

Resumen Informe Anual

2008



BANCO DE MEXICO

ABRIL, 2009

I. Introducción

La turbulencia en los mercados financieros internacionales afectó significativamente el desempeño de la economía global en 2008. A pesar de la implementación de medidas de estímulo monetario y fiscal en un elevado número de países, la tasa de crecimiento del PIB mundial disminuyó de 5.2 por ciento en 2007 a 3.2 por ciento en 2008. Además, la desaceleración de la actividad económica afectó tanto a economías emergentes como avanzadas, si bien el debilitamiento fue más pronunciado en los países de este último grupo. En Estados Unidos, la economía entró en una fase recesiva en diciembre de 2007, que se fue agudizando a lo largo de 2008. Así, en el cuarto trimestre del año el PIB registró una contracción de 6.3 por ciento a tasa trimestral anualizada.

Las presiones inflacionarias a nivel global disminuyeron considerablemente durante 2008. Esto obedeció, en parte, al debilitamiento de la actividad económica mundial. Además, la dinámica de la inflación fue influida por el comportamiento de los precios de las materias primas. En particular, los precios internacionales de estos bienes, que habían continuado registrando alzas significativas durante el primer semestre del año, mostraron importantes decrementos en el segundo. Cabe señalar que el descenso de la inflación fue más marcado en las economías avanzadas que en las emergentes. De hecho, varias de estas últimas vieron limitados sus márgenes de maniobra para la implementación de políticas contracíclicas, debido en parte a la persistencia de tasas de inflación relativamente elevadas.

Las condiciones en los mercados financieros internacionales se deterioraron considerablemente durante 2008. El incremento de la cartera vencida en el sector hipotecario de Estados Unidos, primero en el de baja calidad y después de manera generalizada, afectó considerablemente el mercado de instrumentos respaldados por hipotecas. En un contexto de poca transparencia respecto de la exposición de los bancos a este tipo de instrumentos, esto provocó un incremento en el riesgo de contraparte, que a su vez dio lugar a un serio problema de liquidez en el mercado interbancario. Lo anterior, combinado con elevados niveles de endeudamiento, forzó a los intermediarios financieros a iniciar un proceso de desapalancamiento que presionó a la baja a los precios de diversos activos. Ante la mayor incertidumbre, la restricción de liquidez y el deterioro de los precios de los activos, las dificultades se extendieron rápidamente a otros segmentos de los mercados financieros y a otros países.

Los problemas en los mercados financieros se vieron agravados por la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008. Este evento dio lugar a un fuerte incremento de la percepción de riesgo global, y aumentó la incertidumbre respecto de la calidad de algunos activos en poder de las instituciones financieras. Así, el costo del crédito interbancario aumentó abruptamente y la liquidez en los mercados financieros cayó aun más. La situación se complicó como resultado de los vínculos de retroalimentación entre el sector financiero y el sector real. De esta forma, además de la crisis de liquidez, los mercados financieros enfrentaron un problema de solvencia que dio lugar al riesgo de un colapso del sistema financiero internacional. En este contexto, los flujos de capital a las economías emergentes se contrajeron de manera pronunciada,

afectando los tipos de cambio y los mercados accionarios y de deuda de muchos de estos países.

Ante el rápido deterioro de las condiciones financieras globales, numerosas economías avanzadas y emergentes implementaron medidas para restablecer la confianza en sus sistemas financieros. Dichas acciones incluyeron el relajamiento de la política monetaria, la creación de facilidades para la provisión de liquidez en los mercados financieros, garantías para la emisión de nueva deuda bancaria, una extensión de la protección a los depósitos de los ahorradores y esfuerzos iniciales por fortalecer el capital de algunas instituciones, entre muchas otras. Además, las autoridades de algunos países avanzados implementaron de manera coordinada algunas de estas medidas, con el fin de fortalecer su impacto. Si bien estas acciones permitieron reducir los riesgos de un colapso del sistema financiero internacional, la incertidumbre en los mercados financieros continuó hasta el cierre de 2008.

Ante la intensificación de la crisis financiera internacional a partir de mediados de septiembre de 2008, y la propagación de sus efectos a las economías emergentes, el Banco de México, en coordinación con la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, instrumentó diversas acciones orientadas a preservar el buen funcionamiento de los mercados financieros internos. Por un lado, la Comisión de Cambios decidió proveer al mercado cambiario de liquidez en dólares a través de diferentes mecanismos. Por otro, en lo que se refiere a la liquidez en moneda doméstica, se establecieron facilidades preventivas para su provisión temporal a los bancos y se adoptaron otras medidas orientadas a apoyar la liquidez en los mercados internos de deuda. Entre éstas destacan: la modificación de los programas de colocaciones primarias de valores del Gobierno Federal, incrementando la importancia relativa de las colocaciones de corto plazo; programas de recompra de valores de Bonos M y Udibonos; y, subastas de intercambio de flujos resultado de tasas de interés fijas de largo plazo por tasas revisables de corto plazo (swap de tasas de interés). Finalmente, se instrumentaron medidas dirigidas a propiciar un funcionamiento más ordenado de los mercados financieros. Entre éstas, el Banco de México instrumentó un programa de compra de bonos del IPAB; se introdujeron facilidades regulatorias temporales para que las Sociedades de Inversión tuvieran mayor flexibilidad en la recomposición de sus portafolios; y, se estableció un programa de garantías por parte de la banca de desarrollo, para la colocación de deuda privada de corto plazo.

