito a la vivienda se ubicó en 4.7 por ciento en agosto de 2008. Finalmente, el IMORA del crédito de la banca comercial a las empresas ha mostrado una tendencia lateral en los últimos trimestres para ubicarse en agosto del presente año 1.50 por ciento (Gráfica 47b).⁴²

Gráfica 47

Índices de Morosidad de la Cartera de Crédito de la Banca Comercial

a) Índice de Morosidad del Crédito^{1/} Por ciento b) Índice de Morosidad Ajustado del Crédito^{2/} 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.

⁴¹ La fuente del IMOR es la estadística de los balances de los bancos reportada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Para el índice de morosidad ajustado (IMORA), las estadísticas de crédito consideradas para este índice provienen de los balances bancarios publicados por el Banco de México que reclasifican algunos créditos para ajustarlos a la definición de los sectores.

⁴² El índice de morosidad ajustado del crédito de la banca múltiple a las empresas privadas no financieras es 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. La cartera de crédito utilizada para este índice proviene de los balances bancarios publicados por el Banco de México.

En años recientes, las condiciones de liquidez en los mercados internacionales, la estabilidad macroeconómica y el desarrollo del sistema financiero en México fomentaron el crecimiento de las fuentes de financiamiento de la economía, en particular, de las fuentes de ahorro financiero interno. Ello permitió incrementar el financiamiento al sector privado no financiero, tanto a los hogares, como a las empresas. No obstante, el cambio en las condiciones financieras internacionales que ha tenido lugar desde mediados de 2007, aunado a menores perspectivas de crecimiento económico global y de la economía mexicana, permiten anticipar condiciones financieras más astringentes en México durante los siguientes trimestres.

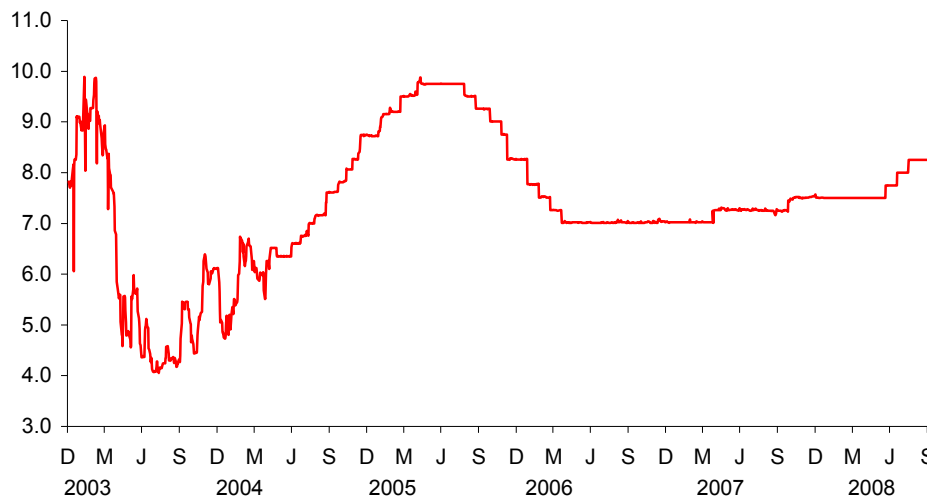
Por un lado, la turbulencia en los mercados financieros internacionales y el proceso de desapalancamiento de bancos y otras instituciones financieras internacionales que se prevé tenga lugar en lo que resta del año y durante 2009, implica que el crédito en estos mercados será escaso por algún tiempo. Por otra parte, con respecto a las fuentes internas de financiamiento, el debilitamiento de la actividad económica en México contribuirá a un menor dinamismo del ahorro financiero interno. En los mercados internos de crédito y valores, ante un entorno de mayor riesgo y menor liquidez, es de esperarse que se presenten condiciones financieras más astringentes en los siguientes trimestres. No obstante, se prevé que la continuidad de las políticas económicas orientadas a mantener la estabilidad macroeconómica, así como la adopción de las medidas necesarias para preservar la estabilidad del sistema financiero, permitirán una recuperación de las fuentes de financiamiento en la economía.

4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2008

En los meses de julio y agosto de 2008, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 25 puntos base en cada ocasión, con lo que dicha tasa se incrementó de 7.75 por ciento a 8.25 por ciento (Gráfica 48). Estas acciones buscaron que el repunte observado hasta ese momento en la inflación no afectara el “anclaje” de las expectativas de inflación de mediano plazo y, por consiguiente, el proceso de formación de precios en la economía.

Posteriormente, como se ha señalado en este informe, durante los meses de septiembre y octubre se presentó un fuerte incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, lo que se tradujo en una fuerte volatilidad en los mercados financieros de las economías emergentes, entre ellas la de México. Teniendo en consideración que un funcionamiento ordenado de los mercados financieros es indispensable para la estabilidad del sistema financiero, la Junta de Gobierno del Instituto Central decidió mantener sin cambio el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 8.25 por ciento en los meses de septiembre y octubre, a pesar del deterioro en las perspectivas para la actividad económica en México.

Gráfica 48
Tasa de Interés Interbancaria a 1 día^{1/}
 Por ciento anual



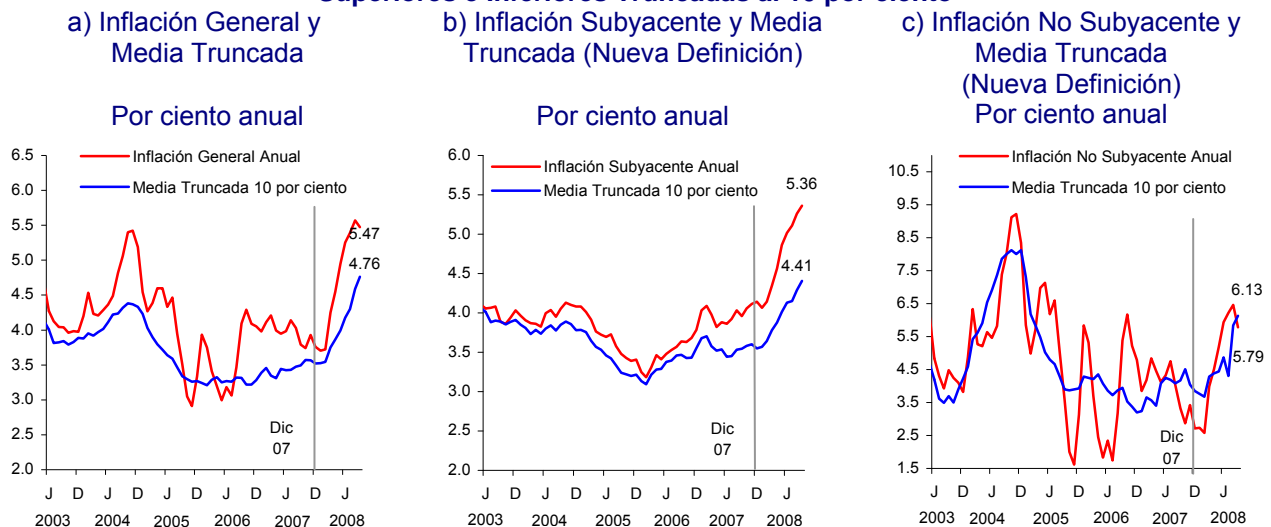
1/ A partir del 21 de enero de 2008 se muestra el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día.

Durante el tercer trimestre, diversos indicadores que ofrecen información acerca de la evolución reciente de la inflación continuaron mostrando un deterioro como resultado, principalmente, de los incrementos que durante la primera mitad del año se registraron en las cotizaciones internacionales de diversas materias primas. Sin embargo, es importante señalar que no se han detectado presiones inflacionarias provenientes de la demanda agregada.

A continuación se analiza el panorama que presenta la inflación con base en una serie de indicadores que permiten profundizar, por una parte, en el análisis de las condiciones que la han venido afectando (indicadores *retrospectivos*); y, por otra, en las perspectivas de los agentes económicos sobre la misma (indicadores *prospectivos*).

Dentro del grupo de indicadores *retrospectivos*, los primeros que se analizan son las medias truncadas de la inflación. En la Gráfica 49 se presentan las medias truncadas de la inflación general, de la inflación subyacente (nueva definición que incluye el subíndice de precios de la educación), y de la inflación no subyacente (nueva definición sin educación). En los dos primeros casos se observa que los indicadores de media truncada presentaron una tendencia al alza durante el trimestre, si bien continuaron ubicándose por debajo de su indicador de inflación correspondiente. Ello pone de manifiesto el efecto que sobre los precios de algunos genéricos, que se ubican en el centro de la distribución, ha tenido el incremento de los precios internacionales de diversas materias primas observado durante la primera parte del año. Por lo que se refiere a la media truncada de la inflación no subyacente, durante el trimestre ésta también presentó un incremento. En este caso, en septiembre, la inflación no subyacente se ubicó por debajo de su media truncada, debido, principalmente, a la disminución en el precio de algunos productos agropecuarios.

Gráfica 49
Inflación General e Indicadores de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento ^{1/}

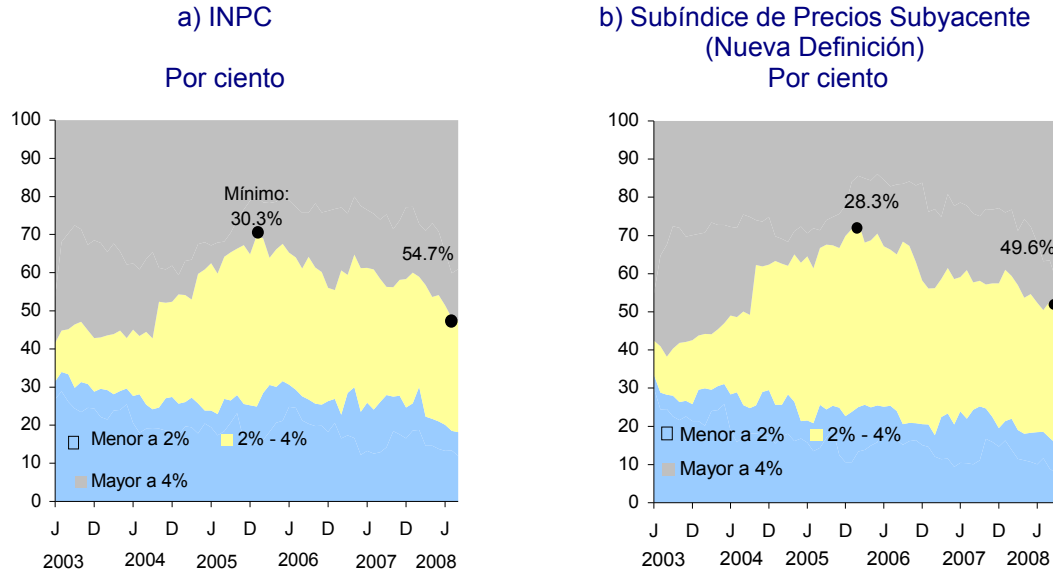


1/ La media truncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se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

Un segundo conjunto de indicadores que ofrece información sobre la tendencia reciente de la inflación es el que resulta de calcular las proporciones de la canasta del INPC y del índice de precios subyacente que han presentado variaciones anuales en sus precios en intervalos menores o iguales a 2 por ciento, entre 2 y 4 por ciento, y mayores o iguales a 4 por ciento. En la Gráfica 50 se aprecia que, tanto en el caso del INPC, como en el del subíndice de precios subyacente (nueva definición), la proporción de la canasta cuyos precios han

aumentado en términos anuales a 4 por ciento o más se incrementó en los últimos meses (área gris). Asimismo, se observa que la proporción de la canasta con variaciones anuales en sus precios menores o iguales a 2 por ciento (área azul) disminuyó durante el tercer trimestre. Estas tendencias son reflejo, en gran medida, y al igual que en el ejercicio anterior, del efecto que sobre los precios de varios genéricos ha tenido el incremento que hasta mediados de este año se observó en los precios internacionales de diversas materias primas.

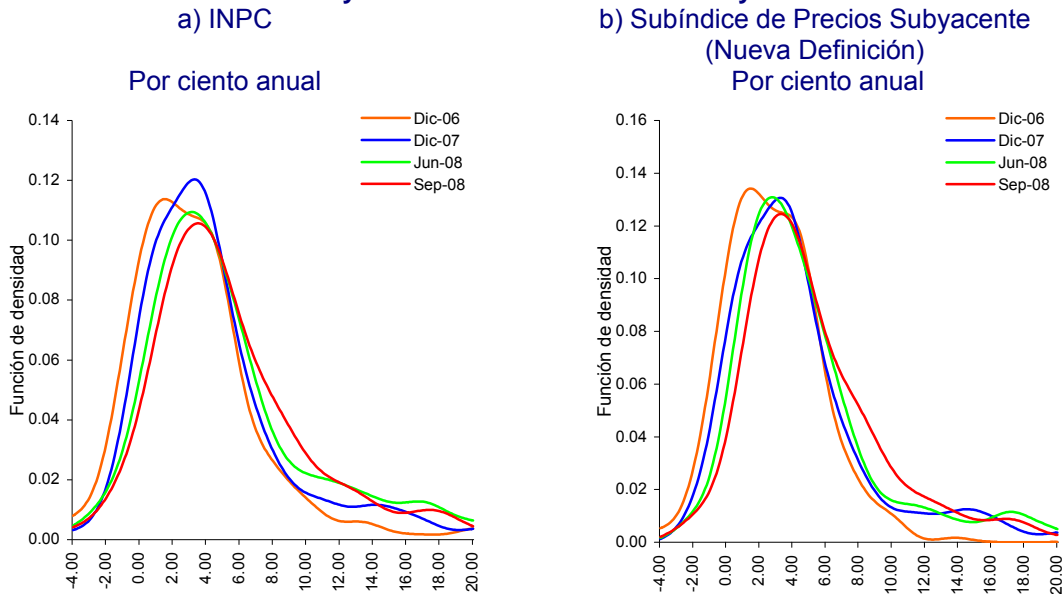
Gráfica 50
Participación de Genéricos en el INPC y en el Subíndice de Precios Subyacente con Variación Anual en su Precio dentro del Intervalo Indicado^{1/}



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.

Un indicador que complementa la información anterior y muestra el deterioro de la inflación en los últimos dos años es la función de densidad de las variaciones anuales en los precios de los genéricos del INPC. En la Gráfica 51a se observa que la referida densidad se ha ido desplazando hacia la derecha (mayor inflación). En efecto, cada vez han sido más los genéricos que han mostrado mayores incrementos en sus precios a tasa anual. Lo mismo se encuentra en el caso de la canasta de genéricos incluidos en el subíndice de precios subyacente (Gráfica 51b).

Gráfica 51
Densidad de las Variaciones Anuales en el Precio de los Genéricos
del INPC y del Subíndice de Precios Subyacente

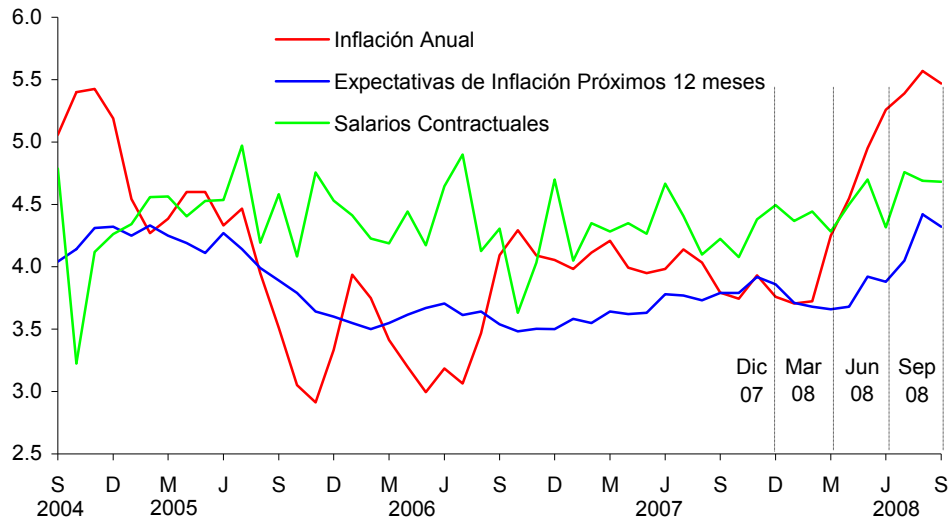


En resumen, de la evolución reciente de los indicadores *retrospectivos* de la inflación se observa que durante el tercer trimestre de 2008, la evolución de ésta y de varios de sus componentes continuó deteriorándose. A este respecto, conviene señalar que, por lo general, el traspaso de incrementos en las referencias internacionales de materias primas a los precios al consumidor en México no es inmediato. Por ello, a pesar de que dichas referencias comenzaron a disminuir a partir del tercer trimestre del año, los efectos de los incrementos previos aún se están viendo reflejados en aumentos en los precios de algunos genéricos en México.

Para completar el análisis sobre el panorama que enfrenta la inflación, se utiliza un segundo grupo de indicadores que proporcionan información sobre las *perspectivas* de inflación de los agentes económicos. Estos indicadores también son útiles para analizar los riesgos asociados al proceso de determinación de precios en la economía.

El primer conjunto de indicadores de este segundo grupo lo conforman los indicadores salariales. Como se muestra en la Gráfica 52, si bien el indicador de la variación anual en los salarios contractuales de las empresas de jurisdicción federal se caracteriza por presentar cierta volatilidad, en los últimos dos trimestres éste ha presentado un incremento. Sin embargo, entre marzo y septiembre del presente año, dicho incremento ha sido menor que el que en el mismo lapso se ha registrado tanto en la inflación anual, como en las expectativas sobre la misma correspondientes a un horizonte de 12 meses.