Como resultado de un entorno internacional especialmente adverso, la actividad económica en México fue perdiendo dinamismo durante 2008. En particular, durante los primeros tres trimestres del año, la economía se fue desacelerando como respuesta al gradual deterioro de la demanda externa, lo cual incidió fundamentalmente en los niveles de actividad de los sectores productores de bienes comerciables. No obstante, en los últimos meses del año, el choque de demanda externa se extendió al componente privado del gasto doméstico, lo cual influyó en el dinamismo del PIB y en particular, condujo a que éste mostrara una tasa de crecimiento negativa en el último trimestre.

La evolución de la inflación en México durante 2008 se vio afectada, principalmente, por los aumentos sin precedente en los precios internacionales de las materias primas alimenticias, metálicas y energéticas, particularmente durante el primer semestre del año. Estas alzas impactaron la estructura de costos de

producción de prácticamente todos los sectores de la economía, así como la política de precios de bienes y servicios administrados del Gobierno Federal. De igual forma, la evolución de los precios estuvo influida hacia finales del año por la depreciación cambiaria que tuvo lugar a partir de septiembre. Así, al cierre de 2008, la inflación general anual fue de 6.53 por ciento, mientras que en diciembre de 2007 ésta se había situado en 3.76 por ciento.

El incremento en la inflación durante 2008 no tuvo repercusiones de importancia en las expectativas de inflación de mediano plazo. Ello fue resultado, en gran medida, de las acciones de política monetaria orientadas a mantener el “anclaje” de estas expectativas para el mediano y largo plazos. Así, ante la elevación de la inflación y de los riesgos asociados a ésta, la Junta de Gobierno del Banco de México incrementó el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día en 25 puntos base en los meses de junio, julio y agosto. Con ello, dicha tasa de interés aumentó de 7.50 a 8.25 por ciento. Posteriormente, teniendo en consideración que un funcionamiento ordenado de los mercados es indispensable para la estabilidad del sistema financiero, la Junta de Gobierno del Instituto Central decidió mantener sin cambio la postura de política monetaria a partir de septiembre.

II. Entorno Internacional

Durante 2008, la tasa de crecimiento de la economía global se desaceleró de manera importante para situarse en 3.2 por ciento, observándose expansiones menores tanto en las economías avanzadas como en las emergentes y en desarrollo.

En Estados Unidos, el PIB se incrementó apenas 1.1 por ciento, cifra significativamente inferior a la observada en el año anterior (2.0 por ciento). La actividad económica de otros países avanzados siguió el declive de la de Estados Unidos, al ser afectada por las dificultades financieras y la reducción del comercio mundial. En todos los casos, el desempeño durante el año fue muy inferior al exhibido durante 2007. Para todo el año, el PIB en la zona del euro, Reino Unido y Canadá registró un avance de 0.8, 0.7 y 0.5 por ciento, respectivamente, mientras que en Japón se contrajo 0.6 por ciento. Las economías emergentes, si bien continuaron expandiéndose a un ritmo significativamente mayor al observado en las economías avanzadas, también crecieron a tasas menores que las registradas en 2007.

La inflación se redujo tanto en los países avanzados como en las economías emergentes en la segunda mitad del año, como resultado del menor ritmo de actividad económica y de las caídas de los precios de los productos primarios, especialmente los energéticos. El precio del barril de petróleo, luego de iniciar el año en niveles ligeramente inferiores a 100 dólares para el tipo West Texas Intermediate (WTI), alcanzó en julio más de 145 dólares. Posteriormente, y a pesar de recortes a la producción y tensiones geopolíticas, dicho precio mostró una clara tendencia a la baja, terminando el año con una cotización de 45 dólares. Los precios de los productos primarios no energéticos también mostraron una trayectoria alcista hasta mediados de año, para luego disminuir.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor se ubicó en julio en 5.6 por ciento, la mayor desde 1991. Sin embargo, el descenso de los precios de los productos primarios contribuyó a que la inflación general se redujera con rapidez, ocasionando además que en el último trimestre se observaran los mayores retrocesos mensuales en la historia del índice, y que la inflación a tasa anual en diciembre se situara en 0.1 por ciento.

La evolución de la inflación de otros países avanzados siguió una trayectoria similar a la observada en Estados Unidos. En la zona del euro, la inflación general al consumidor alcanzó en junio su máximo desde mayo de 1992 (4 por ciento a tasa anual), si bien comenzó a bajar al reducirse los precios de los productos primarios; al cierre de diciembre, la inflación se situó en 1.6 por ciento. La inflación en Japón también tuvo un breve repunte a mediados de año, pero cerró 2008 en 0.4 por ciento a tasa anual. En las economías emergentes, el panorama inflacionario fue mixto durante 2008. Mientras que en algunos países se observó una marcada disminución de la inflación en la segunda mitad del año, en otros se mantuvo elevada o inclusive aumentó.

Los mercados financieros internacionales continuaron sujetos a fuertes tensiones durante 2008, que se agravaron luego de la bancarrota de Lehman Brothers en septiembre. Con el fin de fortalecer la confianza en los mercados financieros y aliviar el debilitamiento de la actividad económica, en 2008 los países avanzados relajaron de manera agresiva su postura de política monetaria. En Estados Unidos, el objetivo para la tasa de interés de política se redujo de 4.25 por ciento a principios del año, hasta un nivel de entre 0 y 0.25 por ciento. Por su parte, el Banco Central Europeo disminuyó su tasa de política en tres ocasiones, en un total de 175 puntos base, para colocarla en un nivel de 2.5 por ciento al finalizar el año. El Banco de Inglaterra ajustó a la baja su tasa de interés de referencia a niveles históricamente bajos (2 por ciento al cierre de 2008), en tanto que el Banco de Japón la redujo a 0.1 por ciento. Cabe señalar que como parte de estos esfuerzos, los bancos centrales de varios países avanzados anunciaron en octubre una reducción coordinada de sus tasas de interés de política.

Conforme el margen de maniobra de la política monetaria tradicional (es decir, a través de ajustes de la tasa de interés de política) se fue reduciendo, las autoridades monetarias de estos países decidieron recurrir a otros instrumentos para estimular sus economías y apoyar sus sistemas financieros. Estas medidas incluyeron la creación de nuevas facilidades de financiamiento, el intercambio de divisas entre distintos bancos centrales, la ampliación del acceso a financiamiento del banco central a otras categorías de prestatarios y con una gama de colateral más amplia, así como la compra directa de instrumentos financieros. Como resultado, se propició un fuerte aumento en el tamaño de las hojas de balance de los bancos centrales de los principales países avanzados. También en un número significativo de economías emergentes tuvo lugar un relajamiento de la política monetaria en 2008. Sin embargo, se observó una mayor dispersión de un país a otro en el manejo de este instrumento que en el caso de los países avanzados.

Por otra parte, a medida que la debilidad de la actividad económica se profundizó y que la efectividad de los mecanismos de transmisión de la política monetaria se vio reducida, diversos países recurrieron a políticas de estímulo fiscal para apoyar la demanda.

Además de las acciones monetarias y fiscales antes señaladas, el fuerte deterioro de las condiciones en los mercados financieros internacionales llevó a las autoridades a tomar una serie de medidas extraordinarias para evitar un colapso generalizado del sistema financiero. En Estados Unidos, el Departamento del Tesoro activó en octubre el Programa Temporal de Activos Problemáticos (TARP, por sus siglas en inglés), orientado entre otros objetivos a elevar los niveles de capitalización de los bancos y otras entidades elegibles, y se dieron a conocer programas de apoyo a instituciones y sectores específicos. Por su parte, las economías avanzadas de Europa anunciaron diversas medidas para elevar la protección de los depósitos de los ahorradores, proveer garantías a las nuevas emisiones de deuda y un plan inicial para aumentar el capital de los bancos. En las economías emergentes, las medidas implementadas incluyeron programas de fortalecimiento del sistema bancario local, la implementación de programas de acceso a liquidez en dólares, intervenciones en el mercado cambiario y el otorgamiento de garantías a deuda de instituciones financieras.

Las acciones adoptadas en Estados Unidos y otros países, principalmente durante el último trimestre de 2008, lograron aliviar la incertidumbre en algunos segmentos de los mercados financieros. No obstante, la preocupación sobre la viabilidad de diversas instituciones financieras y sobre la efectividad de los distintos programas de apoyo, principalmente en Estados Unidos, se mantuvo hasta el cierre de 2008.

III. Evolución de la Economía: Panorama General

III.1. Actividad Económica

Como resultado de un entorno internacional especialmente adverso, la actividad económica en México se fue debilitando a lo largo de 2008. Durante los primeros tres trimestres del año, la economía se fue desacelerando principalmente como respuesta al gradual deterioro de la demanda externa, lo cual incidió fundamentalmente en los niveles de actividad de los sectores productores de bienes comerciables. No obstante, en los últimos meses del año, el choque de demanda externa se extendió al componente privado del gasto doméstico, lo cual influyó en el dinamismo de los sectores productores de bienes no comerciables y, en particular, condujo a que éstos mostraran una tasa de crecimiento negativa en el último trimestre. Así, si bien durante los primeros tres trimestres del año el PIB creció 2.4 por ciento anual, en el último trimestre de 2008 este agregado registró un decremento de 1.6 por ciento anual. En consecuencia, para el año en su conjunto la expansión del PIB fue de 1.3 por ciento.

En general, los principales aspectos que caracterizaron el desempeño de la actividad económica en México en 2008 fueron los siguientes:

- a) En cuanto a los componentes domésticos de la demanda, el comportamiento que registró el gasto privado difiere sustancialmente de la evolución que presentó el gasto público. En particular, mientras que el consumo y la inversión del sector privado fueron desacelerándose

hacia finales del año, el componente público del gasto mantuvo una tendencia positiva, especialmente en el renglón de la inversión.

- b) Las exportaciones de bienes y servicios fueron registrando una reducción importante en su tasa de crecimiento anual a partir del segundo trimestre de 2008. En términos desestacionalizados, el componente externo de la demanda agregada registró una caída de 8.8 por ciento en el último trimestre de 2008, lo cual pone de manifiesto la mayor intensidad del choque externo hacia finales del año.
- c) La evolución anual del PIB reflejó una caída en su componente de bienes comerciables y una desaceleración de la correspondiente a los bienes no comerciables. Cabe señalar que, en el cuarto trimestre, incluso estos últimos registraron una caída anual.

La evolución de la demanda agregada y, en general, de la actividad económica, no ejerció presión sobre la capacidad productiva del país en 2008, de ahí que no constituyó una fuente de presión sobre los precios. Esto se concluye al considerar que el uso de la capacidad de planta registró una fuerte desaceleración en ese año y que el producto creció a tasas moderadas en los primeros tres trimestres, seguido por una contracción significativa en el último trimestre del año.

III.2. Empleo, Remuneraciones y Productividad

El debilitamiento de la actividad económica en 2008 se reflejó en una menor demanda de trabajo, particularmente en el sector formal de la economía, así como en una tendencia al alza de la tasa de desocupación a nivel nacional. Dada la evolución que presentó la actividad productiva a lo largo del año, la disminución en la demanda de trabajo y la tendencia creciente en la tasa de desocupación se acentuaron en los últimos meses de 2008.