Gráfica 52
Inflación Anual, Expectativas de Inflación y Variación Anual
de los Salarios Contractuales^{1/}
 Por ciento anual



^{1/} Las expectativas de inflación provienen de la encuesta del Banco de México.

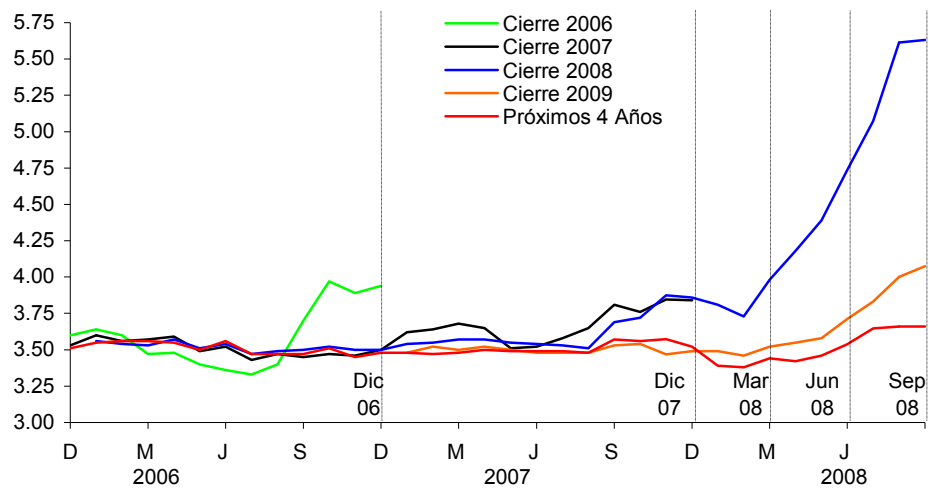
Los siguientes indicadores contienen información sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos, las cuales son recabadas directamente por el Banco de México mediante la encuesta mensual que lleva a cabo entre analistas económicos del sector privado. En la Gráfica 53, se observa que, como resultado de la trayectoria que presentó la inflación durante el tercer trimestre, las expectativas de inflación anual correspondientes al cierre de 2008 continuaron elevándose (la media se incrementó de 4.74 por ciento en junio, a 5.63 por ciento en septiembre). Por otra parte, la evolución de la función de densidad de dichas expectativas muestra que ésta se ha desplazado hacia la derecha (mayores niveles de inflación esperada) en los últimos meses (Gráfica 54a). En el caso de las expectativas correspondientes al cierre de 2009, el incremento en su media ha sido de mucho menor magnitud, al pasar de 3.71 por ciento en junio a 4.07 por ciento en septiembre (Gráfica 53) y el desplazamiento de la función de densidad correspondiente hacia la derecha también ha sido más moderado (Gráfica 54b).⁴³

Por lo que se refiere a las expectativas de inflación general anual de mediano plazo, en la Gráfica 53 se aprecia que la media de las correspondientes al promedio para los siguientes 4 años presentó un ligero incremento durante el tercer trimestre, al pasar de 3.54 a 3.66 por ciento entre junio y septiembre.⁴⁴ Sin embargo, la evolución de la función de densidad de dichas expectativas muestra que, a diferencia de los casos anteriores, en los últimos meses su distribución no se ha desplazado hacia la derecha, es decir, que el aumento en la media no parece un reflejo de un aumento generalizado en las expectativas de los analistas.

⁴³ En el caso de las expectativas recabadas por la encuesta de Infosel, las correspondientes al cierre de 2008 se incrementaron de 4.77 el 27 de junio a 5.76 por ciento el 24 de octubre. Por su parte, las correspondientes al cierre de 2009 aumentaron de 3.65 el 27 de junio a 3.93 por ciento el 24 de octubre.

⁴⁴ Las expectativas de inflación general anual recabadas por Infosel para el promedio de los siguientes 4 años también presenta un ligero incremento de un 3.51 registrado el 25 de junio a 3.60 el 24 de octubre.

Gráfica 53
Expectativas de Inflación General Anual: Encuesta Banco de México
 Por ciento anual



Gráfica 54
Expectativas de Inflación General Anual: Encuesta Banco de México

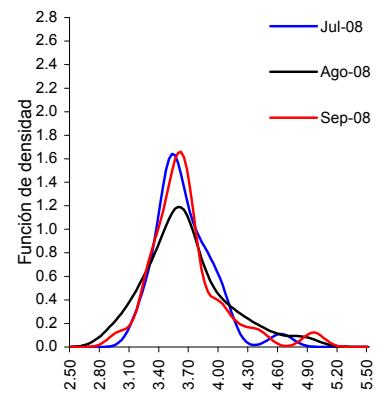
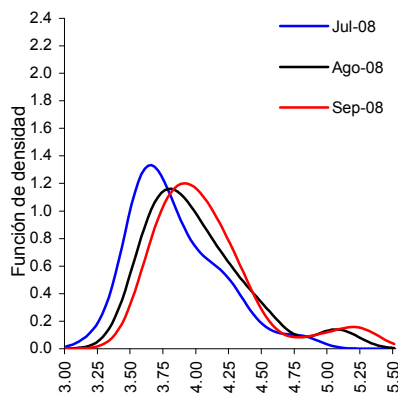
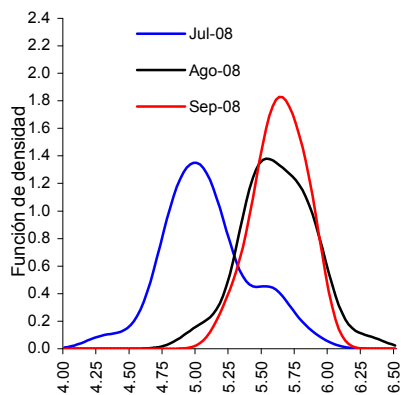
a) Densidad de Expectativas de Inflación para el Cierre de 2008

b) Densidad de Expectativas de Inflación para el Cierre de 2009

c) Densidad de Expectativas de Inflación para el Promedio de los Próximos 4 años
 Por ciento anual

Por ciento anual

Por ciento anual



1/ Las gráficas representan funciones de densidad calculadas para ajustar los datos de las expectativas de inflación de la encuesta que lleva a cabo mensualmente el Banco de México entre analistas económicos del sector privado.

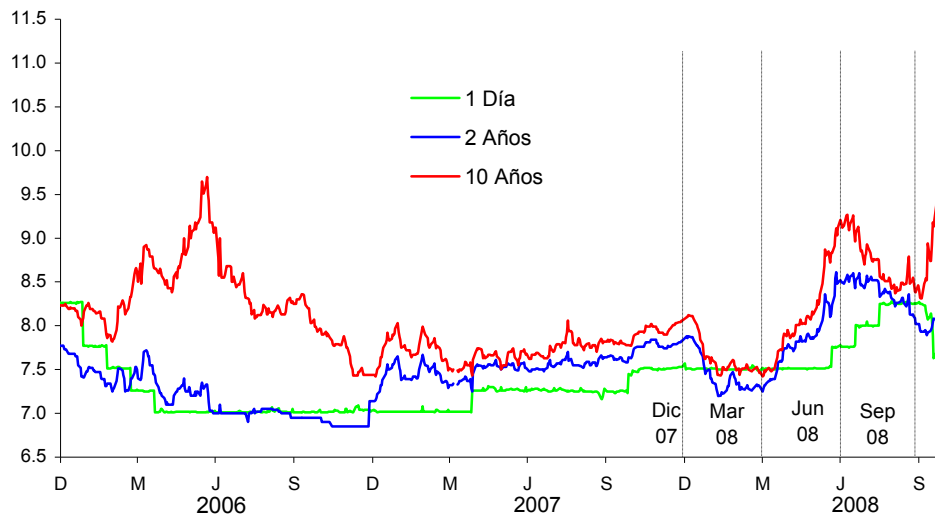
En suma, la evolución reciente de los indicadores que ofrecen información acerca de las *perspectivas* inflacionarias muestra que, ante el deterioro en la inflación, como era de esperarse, sus expectativas para los horizontes más cercanos continuaron deteriorándose durante el trimestre. Sin embargo, las correspondientes al mediano plazo se han mantenido relativamente bien “ancladas”.

La evolución de las perspectivas para la inflación y la actividad económica, así como las acciones de política monetaria referidas anteriormente, se vieron reflejadas en la dinámica de la curva de rendimientos de papel gubernamental en los últimos meses (Gráfica 55 y Gráfica 56).