Los principales aspectos de la evolución del mercado laboral en 2008 fueron los siguientes:

- a) El empleo formal presentó una pérdida de dinamismo a lo largo del año, registrándose al final del año una reducción anual en el número de trabajadores asegurados en el Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS). La menor ocupación formal se derivó de la combinación de una reducción de los trabajadores permanentes y de un aumento de los eventuales urbanos.
- b) La tasa de desocupación a nivel nacional en 2008 superó a la observada en el año previo.
- c) La proporción de la población ocupada en actividades informales y la tasa de subocupación se mantuvieron elevadas a lo largo del año.

En lo que respecta a la evolución que mostraron durante 2008 los salarios y el producto por trabajador, cabe destacar lo siguiente:

- a) La tasa de crecimiento anual del salario base de cotización al IMSS, en el cual se incorpora al total de los trabajadores afiliados a ese Instituto, y el aumento promedio al salario contractual, mostraron un comportamiento similar respecto del 2007.
- b) El incremento otorgado al salario mínimo para 2009 fue mayor al aumento negociado durante el año previo.
- c) El producto por trabajador para el total de la economía, que se calcula con información de la ENOE (Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo) y del Sistema de Cuentas Nacionales, presentó en 2008 un incremento promedio menor al registrado el año previo.

III.3. Sector Externo

La evolución de las cuentas externas del país en 2008 reflejó la concurrencia de una caída en los niveles de actividad económica global y una mayor restricción de financiamiento. Tal entorno generó, entre otros, los siguientes efectos: una disminución del ritmo de crecimiento de las exportaciones no petroleras; una desaceleración de las importaciones, particularmente a finales del año; una caída de los ingresos del exterior por remesas familiares; y condiciones más restrictivas de acceso a los flujos de capital del exterior, tanto crediticios como de inversión.

En general, en la evolución del sector externo en 2008 cabe destacar los siguientes aspectos:

- a) El ritmo de crecimiento de las exportaciones no petroleras se fue moderando a lo largo del año, de modo que su tasa anual resultó negativa en el último trimestre.
- b) Los elevados precios del petróleo que prevalecieron durante la primera mitad de 2008 propiciaron que el valor anual de las exportaciones petroleras alcanzara un monto sin precedentes. Sin embargo, en el segundo semestre del año, tanto el precio, como el volumen de crudo exportado, registraron una caída anual.
- c) Las importaciones de mercancías mantuvieron en 2008 una tasa de crecimiento importante. No obstante, en el último trimestre, el menor dinamismo de la demanda agregada condujo a que las importaciones de bienes de consumo e intermedias se redujeran, en tanto que las de bienes de capital atenuaran su ritmo de crecimiento.
- d) El ingreso de recursos al país por remesas familiares registró una caída a tasa anual de 3.6 por ciento (aumento de 2 por ciento en 2007). En particular, en 2008 tales ingresos fueron perdiendo fortaleza a lo largo del año, tendencia que se acentuó en el segundo semestre.
- e) La cuenta de capital de la balanza de pagos mostró en 2008 un superávit de 21,438 millones de dólares, que fue resultado neto de entradas de recursos por concepto de inversión extranjera directa y en

el mercado de dinero; endeudamiento con el exterior por parte del sector privado no bancario; y por financiamiento externo dirigido a proyectos Pidiregas; y de salidas de recursos por un desendeudamiento con el exterior del sector público y de la banca comercial; por egresos asociados a la inversión extranjera en el mercado accionario; y por un aumento en el año su conjunto de los activos en el exterior propiedad de residentes en México.

- f) Durante el año que se reporta la reserva internacional neta aumentó en 7,450 millones de dólares. Así, al 31 de diciembre de 2008 el saldo de dicha reserva se situó en 85,441 millones.

III.4. Finanzas Públicas

En 2008, los resultados de las finanzas públicas fueron congruentes con las metas establecidas en el paquete económico aprobado por el H. Congreso de la Unión e inclusive se obtuvieron ingresos excedentes respecto a lo considerado en la Ley de Ingresos de la Federación 2008 (LIF-2008). Estos resultados se obtuvieron a pesar de los efectos sobre las finanzas públicas de la desaceleración económica y de la reducción en los precios del petróleo, en particular en el último trimestre del año. Conforme a lo aprobado para 2008 se obtuvo prácticamente un equilibrio en el balance público tradicional (déficit de 0.1 por ciento del PIB) excluyendo el costo fiscal de la Reforma a la Ley del ISSSTE. El costo fiscal del cambio del régimen de pensiones del ISSSTE fue de 292 miles de millones de pesos (mmp), cifra equivalente a 2.4 puntos del PIB. Cabe señalar que si bien dicho costo elevó el déficit y la deuda del sector público en 2008, el nuevo régimen de pensiones implica una disminución de las presiones de gasto en pensiones para las finanzas públicas en el mediano plazo.

Los ingresos presupuestarios ascendieron a 2,857.1 mmp (23.6 puntos del PIB), lo que representó un crecimiento real respecto a los observados en 2007 y un nivel mayor que el programado en la LIF-2008. A esto último contribuyeron, particularmente, los elevados precios del petróleo observados durante la mayor parte del año y la presencia de ingresos no recurrentes. Adicionalmente, la entrada en vigor en 2008 de la reforma fiscal, aprobada en 2007, fortaleció la recaudación tributaria no petrolera.

Los mayores ingresos fiscales en 2008 permitieron que el gasto público superara el nivel programado y se incrementara en términos reales con respecto a 2007. El gasto público presupuestario en 2008 ascendió a 2,865.3 mmp (23.7 puntos del PIB), lo que significó un crecimiento real de 9.8 por ciento respecto al de 2007. Este crecimiento fue principalmente resultado del incremento de las erogaciones programables (10.5 por ciento real), dentro de las cuales el gasto de capital creció 24.6 por ciento real respecto a 2007 y representó 4.4 puntos del PIB.