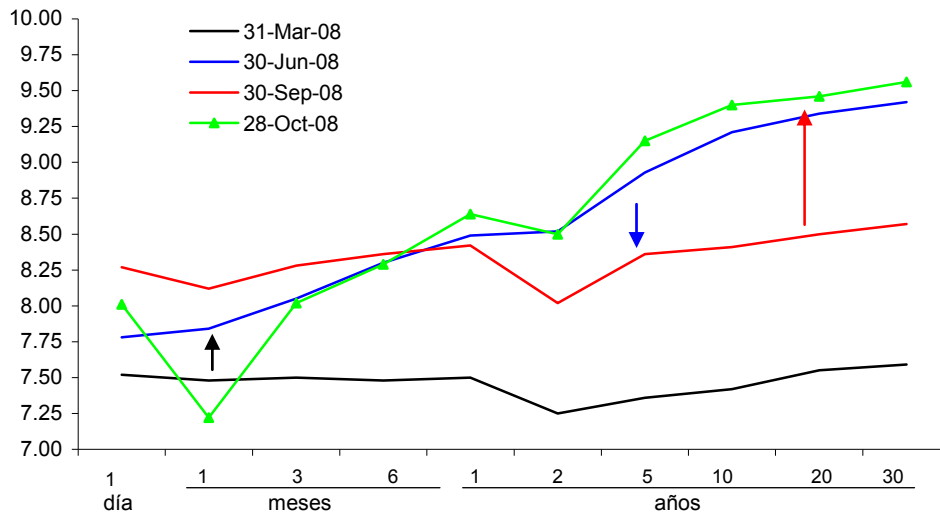
En particular, en un contexto en el que las expectativas de inflación para el mediano y largo plazo se han mantenido razonablemente bien “ancladas”, la volatilidad y el fuerte empinamiento que en las últimas semanas se ha observado en la curva de rendimientos es reflejo del incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales. Como se ha venido mencionando a lo largo de este Informe, la mayor aversión al riesgo refleja la necesidad de que se lleve a cabo un importante proceso de desapalancamiento a nivel global. Este proceso ha dado lugar a que muchos inversionistas liquiden posiciones en mercados emergentes (tanto de deuda como cambiario), lo que a su vez ha contribuido a retroalimentar la volatilidad en los referidos mercados.

En el caso de México, algunos inversionistas han buscado, por un lado, “refugio” adquiriendo papel gubernamental de corto plazo, conduciendo a una caída de dichas tasas. Por otro, han venido disminuyendo su exposición al riesgo, vendiendo, entre otros, bonos de largo plazo. Ello ha propiciado que las tasas de interés a plazos mayores se eleven. En algunos casos, la compra de papel gubernamental de corto plazo se efectúa con los recursos obtenidos por la venta del papel de largo plazo. En otros, los recursos obtenidos por la venta de papel gubernamental de largo plazo han salido hacia los mercados de otros países.

Gráfica 55
Tasas de Interés en México
Por ciento

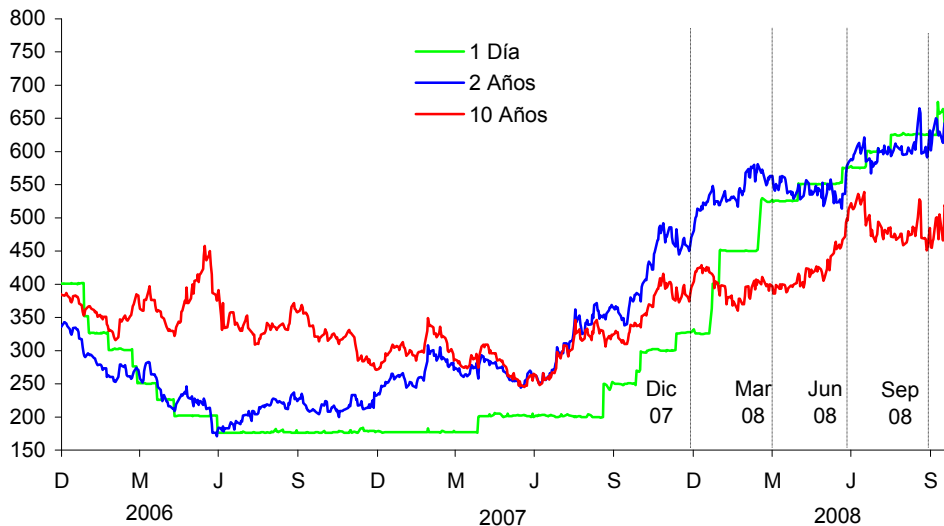


Gráfica 56
Curva de Rendimientos en México
 Por ciento



En lo que respecta a los diferenciales de tasas de interés de bonos gubernamentales entre México y Estados Unidos, como se puede apreciar en la Gráfica 57, los incrementos que en las últimas semanas registraron las tasas de interés de mayor plazo en México se han traducido en incrementos importantes en los diferenciales de tasas para dichos plazos.

Gráfica 57
Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos base



Por otra parte, conviene señalar que, hasta ahora, en el mercado de fondeo bancario nacional el financiamiento entre los bancos se ha venido canalizando de manera normal. No obstante, previendo la posibilidad de que pudieran suscitarse condiciones de iliquidez, como ha sucedido en otras economías (tanto avanzadas como emergentes), a partir del 13 de octubre el Banco de México introdujo una nueva facilidad para la provisión de liquidez a la

cual pueden acudir todas las instituciones bancarias. Esta nueva facilidad es adicional a las ya existentes, y está diseñada para atender problemas de iliquidez temporal que pudiera enfrentar alguna institución específica de banca múltiple (Recuadro 4).

Aún cuando las condiciones monetarias de una economía se determinan en gran parte por el comportamiento de las tasas de interés de corto plazo, la evolución del tipo de cambio también incide en ellas. Por condiciones monetarias nos referimos, principalmente, a aquéllas que determinan fundamentalmente la evolución de la demanda agregada en una economía. Así, es claro que tanto las tasas de interés reales, como el tipo de cambio real, afectan a los diferentes componentes del gasto.⁴⁵

En este sentido, prácticamente todas las economías emergentes se han visto severamente afectadas por el entorno internacional que se ha venido describiendo en este Informe. En particular, la fuerte desaceleración de las economías avanzadas, así como la mayor astringencia que se ha registrado en los mercados financieros internacionales, han propiciado una elevación significativa de los réditos de largo plazo en varias economías emergentes (Gráfica 59), así como fuertes depreciaciones de las monedas en muchas de éstas (Gráfica 58). En otros casos, los efectos de estas perturbaciones se han visto exacerbados por una desaceleración en la captación de remesas, por una reversión del favorable choque a los términos de intercambio que varias de éstas habían disfrutado en los últimos años, o bien por el uso de ciertas operaciones estructuradas que muchas empresas en varios de estos países habían adquirido y que, a la postre, resultaron ser fuertemente perdedoras. Este último factor ha jugado un papel particularmente relevante en el importante incremento en la volatilidad observado en los mercados cambiarios en varios de estos países, incluyendo México.

En el caso particular de algunas economías emergentes, debe destacarse que aquellas empresas o instituciones que realizan sus operaciones, o parte de ellas, con el exterior, usualmente pueden acudir a los diferentes mercados de coberturas u otros con el propósito de protegerse contra movimientos abruptos de alguna moneda (o de otro bien o activo), según sean sus perspectivas sobre la evolución futura de la misma. En el caso de México (y de otros países como Brasil y Corea), durante el mes de octubre, la liquidez en el mercado cambiario se redujo de manera importante a raíz de una fuerte demanda por dólares por parte de algunas empresas e instituciones financieras que, ante la volatilidad que mostró el peso recientemente, se vieron en la necesidad de enfrentar llamadas al margen, o bien de cubrir posiciones. En consecuencia, la volatilidad del tipo de cambio nominal se incrementó de manera considerable durante el periodo referido, a niveles que no se habían visto desde hace más de una década. Claramente, una fuerte elevación de la *volatilidad* cambiaria puede ser muy onerosa y disruptiva para el proceso productivo, así como para el buen funcionamiento de los mercados financieros y de bienes, sobre todo si se considera que dicho aumento en la volatilidad no corresponde o refleja lo que viene sucediendo en la economía real.

⁴⁵ Por tipo de cambio real nos referimos a la evolución relativa de los precios en México con respecto a la evolución de los precios de otros países. Esta evolución de los precios relativos de nuestro país con respecto a los precios de otros países está determinada por diversos factores, como son los términos de intercambio, los flujos de financiamiento, las perspectivas relativas de crecimiento, etc.

Recuadro 4
Medidas Instrumentadas por el Gobierno Federal y el Banco de México para Preservar la Estabilidad Financiera

Como ya se apuntó, la incertidumbre que ha caracterizado el comportamiento de los mercados financieros internacionales se ha exacerbado durante el segundo semestre, particularmente a raíz de la declaración de bancarrota del banco de inversión Lehman Brothers, a mediados de septiembre, lo cual trajo como consecuencia un sentimiento de mayor aversión al riesgo entre los participantes que ha tenido repercusiones a nivel global. En este contexto, la inestabilidad financiera, que había estado fundamentalmente circunscrita a los mercados de los Estados Unidos y de los países europeos más desarrollados, se expandió rápidamente a diversas economías emergentes.