Ante el deterioro de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial en 2008 y sus repercusiones sobre la economía mexicana, el Gobierno Federal anunció en el año tres programas de medidas fiscales orientadas a mitigar dichos efectos: el Programa de Apoyo a la Economía en marzo, el Programa de Apoyo a la Economía Familiar en mayo y el Programa para Impulsar el Crecimiento y el Empleo (PICE) en octubre. En los dos primeros programas se

establecieron medidas orientadas a disminuir principalmente los costos y la carga fiscal de las empresas y a proteger el ingreso de los hogares y facilitar su acceso a alimentos básicos. No obstante, estos dos programas no implicaron presiones a las finanzas públicas, ya que no modificaron la meta anual del balance público.

Por su parte, el PICE surgió en respuesta al mayor deterioro de la actividad económica observado en el último trimestre de 2008 y la expectativa de un menor crecimiento para 2009. El PICE incorporó medidas orientadas a impulsar la demanda interna a través de una mayor inversión pública en infraestructura y la ampliación del crédito directo e inducido por la banca de desarrollo. Estas medidas quedaron incorporadas en el paquete económico aprobado por el H. Congreso de la Unión para 2009, en el cual se modificó la meta de déficit público tradicional de un equilibrio en el balance tradicional a un déficit de 227.5 mmp (1.8 puntos del PIB).

Finalmente, cabe señalar que a finales de 2008, el Gobierno Federal anunció la contratación de coberturas petroleras con cargo a la reserva del FEIP. Estas coberturas garantizan para 2009 un precio promedio de 70 dpb para las exportaciones petroleras netas del país (330 millones de barriles en el año), con lo que podrá compensarse la reducción esperada de los ingresos petroleros, producto de la caída en el precio del combustible respecto a lo presupuestado en la LIF-2009.

III.5. Agregados Monetarios y Crediticios

A partir de mediados de septiembre de 2008, se intensificó la crisis financiera internacional y se esparcieron sus efectos a nivel global. En este entorno, se dieron dos procesos que afectaron a los mercados cambiarios y otros mercados financieros, principalmente de las economías emergentes. Por un lado, la extrema aversión al riesgo que prevaleció en este entorno de elevada incertidumbre, generó la búsqueda, por parte de los inversionistas, de activos financieros más seguros. Por otra parte, se intensificó el proceso de desapalancamiento global que condujo a la liquidación de posiciones en distintos mercados financieros, particularmente en las de las economías emergentes. De esta manera, los tipos de cambio de estas economías registraron fuertes depreciaciones y mayor volatilidad, al tiempo que se ampliaron significativamente los diferenciales de su deuda soberana y corporativa y se restringieron sus condiciones de acceso al financiamiento externo. En los mercados internos de estos países, estos efectos y la recomposición de los portafolios hacia activos más seguros y de menor plazo redujeron la liquidez de los mercados de instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.

Este deterioro en las condiciones financieras condujeron al Banco de México, en coordinación con la SHCP, a adoptar un conjunto de medidas orientadas a preservar el buen funcionamiento de los mercados financieros en México. Estas medidas estuvieron orientadas a: proveer de liquidez al mercado cambiario; asegurar la provisión de liquidez interna al sistema bancario; mejorar las condiciones de liquidez en los mercados de valores; y, otras medidas para eliminar algunos obstáculos para el funcionamiento ordenado de los mercados financieros.

En lo que respecta a la liquidez en dólares, en octubre la Comisión de Cambios decidió intervenir en el mercado cambiario a través de dos tipos de subastas (En ambos tipos de subastas únicamente pueden participar instituciones de banca múltiple y de banca de desarrollo del país). Por un lado, a partir del 9 de octubre y hasta nuevo aviso, se reactivó el mecanismo de venta de dólares a través de subastas diarias con precio mínimo, a través del cual se asignaron 4,178 millones de dólares. Por otra parte, en octubre se realizaron subastas extraordinarias de dólares, para atender demandas excepcionales de divisas, por un monto de 11,000 millones de dólares. Asimismo, el 29 de octubre de 2008 el Banco de México estableció mecanismo de intercambio temporal de divisas (conocido como “línea swap”) establecido con la Reserva Federal de los Estados Unidos hasta por un monto de 30 mil millones de dólares.

En lo referente a la liquidez interna para el sistema bancario, en octubre de 2008 el Banco de México decidió establecer de manera preventiva una facilidad adicional para la provisión temporal de liquidez a los bancos con base en la experiencia de otros países que han enfrentado situaciones en las que a los bancos se les dificulta acceder a medios de fondeo en el mercado de dinero.

Con la finalidad de mejorar las condiciones de liquidez en los mercados de valores, el Gobierno Federal y el Instituto Bancario de Protección al Ahorro (IPAB) modificaron su programa de colocaciones primarias de valores del cuarto trimestre de 2008, incrementando el monto de colocaciones de valores de corto plazo y reduciendo la emisión de valores de mediano y largo plazo. Adicionalmente, el Gobierno Federal realizó subastas de recompras de Bonos M y Udibonos, en las que se realizaron asignaciones por 4,342.1 millones de pesos y 712.6 millones de UDIS, respectivamente. Por su parte, el Banco de México llevó a cabo subastas de intercambio de flujos resultado de tasas de interés fijas de largo plazo por tasas revisables de corto plazo (swap de tasas de interés), en las que se asignaron 4,400 millones de pesos.