La actitud de extrema aversión al riesgo y el hecho de que estaban operando menos instituciones financieras con presencia global, provocó una drástica reducción de la liquidez en prácticamente todos los mercados financieros del mundo al tiempo que muchos participantes pretendían liquidar sus posiciones. Conforme fue acumulándose esta tendencia de menor liquidez y de posturas sesgadas a la liquidación de posiciones, los mercados dejaron de funcionar ordenadamente, lo que se reflejó en los precios. La caída en los precios de los activos financieros ha sido evidente en los mercados cambiarios, en los que se han observado drásticas depreciaciones de la mayoría de las divisas respecto al dólar de los Estados Unidos. En particular, las monedas de las economías emergentes han sido las que han experimentado las depreciaciones más abruptas.

El siguiente cuadro muestra las tasas de depreciación de las monedas de las economías emergentes que se han visto más afectadas por la inestabilidad financiera desde el final de julio al respecto, destaca que la tendencia hacia la depreciación ha sido continua y que se ha extendido a diversos países de distintas regiones del mundo.

Depreciación Acumulada de Monedas de Países Emergentes

Cambio porcentual respecto al tipo de cambio del 31 de julio de 2008

País (Moneda)	Fecha de Referencia	
	12 de Septiembre de 2008	24 de Octubre de 2009
Sudáfrica (Rand)	8.2%	34.4%
Islandia (Corona)	11.6%	34.2%
Brasil (Real)	12.1%	32.2%
Polonia (Zloti)	12.1%	32.1%
Turquía (Nueva Lira)	6.1%	31.2%
Hungría (Forint)	10.1%	31.1%
Corea del Sur (Won)	8.7%	28.8%
México (Peso)	5.3%	25.0%

Fuente: Bloomberg

Para enfrentar la inestabilidad de los mercados financieros de nuestro país, recientemente el Gobierno Federal y el Banco de México han instrumentado una serie de medidas cuyo propósito es propiciar que se restablezca a la brevedad el buen funcionamiento de dichos mercados y, así, preservar la estabilidad financiera.

En particular, las medidas que ha llevado a cabo Banco de México se describen a continuación:

1. Intervenciones en el mercado cambiario.

Ante la creciente volatilidad del tipo de cambio y la falta de liquidez en el mercado cambiario, la Comisión de Cambios, integrada por la Secretaría de Hacienda y el Banco de México, tomó la decisión de intervenir en dicho mercado por primera ocasión desde septiembre de 1998. En particular, se decidió utilizar dólares de las reservas de activos internacionales para compensar el desequilibrio prevaleciente entre los ingresos y egresos de divisas, desequilibrio que se evidenció por el

ascenso abrupto de la cotización del dólar.¹ Las intervenciones se han llevado a cabo, mediante una oferta masiva y repetida de dólares canalizada al mercado a través de un mecanismo de subastas, con el propósito de evitar el daño estructural que tendría sobre la economía mexicana un mercado cambiario sin orden y liquidez.

Las acciones de la Comisión de Cambios no se han instrumentado para defender un nivel predeterminado de tipo de cambio, ni para frenar un "ataque especulativo" sobre nuestra moneda, sino que han buscado proveer la liquidez necesaria para atender demandas excepcionales que han surgido a raíz del propio movimiento del tipo de cambio. En este sentido, destaca la demanda proveniente de algunas de las grandes empresas mexicanas que mantenían posiciones de riesgo en instrumentos financieros complejos. Estos instrumentos eran razonablemente rentables en condiciones de poca variabilidad del tipo de cambio, pero podrían ocasionar pérdidas significativas en una situación de depreciación del peso, como ocurrió en el mes de octubre.

Las acciones que ha ejecutado el Banco de México en el mercado cambiario, por instrucciones de la Comisión de Cambios, han sido las siguientes:

- Ventas de dólares por subastas extraordinarias. Éstas han buscado proveer al mercado la liquidez necesaria para hacer frente a la demanda excepcional de divisas antes mencionada.

Subastas Extraordinarias

Fecha	Monto Ofrecido (mdd)	Monto Asignado (mdd)	Tipo de Cambio ^{1/} (Pesos por dólar)
08-Oct.	2,500	998	12.0159
09-Oct.	1,502	1,502	12.0794
10-Oct.	3,000	3,000	12.7561
10-Oct.	3,000	3,000	12.8623
16-Oct.	1,500	1,500	12.9565
23-Oct.	1,000	1,000	13.1877
Total	12,502	11,000	12.6921

1/ Promedio ponderado de las posturas que recibieron asignación en la subasta correspondiente.

- Venta de dólares por subastas diarias. A partir del 9 de octubre la Comisión de Cambios decidió volver a poner en operación el mecanismo de ventas que estuvo vigente de febrero de 1997 a junio de 2001. Este mecanismo está diseñado para otorgar liquidez en momentos en que el movimiento del tipo de cambio sea significativo, lo cual se determina al presentarse una depreciación del peso mayor a 2 por ciento. En particular, el Banco de México realiza todos los días tres subastas por un monto acumulado de 400 millones de dólares, con un precio mínimo equivalente al resultado de multiplicar por 1.02 el tipo de cambio FIX del día anterior a la subasta. Cuando hay asignación en este tipo de subasta en algún día, el precio mínimo para el día hábil bancario siguiente resulta de multiplicar por 1.02 el tipo de cambio promedio ponderado de la subasta.

¹ Conforme al artículo 18 de la Ley del Banco de México: "El Banco de México contará con una reserva de activos internacionales, que tendrá por objetivo coadyuvar a la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional mediante la compensación de los desequilibrios entre los ingresos y egresos de divisas del país".

Subastas Diarias

Fecha	Monto Ofrecido (mdd)	Monto Asignado (mdd)	Tipo de Cambio ^{1/} (Pesos por dólar)
08-Oct.	400	0	N/A
10-Oct.	400	400	12.9599
13-Oct.	400	0	N/A
14-Oct.	400	0	N/A
15-Oct.	400	400	12.7800
16-Oct.	400	400	13.1888
17-Oct.	400	0	N/A
20-Oct.	400	0	N/A
21-Oct.	400	400	13.0414
22-Oct.	400	400	13.4355
23-Oct.	400	98	13.7069
Total	4,400	2,096	13.1098

1/ Promedio ponderado de las posturas que recibieron asignación en la subasta correspondiente.

1. Creación de nuevas facilidades de liquidez.²

Tomando en consideración la experiencia de otros países que recientemente han enfrentado situaciones en las que se les dificulta a los bancos acceder a medios de fondeo en el mercado de dinero, y como una medida preventiva que promueve el buen funcionamiento de los mercados financieros y de los sistemas de pagos, el Banco de México decidió establecer facilidades adicionales de liquidez.

Es importante destacar que estas facilidades de liquidez son adicionales a las facilidades operativas por las cuales los bancos pueden recibir crédito del Banco de México a una tasa de dos veces la tasa de fondeo interbancario a plazo de un día, o constituir depósitos no remunerados en el Instituto Emisor. En este sentido, el propósito de las facilidades operativas es coadyuvar a la política monetaria, al incentivar que las instituciones con excedentes de liquidez los transfieran a aquellas que presenten faltantes. Este incentivo es consistente con las operaciones de manejo de liquidez que diariamente realiza el Banco de México, por las cuales se asegura que el saldo agregado en las cuentas corrientes de los bancos cierra cada día en un nivel de cero. Por su parte, las nuevas facilidades de liquidez están diseñadas para atender problemas de liquidez temporal que enfrente alguna institución específica de banca múltiple.

Por medio de estas nuevas facilidades de liquidez las instituciones de banca múltiple del país tienen acceso al financiamiento del Banco de México hasta por el monto que requieran, siempre y cuando dicho monto esté respaldado por activos elegibles entregados como garantía. El acceso al financiamiento por medio de las facilidades de liquidez, que por lo demás es automático, está condicionado a que las instituciones envíen al Banco de México una comunicación firmada por su Director General en la que expongan el problema de liquidez que enfrentan y a que tengan firmado un contrato con el Instituto Emisor.

En términos operativos, las condiciones del financiamiento a través de las facilidades de liquidez son las siguientes:

- Plazo: un día hábil bancario, con renovación automática hasta que la institución comunique de la liquidación del financiamiento, o el Banco de México decida cancelarlo.
- Tasa de interés: la que resulte de multiplicar el factor 1.2 por el nivel objetivo vigente para la Tasa de Interés a un día que determine la Junta de Gobierno del Banco de México.
- Garantía: depósitos de regulación monetaria que la institución acreditada mantenga en Banco de México, en cuyo caso el financiamiento se documenta como un crédito,

² Las facilidades de liquidez están reguladas por las circulares 48 y 49/2008 expedidas por Banco de México los días 13 y 17 de octubre, respectivamente.

o títulos de deuda elegibles, para los cuales se celebra una operación de reporto. La lista de títulos elegibles incluye:

- Valores gubernamentales, BPAs y BREMs.
- Títulos emitidos por el Gobierno Federal denominados en moneda extranjera.
- Instrumentos de deuda de las instituciones de crédito que estén inscritos en el Registro Nacional de Valores hasta el 10 de octubre de 2008.
- Títulos denominados en moneda nacional que tengan, al menos, calificación de AA y sean emitidos por: entidades paraestatales, gobiernos municipales y estatales, empresas no financieras residentes en México, empresas financieras y fideicomisos que bursatilicen cartera hipotecaria.

- Valuación: Los títulos elegibles se valúan conforme a los precios y factores de descuento que determine el Banco de México.

De manera conjunta la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México anunciaron el 27 de octubre un paquete de medidas orientadas a mejorar el funcionamiento de los mercados financieros nacionales. En particular, estas medidas forman parte de una estrategia coordinada, encaminada a mitigar los problemas de liquidez, con el objeto de reestablecer en la brevedad posible el funcionamiento ordenado de los mercados financieros nacionales. Las medidas anunciadas son las siguientes:

I. Modificaciones al Programa de Subasta de Valores Gubernamentales para el Cuarto Trimestre de 2008.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público ajustó el programa de colocaciones, de tal manera que se mantiene prácticamente sin cambio el monto de financiamiento interno neto. Estos ajustes implican reducir el monto a subastar de los Bonos a Tasa Fija de largo plazo, tanto los denominados en pesos como en Udis, lo cual va a estar compensado con un incremento en el monto a subastar para los Cetes de todos los plazos.

II. Modificaciones al Programa de Subasta de Valores del IPAB para el Cuarto Trimestre de 2008.

El IPAB reducirá el monto a subastar de los Bonos de Protección al Ahorro en sus tres modalidades de un total a valor nominal de 3,850 millones de pesos semanales, a 1,850 millones durante lo que resta del año. La disminución en el financiamiento al IPAB que implica esta medida será compensada con operaciones de contratación de crédito bancario.

III. Subasta de Recompra de Bonos de Protección al Ahorro

A partir del próximo 4 de noviembre el Banco de México iniciará un programa de recompras de títulos emitidos por el IPAB hasta por 150 miles de millones de pesos. Estas recompras se realizarán mediante subastas y estarán abiertas para todos los títulos del IPAB que se encuentren en circulación.

IV. Subasta de Intercambio (swaps) de Tasas de Interés

El Banco de México establecerá un programa de subastas de intercambio (swaps) de tasas de interés hasta por 50 miles de millones de pesos, con el propósito de que los participantes puedan disminuir la sensibilidad de las carteras de instrumentos con cupón fijo de largo plazo ante fluctuaciones de la curva de rendimiento. Esta reducción en la exposición a riesgo de tasas se llevará a cabo intercambiando los flujos que resulten de tasas fijas de largo plazo por tasas revisables en el corto plazo, para lo

cual el Banco de México realizará subastas en las que los participantes presentarán posturas de las tasas fijas que están dispuestos a pagar para los plazos que, en su caso, convoque el propio Instituto Emisor.

I. Programa de Endeudamiento con Organismos Financieros Multilaterales.

El Gobierno Federal incrementará el financiamiento previsto originalmente para el 2008 y 2009 con Organismos Financieros Multilaterales como el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y el Banco Mundial hasta por un monto de 5,000 millones de dólares (mdd), en congruencia con los límites de endeudamiento externo previstos en las Leyes de Ingresos correspondientes a cada año. El financiamiento con instituciones multilaterales resulta particularmente atractivo en las condiciones actuales de mercado ya que su costo no depende de las condiciones crediticias prevalecientes en los mercados financieros internacionales. Esta medida permitirá mayor holgura en el uso de otras fuentes de financiamiento.

II. Facilidades Regulatorias para las Sociedades de Inversión.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores emitirá una norma para permitir temporalmente que las Instituciones Financieras puedan realizar operaciones de compra y venta de valores gubernamentales con las Sociedades de Inversión que fomen parte del mismo Grupo Financiero, con el propósito de brindarles mayor flexibilidad en la recomposición de sus portafolios, de conformidad con las mejores prácticas en materia de precios de transferencia.

Por su parte, el Gobierno Federal, en adición al Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo, ha anunciado que instrumentará una serie de programas de apoyo al mercado de capitales. Estos apoyos serán ejecutados por la banca de desarrollo y atienden a los siguientes segmentos del mercado.

A. Papel comercial del sector empresarial y del sector financiero.

Nafin y Bancomext otorgarán apoyos para el refinanciamiento de papel comercial del sector empresarial y del sector financiero no bancario por hasta 50 mil millones de pesos con garantías para asegurar el acceso al financiamiento. Estas garantías cubrirán hasta el 50 por ciento del monto emitido, manteniendo el interés de los inversionistas privados en este mercado. Con este programa se pretende que las empresas emisoras puedan hacer frente a los vencimientos que enfrentarán en lo que resta de 2008. Estos recursos son adicionales a los 35 mil millones de pesos de nuevos créditos Pymes incluidos en el Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo.

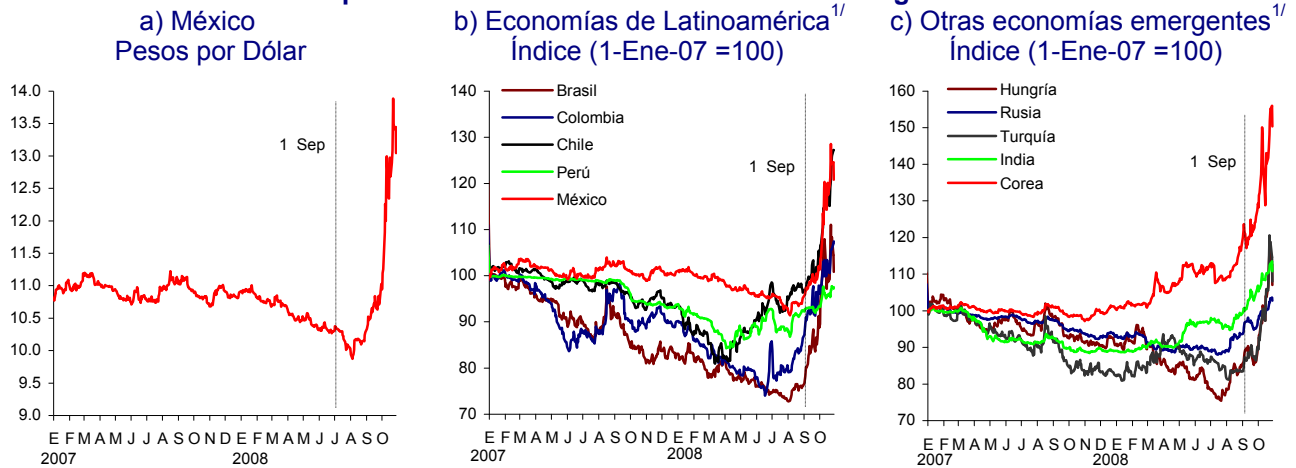
B. Instrumentos de deuda emitidos intermediarios financieros del sector vivienda.

La Sociedad Hipotecaria Federal apoyará a los intermediarios financieros del sector vivienda para que puedan enfrentar sus necesidades de refinanciamiento y atender el crecimiento del sector, con recursos por más de 40 mil millones de pesos.

Adicionalmente, la Sociedad Hipotecaria Federal realizará las siguientes acciones:

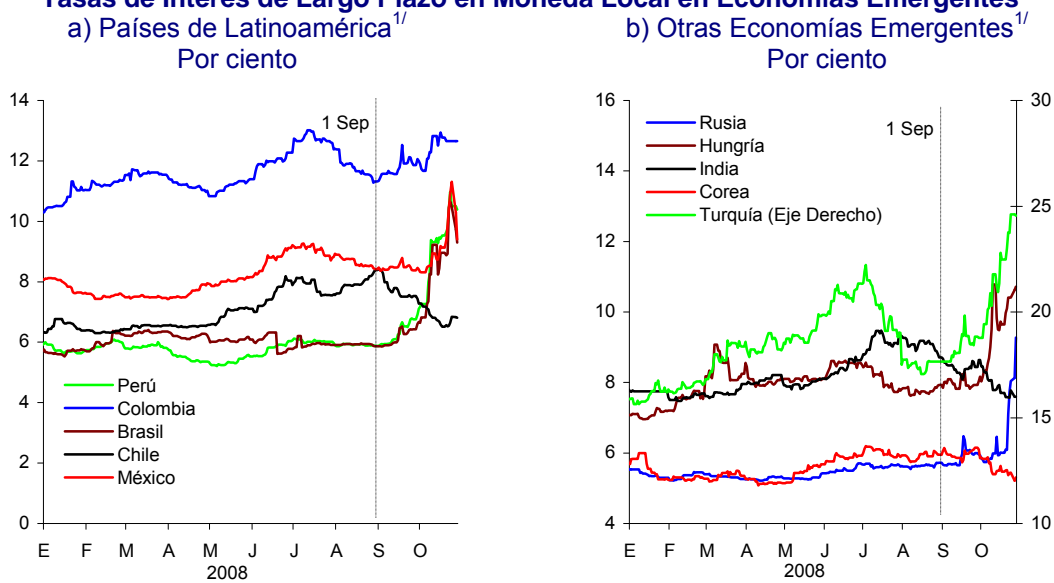
- Establecerá garantías para la emisión de la deuda de intermediarios financieros no bancarios del sector para enfrentar los vencimientos de los próximos meses, los cuales ascienden a 22 mil millones de pesos. Asimismo, se otorgarán líneas especiales de financiamiento para enfrentar estos vencimientos. Estos recursos podrían alcanzar los 20 mil millones de pesos.
- Para apoyar el ritmo de crecimiento del sector, la Sociedad Hipotecaria Federal otorgará líneas de mediano plazo para créditos puente y financiamiento de largo plazo para créditos individuales. Asimismo, continuará con la operación tradicional para mantener el crecimiento del sector. Para estas actividades destinará un monto superior a los 20 mil millones de pesos.
- Sociedad Hipotecaria Federal continuará apoyando la compra y venta de bonos respaldados por hipotecas, con el objeto de darle liquidez al mercado. Además, para las emisiones primarias se contará con la participación de la Corporación Financiera Internacional, la cual podrá adquirir hasta el 15 por ciento de estas emisiones. Asimismo, el Banco Interamericano de Desarrollo está considerando una participación similar.

Gráfica 58
Tipo de Cambio Nominal en Economías Emergentes



1/ Tipo de cambio respecto al dólar. Un incremento corresponde una depreciación.

Gráfica 59
Tasas de Interés de Largo Plazo en Moneda Local en Economías Emergentes



1/ Tasas de interés de bonos en moneda local a 10 años, excepto en Colombia (Bono a 15 años).

1/ Tasas de interés de bonos en moneda local a 10 años, excepto en Turquía (Bono a 5 años).

Así, ante el fuerte incremento que durante octubre se ha observado en la volatilidad en los mercados cambiarios de muchas economías emergentes, sus autoridades han tomado la decisión de utilizar parte de sus reservas internacionales para aminorar la referida volatilidad y, gradualmente, restablecer un funcionamiento ordenado en estos mercados.

En el caso de México, teniendo en consideración los riesgos que para la estabilidad del sistema financiero tiene un mercado cambiario altamente volátil, la Comisión de Cambios instrumentó diversas medidas (Recuadro 4). Por un lado, reanudó el mecanismo de subasta diaria de dólares a un tipo de cambio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior, con la finalidad de reducir la volatilidad en dicho mercado. El monto diario máximo de

este tipo de subastas se fijó en 400 millones de dólares. Hasta el 24 de octubre, el monto subastado a través de este mecanismo ha sido de 2,096 millones de dólares. Por otro lado, se llevaron a cabo subastas extraordinarias por un monto de 11,000 millones de dólares con la finalidad de restablecer un funcionamiento ordenado del mercado cambiario y así evitar que dichos episodios de volatilidad pudieran afectar la estabilidad de los mercados financieros y tener un elevado costo en términos de actividad económica. De esta manera, la venta total de dólares a través de subastas ha sido, hasta ahora, de 13,096 millones de dólares.

Como ya se comentó, preservar el buen funcionamiento de los mercados financieros es esencial para el adecuado desempeño de una economía. En este sentido, el buen funcionamiento de los mercados debe entenderse desde un punto de vista integral, dada la gran cantidad de “vasos comunicantes” con los que estos mercados operan en la actualidad. En efecto, hoy día se antoja difícil pensar que, de verse algún mercado afectado por alguna razón, otros pudieran estar exentos de serlo. A manera de ejemplo, un inversionista podría financiar una posición larga en cierto papel en cierta moneda, emitiendo otro tipo de papel en otra moneda. De esta forma, de presentarse algún problema en alguno de estos mercados, los otros bien pudieran verse contaminados. Este tipo de ejemplos ilustra cómo eventos en los mercados de crédito pueden afectar al mercado cambiario y viceversa y, en consecuencia, la imperante necesidad de preservar en todo momento el buen funcionamiento del sistema desde un punto de vista integral, pues la contaminación entre mercados puede ser muy fuerte y rápida. En este sentido, el Banco de México, en coordinación con las demás autoridades financieras, estarán en todo momento vigilantes de la buena operación del sistema financiero.

5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

El escenario macroeconómico previsto por el Banco de México se basa en los siguientes supuestos sobre las condiciones externas:

- I. En los últimos meses, las perspectivas para el crecimiento de la actividad económica en Estados Unidos se han venido deteriorando de manera importante. En términos generales, se prevé un periodo de ajuste prolongado en dicha economía, en tanto el gasto en consumo se acomoda a niveles sostenibles en el mediano plazo. Actualmente, el consenso de las expectativas de los analistas para el crecimiento del PIB en Estados Unidos en 2008 se ubica en 1.5 por ciento, y en -0.2 por ciento para la producción industrial. Por su parte, para 2009 la mayor parte de los analistas ubica el crecimiento del PIB entre 0.0 y 0.5 por ciento, mientras que las proyecciones de la producción industrial se encuentran entre -1.3 y -0.5 por ciento.
- II. La información disponible indica que la incertidumbre en los mercados financieros internacionales continuará en los próximos meses y que las condiciones de acceso al crédito en los mercados internacionales seguirán restringiéndose.

La información analizada en este Informe sustenta el siguiente escenario para la economía de México:

Crecimiento: Se estima que en 2008 el crecimiento del PIB en términos reales resulte de alrededor de 2 por ciento; y que para 2009 éste se sitúe entre 0.5 y 1.5 por ciento. Cabe señalar que ante el elevado grado de incertidumbre prevaleciente, se estableció un intervalo de pronóstico con una amplitud mayor (un punto porcentual) a la que se había utilizado anteriormente (medio punto porcentual).

Empleo: Se anticipa que la generación de empleo en el sector formal (número de trabajadores asegurados en el IMSS) sea cercana a 230 mil plazas al cierre de 2008 y que se ubique entre 150 y 250 mil plazas al cierre de 2009.⁴⁶

Cuenta Corriente: Se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sea de alrededor de 1.4 por ciento del PIB en 2008, y que se sitúe entre 1.6 y 2.0 por ciento en 2009.

Como ya se describió previamente, el deterioro en las perspectivas de crecimiento para la economía mexicana que ha tenido lugar en los últimos meses obedece, principalmente, a que el entorno externo tiene efectos sobre la dinámica de la actividad económica en México a través de varios canales. Resumiendo los principales aspectos que se han discutido en este Informe con relación a las perspectivas sobre la actividad económica:

⁴⁶ Las cifras de empleo en el sector formal se refieren a las variaciones anuales al cierre de 2008 y 2009. Por otra parte, al considerar las correspondientes cifras medidas en promedio anual, las estimaciones muestran una variación mayor en 2008 que en 2009.

- i) La evolución reciente de la economía de Estados Unidos y de los mercados financieros ha afectado las proyecciones de crecimiento de dicho país y del resto del mundo. Esto se prevé impacte adversamente el crecimiento del PIB de México, a través de una menor expansión de las exportaciones manufactureras a los distintos mercados. Cabe recordar que en la primera mitad del año, las exportaciones manufactureras al mercado no estadounidense mantuvieron un importante dinamismo. Sin embargo, éste se atenuó en el tercer trimestre y se espera que esta tendencia se acentúe en los siguientes trimestres.
- ii) 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 trabajadores mexicanos en los sectores que están siendo más afectados por la menor fortaleza de esa economía. Esto se está reflejando en una caída del ingreso por remesas familiares, con un consecuente efecto adverso en el gasto de consumo privado en México.
- iii) Las perspectivas de un menor crecimiento económico mundial se han visto reflejadas en una disminución de la demanda de energéticos, que podría implicar bajas adicionales y persistentes del precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación. Lo anterior afecta a los ingresos que obtiene el país por las exportaciones netas de dichos productos (exportaciones menos importaciones de productos petroleros), particularmente, en un contexto en que ha descendido el nivel de la plataforma de crudo de exportación.
- iv) Las condiciones de mayor astringencia y menor liquidez en los mercados financieros internacionales han implicado una menor disponibilidad y un mayor costo del financiamiento externo, así como condiciones financieras internas más restrictivas en las economías emergentes. En el caso de México, se ha encarecido el costo del financiamiento tanto para las empresas, como para los hogares, y se han venido endureciendo los criterios para acceder al mismo. A este respecto, es previsible que las condiciones financieras en México continúen restringiéndose de manera importante durante los siguientes trimestres, propiciando con ello un menor gasto en la economía mexicana.