Adicionalmente, se instrumentaron medidas dirigidas a eliminar algunos obstáculos para el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. En primer término, el Banco de México instrumentó un programa de subastas de compra de bonos del IPAB, que resultó en una compra por un monto de 146,702 millones de pesos. En segundo lugar, se introdujeron facilidades regulatorias temporales para que las Sociedades de Inversión tuvieran mayor flexibilidad en la recomposición de sus portafolios. Finalmente, se estableció un programa de garantías, por parte de la banca de desarrollo, para la colocación de deuda privada de corto plazo. Las emisiones que utilizaron este programa en 2008 ascendieron 9.5 miles de millones de pesos.

Al cierre de diciembre de 2008, el saldo de la base monetaria creció a una tasa nominal anual promedio de 12.5 por ciento, presentando un mayor dinamismo hacia finales del año. A lo anterior pudieron haber contribuido un cambio en la composición de cartera del sector privado entre efectivo y depósitos bancarios como consecuencia de la entrada en vigencia del Impuesto a los Depósitos en Efectivo (IDE) en julio de 2008, así como el incremento en las remesas del exterior valuadas en pesos a partir de octubre de 2008.

En 2008, en un entorno caracterizado por una desaceleración del crecimiento de la actividad económica, los agregados monetarios registraron un crecimiento promedio anual inferior al observado un año antes. En los primeros

tres trimestres de 2008, los agregados monetarios mostraron una tendencia descendente en su ritmo de crecimiento. No obstante, en el cuarto trimestre del año, se registró una recomposición de los portafolios de activos financieros a favor de activos con un rendimiento nominal más seguro. Un factor adicional que explica la recuperación del crecimiento anual de los agregados monetarios amplios (M2, M3 y M4) es el impacto de la implementación de la nueva Ley del ISSSTE, a partir de diciembre de 2008, sobre la tenencia de activos financieros internos del sector privado residente. En 2008 el agregado monetario M1 registró una variación nominal anual promedio de 8 por ciento, inferior a la observada en 2007 de 9.7 por ciento anual. Por su parte, el agregado monetario más amplio M4 registró una variación real anual promedio de 7.3 por ciento, al excluir el impacto de la Ley del ISSSTE el crecimiento real anual promedio de este agregado monetario fue de 6.9 por ciento, mientras que en 2007 fue de 7.2 por ciento.

La intensificación de la crisis financiera internacional en los últimos meses de 2008 ocasionó condiciones de extrema aversión al riesgo y restricción de liquidez en todos los mercados financieros. Bajo estas condiciones, la oferta de recursos para el financiamiento de la economía disminuyó y el acceso a algunos mercados financieros se restringió de forma importante. Por otro lado, la desaceleración de la actividad económica y el deterioro de las perspectivas de mediano plazo han disminuido la demanda de financiamiento por parte del sector privado. El resultado de estos efectos fue la reducción del crecimiento del financiamiento al sector privado no financiero y el incrementó en su costo, tanto del financiamiento externo como el proveniente de fuentes internas, a través de la emisión de deuda y el crédito otorgado por el sistema financiero.

En 2008 el financiamiento total al sector privado no financiero mostró un deterioro importante en sus tasas de crecimiento, principalmente hacia el último trimestre del año. En diciembre de 2008, este agregado financiero registró una variación real anual de 8.9 por ciento, mientras que en el mismo mes de 2007 había mostrado un crecimiento de 10.6 por ciento real anual. Del financiamiento al sector privado no financiero, el otorgado a los hogares es el que ha sufrido un mayor deterioro, en particular el crédito al consumo. En diciembre de 2008, el crédito total a los hogares registró una reducción real anual de 1 por ciento, mientras que en el mismo mes de 2007 tuvo un crecimiento real anual de 9.6 por ciento. En lo que respecta al financiamiento a las empresas, al desagregar por fuente de financiamiento, tanto el externo (expresado en dólares) como el interno mostraron una desaceleración en su crecimiento. En 2008, el financiamiento externo a las empresas privadas no financieras expresado en dólares presentó un crecimiento de 3.6 por ciento (5.6 por ciento en 2007), mientras que el financiamiento interno a las empresas privadas no financieras registró un incremento real anual de 12.4 por ciento (18.7 por ciento en 2007).

III.6. Inflación

Al cierre de 2008, la inflación general anual resultó de 6.53 por ciento, ubicándose 2.77 puntos porcentuales por arriba de la cifra registrada en diciembre de 2007. La tendencia ascendente que exhibió esta variable fue resultado de varios eventos afectaron a la oferta de bienes y servicios en el país. Al respecto, destacan los aumentos significativos que se presentaron durante el primer semestre en los precios internacionales de las materias primas

alimenticias, metálicas y energéticas. Estas alzas tuvieron un impacto determinante en la estructura de costos de producción en prácticamente todos los sectores de la economía. De igual forma, la dinámica de los precios se vio afectada por la presión que sufrió la paridad cambiaria a partir de septiembre.

La inflación subyacente anual alcanzó en diciembre de 2008 un nivel de 5.73 por ciento, lo que implicó un aumento de 1.59 puntos porcentuales respecto a la cifra de cierre de 2007. En este resultado incidió de manera importante el aumento en los precios de las materias primas alimenticias y metálicas. Las primeras de éstas repercutieron sobre el proceso de formación de precios de los alimentos procesados y de los servicios asociados a la alimentación. Las segundas incidieron sobre los costos de la construcción de vivienda, y por ende sobre estos servicios.

Por lo que toca a la inflación no subyacente anual, ésta se ubicó al cierre del año en 8.72 por ciento al cierre de 2008, cufra 6.01 puntos porcentuales menor que la del cierre del año previo. Los principales determinantes de este incremento fueron las alzas en los precios internacionales de las materias primas energéticas, que se reflejaron en las cotizaciones internas de sus contrapartes, y también, las alzas que se observaron en los precios de los productos agropecuarios.