El escenario macroeconómico descrito está condicionado al consenso actual de los analistas respecto a la evolución referida de la actividad económica en Estados Unidos. No obstante, es importante señalar que la incertidumbre sobre la evolución de la economía en ese país y en el resto del mundo, así como la volatilidad que prevalece en los mercados financieros internacionales, implican que los riesgos de deterioro para la actividad económica en México inclusive se han acrecentado.

Inflación: La trayectoria prevista para la inflación general anual de los siguientes dos años se mantiene sin cambio respecto a la que se publicó en el Informe sobre la Inflación anterior (Cuadro 9 y Gráfica 60). No obstante, la proyección actual del INPC incorpora cambios en su composición, con relación al

patrón previsto con anterioridad. Ello, debido a diversos factores que operan en sentido opuesto:

- a) Por una parte, destacan dos elementos que sugieren menores presiones inflacionarias. Primero, el debilitamiento esperado de la actividad económica se estima limitará la demanda a nivel global y local, lo que se traduciría en un menor ritmo de crecimiento de los precios tanto de bienes como de servicios. Segundo, la trayectoria observada y esperada de las cotizaciones internacionales de los granos y de otras materias primas se espera repercutirá en menores incrementos de las cotizaciones internas de los alimentos procesados y de otros genéricos del INPC.

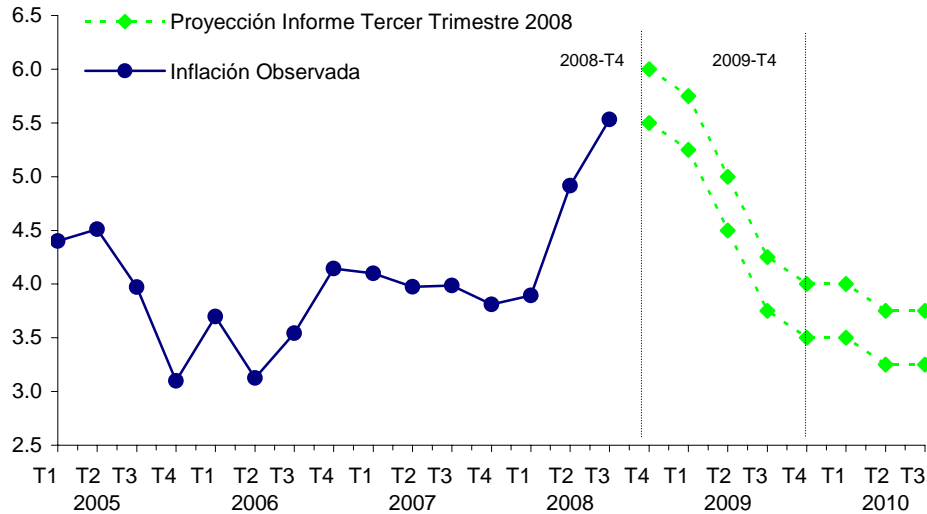
- b) Por otra parte, se anticipa que la depreciación que registró el tipo de cambio durante octubre, de percibirse permanente, pueda dar lugar a revisiones en ciertos precios, particularmente en el caso de aquéllos que se comercian internacionalmente (mercancías). Adicionalmente, en el corto plazo se esperan mayores tasas de crecimiento anuales promedio en los precios de los bienes y servicios administrados. Ello debido a que el ritmo de revisión de los precios de las gasolinas y del gas licuado se aceleró en los últimos meses con el fin de cerrar las brechas existentes con sus referencias externas, y a que en el último trimestre de 2007 se suprimió el desliz de los precios de los energéticos que comprenden el subíndice de precios administrados. Esto último repercute en el cálculo para el cuarto trimestre de 2008 de la variación anual del subíndice referido debido a la menor base de comparación sobre la que ésta se efectuará. No obstante, destaca que la significativa reducción observada en las cotizaciones internacionales de los energéticos durante octubre redujo las brechas con los precios internos de sus contrapartes, lo que sugiere que en un plazo relativamente corto podría atenuarse el ritmo de crecimiento de los precios administrados. Así, bajo las condiciones actuales, se considera que en el mediano plazo este factor no constituya un elemento de presión adicional sobre la inflación general.

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

Trimestre	Proyección	
	Informe Segundo Trimestre 2008	Informe Tercer Trimestre 2008
2008-II	4.92 ^{1/}	4.92 ^{1/}
2008-III	5.25 - 5.75	5.48 ^{1/}
2008-IV	5.50 - 6.00	5.50 - 6.00
2009-I	5.25 - 5.75	5.25 - 5.75
2009-II	4.50 - 5.00	4.50 - 5.00
2009-III	3.75 - 4.25	3.75 - 4.25
2009-IV	3.50 - 4.00	3.50 - 4.00
2010-I	3.50 - 4.00	3.50 - 4.00
2010-II	3.25 - 3.75	3.25 - 3.75
2010-III	-----	3.25 - 3.75

^{1/} Dato observado.

Gráfica 60
Inflación General Anual y Proyección de Escenario Base
Promedio trimestral en por ciento



La proyección que se presenta sobre la evolución de la inflación se encuentra sujeta a diversos riesgos. En este sentido, conviene destacar los siguientes:

1. En la medida en que la depreciación cambiaria sea percibida por los agentes económicos como permanente, sería de esperarse que, eventualmente, ésta tuviera mayores efectos sobre los precios. Sin embargo, la magnitud y velocidad del traspaso de dicho choque sobre los precios al consumidor están sujetas a un elevado grado de incertidumbre.
2. A pesar de que en los últimos meses se ha registrado una caída en los precios de las materias primas, estos productos básicos han registrado una elevada volatilidad, en respuesta a factores tanto de oferta como de demanda. Es por ello que debe señalarse que aún existen riesgos latentes en los mercados del exterior, particularmente, en lo que se refiere a los alimentos y energéticos.
3. Persiste la incertidumbre sobre la magnitud y velocidad del traspaso del incremento en la carga fiscal sobre los precios.

Si bien los factores antes mencionados representan riesgos para la inflación, la fase cíclica por la que atraviesa la economía mexicana, en un contexto de menor actividad económica a nivel global, se constituye como un importante atenuante ante las presiones y los riesgos que actualmente enfrenta la inflación.

El desarrollo y el funcionamiento ordenado del sistema financiero son elementos esenciales para mantener la estabilidad macroeconómica, el crecimiento económico y el bienestar de la población. Por un lado el desarrollo financiero permite lograr un mayor crecimiento de la productividad a través de distintos canales, entre ellos, reduce costos de transacción y permite una mayor

diversificación del riesgo inherente a los proyectos productivos. Adicionalmente, posibilita una asignación más eficiente de recursos en el tiempo, al movilizar los recursos del ahorro y asignarlos a sus usos más productivos. De esta manera es posible financiar proyectos de inversión a largo plazo y de mayor escala, los cuales en general tienen una mayor rentabilidad tanto privada como social. Por otro lado, cuando los hogares tienen acceso al sistema financiero, pueden alcanzar patrones de consumo más estables y adquirir vivienda y otros bienes de consumo duradero.

La Ley del Banco de México define como una finalidad del Instituto Central promover un sano desarrollo del sistema financiero. Al respecto, conviene recordar que la consecución de esta finalidad contribuye al buen funcionamiento de los mercados financieros, y de la economía en general. Lo anterior, en combinación con un manejo sano de las finanzas públicas, favorece un entorno propicio para alcanzar la estabilidad de precios.

La extraordinaria incertidumbre que caracteriza la coyuntura actual y la elevada volatilidad a la que han estado expuestos nuestros mercados financieros, puede resultar muy disruptiva para la actividad económica, al tiempo que puede afectar adversamente el proceso de formación de precios en la economía. En consecuencia, la Junta de Gobierno del Banco de México, en coordinación con otras autoridades financieras, continuará atenta a que el funcionamiento de estos mercados sea ordenado, y seguirá vigilando estrechamente el balance de riesgos, con miras al cumplimiento de la meta de inflación del 3 por ciento.

6. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria y para la Publicación de los Informes sobre la Inflación en 2009

A continuación se presenta el calendario para los anuncios de las decisiones de política monetaria y para la publicación de los Informes sobre la Inflación durante 2009.

Calendario para 2009		
Mes	Anuncios de Decisiones de Política Monetaria	Publicación de Informes sobre la Inflación
Enero	16	28 ^{1/}
Febrero	20	
Marzo	20	
Abril	17	29
Mayo	15	
Junio	19	
Julio	17	29
Agosto	21	
Septiembre	18	
Octubre	16	28
Noviembre	27	

^{1/} Incluye el Programa Monetario para 2009.

El calendario contempla once fechas, una cada mes excepto en diciembre, para los anuncios de las decisiones de política monetaria. No obstante, cabe señalar que el Banco de México, como en años anteriores, se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central.