IV. Política Monetaria y Cambiaria durante 2008

IV.1. Política Monetaria

IV.1.1. Acciones de Política Monetaria durante 2008

Después de mantener el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día sin cambio en un nivel de 7.50 por ciento de enero a mayo de 2008, en los meses de junio, julio y agosto, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió incrementar dicho objetivo en 25 puntos base en cada ocasión, con lo que ésta aumentó de 7.50 por ciento a 8.25 por ciento. Estas acciones buscaron que el repunte observado en la inflación, derivado del incremento en los precios de las materias primas, 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, durante los meses de septiembre, octubre y noviembre se presentó un fuerte incremento en la aversión al riesgo en los mercados financieros internacionales, lo que se tradujo en una fuerte volatilidad en las economías emergentes, entre ellas México. Teniendo esto en consideración, 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 a partir del mes de septiembre, pese al deterioro que registraron en esos meses las perspectivas económicas.

Durante el cuarto trimestre de 2008, el Banco de México y la SHCP llevaron a cabo diversas acciones para preservar el buen funcionamiento de los mercados de capitales domésticos. A este respecto, es importante señalar que de no haberse tomado dichas acciones, los efectos sobre la actividad económica en nuestro país pudieron haber sido muy disruptivos.

Para poner en contexto las acciones de política monetaria señaladas, es importante analizar los factores que afectaron a la inflación durante 2008. Entre éstos, por el lado de la oferta destacan: i) los incrementos en los precios internacionales de las materias primas en la primera mitad de 2008; ii) la política del Gobierno Federal con relación a los precios de ciertos bienes y servicios públicos; y, iii) posibles efectos del traspaso de la depreciación cambiaria a los precios al consumidor hacia finales de año. Cabe señalar que, por su naturaleza, estos factores tienen efectos sobre los costos de las empresas y, por consiguiente, pueden tenerlos sobre las perspectivas inflacionarias de los agentes económicos.

Por otra parte, en un contexto en el que la actividad económica fue perdiendo dinamismo durante el año, no se detectaron presiones inflacionarias por el lado de la demanda.

Bajo estas condiciones, la inflación presentó una tendencia al alza durante 2008. Ello dio lugar a que diversos indicadores retrospectivos que ofrecen información acerca de la evolución de la inflación mostraran un deterioro en el año. 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 tiene lugar con cierto rezago. Por ello, a pesar de que dichas referencias comenzaron a disminuir a partir del tercer trimestre de 2008, los efectos de los incrementos previos aún se vieron reflejados en aumentos en los precios de algunos genéricos en México durante el segundo semestre del año.

Por su parte, la evolución de los indicadores que ofrecen información acerca de las perspectivas inflacionarias reflejó, como era de esperarse ante el deterioro en la inflación durante el año, un incremento en sus expectativas para los horizontes más cercanos. No obstante, el incremento de las correspondientes al mediano plazo fue significativamente menor.

Los acontecimientos descritos se vieron reflejados en la dinámica de la curva de rendimientos. Durante los primeros meses de 2008, a raíz de los problemas en los mercados financieros que iniciaron en agosto de 2007 en Estados Unidos, la búsqueda de instrumentos libres de riesgo por parte de los inversionistas junto con la expectativa de una disminución en el ritmo de actividad económica, dieron lugar a una reducción en las tasas de interés en todos sus plazos en dicho país. En este contexto, las tasas de interés de mediano y largo plazo en México registraron una disminución en el primer trimestre del año que condujo a un aplanamiento de la referida curva. Sin embargo, ante la materialización de los riesgos de una mayor inflación en México, las tasas de interés de mayor plazo comenzaron a registrar aumentos durante el segundo trimestre del año, lo que se vio reflejado en un empinamiento de la curva de rendimientos. A este respecto, es posible que una parte importante del incremento en las tasas de mayor plazo haya reflejado una mayor demanda de prima de riesgo por inflación por parte de los inversionistas. Posteriormente,

durante el tercer trimestre se presentó un aplanamiento de la curva. Por una parte, las acciones de política monetaria comentadas previamente indujeron un incremento en los rendimientos de corto plazo. Por otra, los rendimientos de mayor plazo presentaron una disminución. Esto último obedeció, principalmente, a una menor prima de riesgo por inflación, como resultado de la disminución que se comenzó a observar en los precios internacionales de las materias primas a partir de julio y de las acciones de política monetaria señaladas.

El comportamiento de las tasas de interés en México hacia finales del tercer trimestre y comienzos del cuarto estuvo influenciado por factores que afectaron las condiciones en los mercados financieros internacionales. En este periodo, las tasas de interés de largo plazo en México presentaron un incremento importante, tanto en su nivel, como en su volatilidad. Lo anterior se dio en un contexto en el que las expectativas de inflación para el mediano y largo plazo se mantuvieron razonablemente bien “ancladas”, por lo que el fuerte empinamiento que se observó en la curva de rendimientos posiblemente reflejó el incremento en la aversión al riesgo que dio lugar a que muchos inversionistas liquidaran posiciones en mercados emergentes.

En la medida en que las acciones previamente descritas para preservar el buen funcionamiento de los mercados financieros nacionales fueron teniendo efectos, hacia finales del año, se revirtió parte del incremento que se había observado en las tasas de interés de mayor plazo. Otros factores que contribuyeron a dicha disminución fueron el deterioro en las perspectivas para la actividad económica y la percepción por parte de los mercados (implícita en la evolución de la curva de futuros para la TIIE a 28 días) de menores tasas de interés de corto plazo en el futuro previsible.

IV.2. Política Cambiaria

A partir de septiembre de 2008, ante un entorno de desapalancamiento global y de mayor aversión al riesgo, en el que diversos inversionistas liquidaron posiciones en mercados emergentes, en donde la fuerte desaceleración de las economías avanzadas afectó la actividad económica en las economías emergentes, en el que los precios internacionales de las materias primas continuaron disminuyendo y en donde la astringencia en los mercados financieros se intensificó, los márgenes soberanos de la mayor parte de las economías emergentes se incrementaron considerablemente y sus monedas se depreciaron de manera importante. Adicionalmente, los mercados cambiarios de las economías emergentes experimentaron un fuerte incremento en la volatilidad a partir de septiembre.

En el caso de México (y de otras economías como Corea y Brasil), a partir de octubre el mercado cambiario se caracterizó en algunas ocasiones por mostrar poca liquidez. En algunos casos ello fue resultado de la demanda extraordinaria por parte de algunas empresas que mantenían posiciones cambiarias a través de productos derivados y que, a la postre, resultaron ser fuertemente perdedoras.

Como se ha mencionado en Informes anteriores, la conducción de la política cambiaria en México es responsabilidad de la Comisión de Cambios. Esta Comisión está integrada por el Secretario y el Subsecretario de Hacienda y

Crédito Público, otro subsecretario de dicha dependencia que designe el titular de ésta, el Gobernador del Banco de México y dos miembros de la Junta de Gobierno de dicha Institución, que el propio Gobernador designe.

Teniendo en consideración los riesgos que para la estabilidad del sistema financiero tiene un mercado cambiario altamente volátil, la Comisión llevó cabo diversas acciones para proveer de liquidez al mercado cambiario y, así, asegurar su buen funcionamiento. Como se menciona en la Sección III.5.2, entre las medidas tomadas destacan: subastas diarias a través de las cuales se ofrecieron 400 millones de dólares con precio mínimo de dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior; subastas extraordinarias realizadas en el mes de octubre para atender demandas excepcionales de divisas (en ambos tipos de subastas únicamente pueden participar instituciones de banca múltiple y de banca de desarrollo del país); y el establecimiento de un mecanismo de intercambio temporal de divisas (conocido como “línea swap”) con la Reserva Federal de Estados Unidos hasta por un monto de 30 mil millones de dólares, a partir del 29 de octubre de 2008 y con una vigencia inicial hasta el 30 de abril de 2009.

Las acciones anteriores, junto con otras medidas antes señaladas, contribuyeron a evitar que los episodios de volatilidad en los mercados internacionales afectaran la estabilidad de los mercados financieros en México, con el elevado costo que ello podría tener en términos de actividad económica y del proceso de determinación de precios en la economía. De esta manera, hacia finales de año se observó una mejoría en las condiciones en el mercado cambiario.

V. Consideraciones Finales

En el contexto de una situación de incertidumbre extraordinaria en los mercados financieros internacionales, la economía mundial registró una pérdida de dinamismo sustancial en 2008. Si bien el debilitamiento de la actividad económica afectó en mayor medida a las economías avanzadas, también en las emergentes se observó una desaceleración significativa del ritmo de crecimiento del PIB.

Por otra parte, el menor crecimiento económico mundial permitió atenuar las presiones de demanda sobre la capacidad productiva. Además, las cotizaciones internacionales de las materias primas presentaron disminuciones importantes a partir del segundo semestre de 2008. De esta forma, después de mostrar una trayectoria ascendente en la primera mitad del año, la inflación global disminuyó significativamente en el resto de 2008, particularmente en las economías avanzadas.

Reflejando un entorno global especialmente adverso, la actividad económica en México fue perdiendo dinamismo a lo largo de 2008. Durante los primeros tres trimestres del año, la debilidad de la economía respondió fundamentalmente al deterioro de la demanda externa y, por ende, se reflejó principalmente en los niveles de actividad de sectores productores de bienes comerciables. No obstante, a finales del año el choque externo se propagó al

resto de la economía, lo cual condujo a que el PIB mostrara una contracción importante en el último trimestre. El menor ritmo de crecimiento de la actividad durante 2008 también se reflejó en un gradual deterioro de los indicadores del mercado laboral.

La inflación general en México tuvo una trayectoria creciente durante 2008. Esta tendencia fue resultado de una serie de choques de oferta principalmente asociados con alzas significativas en los precios internacionales de diversas materias primas. En particular, se observaron aumentos en las cotizaciones de diversos granos que incidieron sobre los costos de producción tanto de alimentos procesados como de productos pecuarios, lo que se reflejó en la evolución de los precios al consumidor de ambos tipos de bienes. Asimismo, los precios del acero y del cobre se elevaron de manera importante durante 2008, situación que repercutió sobre el costo de los materiales para la construcción y, por ende, en el desempeño del subíndice de precios de la vivienda. Por otra parte, incrementos en los precios externos de los energéticos impactaron parcialmente a sus contrapartes internas. Sin embargo, es pertinente señalar que durante el periodo de análisis no se registraron presiones de demanda de consideración.

El incremento en la inflación durante 2008 se reflejó en un deterioro de las expectativas de inflación de corto plazo. A pesar de ello, las expectativas correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo se mantuvieron relativamente bien "ancladas". Esto obedeció, en gran medida, a las acciones de política monetaria llevadas a cabo por el Instituto Central. En particular, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió aumentar 25 puntos base en el objetivo para la Tasa de Interés Interbancaria a 1 día de manera consecutiva en los meses de junio, julio y agosto. Posteriormente, tomando en cuenta la fuerte volatilidad que se experimentó en los mercados financieros, la Junta de Gobierno decidió mantener sin cambio la postura de política monetaria a partir de septiembre.