

Informe sobre la Inflación

Octubre – Diciembre 2007

y

Programa Monetario para 2008



BANCO DE MEXICO

ENERO, 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 29 de enero de 2008. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Octubre-Diciembre 2007

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	3
2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2007	3
2.2. Índice Nacional de Precios Productor	7
3. Principales Determinantes de la Inflación	8
3.1. Condiciones Externas	8
3.1.1. Actividad Económica Global	8
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación	9
3.1.3. Mercados Financieros	13
3.1.4. Perspectivas	18
3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México	20
3.2.1. Empleo	25
3.2.2. Sector Externo	26
3.3. Costos y Precios	30
3.3.1. Salarios y Producto por Trabajador	30
3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados	32
3.3.3. Materias Primas	33
3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios	37
3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	37
3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento	38
4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2007	42
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos	50
Programa Monetario para 2008	54
1. Objetivo del Programa Monetario	54
2. Decisiones de Política Monetaria	54
3. Instrumentación de la Política Monetaria	55
4. Política de Comunicación con el Público	56

1. Introducción

Durante el cuarto trimestre de 2007, la actividad económica global perdió vigor y se deterioró el balance de riesgos para 2008, tanto en términos del crecimiento, como de la inflación. En el caso particular de Estados Unidos, la información oportuna sugiere una reducción pronunciada de la tasa de crecimiento del PIB en ese lapso. Para 2008, se espera que el ajuste en el sector residencial en dicho país, además de sus efectos directos sobre la actividad productiva, dé lugar a una disminución de la riqueza inmobiliaria de los hogares que se refleje en un menor dinamismo del consumo. A su vez, el debilitamiento en el mercado laboral y el aumento en el precio de la gasolina constituyen factores adicionales que también podrían contribuir a una desaceleración del gasto de los hogares. Por otra parte, la crisis en el sector hipotecario ha generado un deterioro en las condiciones financieras que aumenta el riesgo de desaceleración de la demanda agregada en dicho país. Lo anterior sugiere que ha aumentado la probabilidad de una recesión en Estados Unidos.

El deterioro en las perspectivas mundiales para la inflación está asociado, principalmente, a los incrementos en los precios de las materias primas alimenticias y a renovadas presiones sobre los precios de los energéticos. En las economías avanzadas, el efecto del incremento en el precio de los alimentos sobre la inflación ha cobrado mayor importancia en los últimos meses. Sin embargo, las presiones inflacionarias provenientes del dinamismo de la demanda agregada han disminuido en virtud de la fase del ciclo por la que atraviesan dichas economías. De esta manera, las expectativas de inflación de largo plazo en estos países se han mantenido bien ancladas. Por otra parte, en el caso de las economías emergentes, el efecto del incremento en los precios de los alimentos sobre la inflación ha sido exacerbado por la elevada ponderación que éstos tienen en sus canastas de consumo. Esto, aunado al hecho de que varias de estas economías han mostrado un crecimiento vigoroso que las ha ubicado en la fase alta del ciclo económico, ha conducido a un repunte de las presiones inflacionarias.

Durante el cuarto trimestre se acentuó la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. La perspectiva de un aumento adicional de los índices de morosidad y embargo en el mercado de crédito hipotecario de baja calidad en Estados Unidos, el anuncio de pérdidas elevadas en algunos bancos comerciales y aseguradoras de valores, la incertidumbre sobre la magnitud de posibles pérdidas adicionales en éstas u otras instituciones financieras, y el contagio a otros segmentos de los mercados financieros que se derivó de estos problemas, entre otros factores, propiciaron un deterioro de las condiciones en los mercados financieros.

Ante esta situación, por una parte, diversos bancos centrales llevaron a cabo acciones para restablecer el orden en los mercados de fondeo de corto plazo. Estas medidas contemplaron importantes inyecciones de liquidez a los mercados -acompañadas de esfuerzos por mejorar el funcionamiento de éstos-, así como acciones concertadas entre los diferentes bancos centrales que incluyeron la introducción de esquemas de intercambios de monedas entre algunos de ellos. Por otra parte, varios bancos centrales han reducido sus tasas de interés de referencia, particularmente Estados Unidos, mientras que otros las

han dejado de incrementar, para aminorar los efectos que la mayor astringencia en los mercados crediticios pudiera tener sobre el resto de la economía. A pesar de que estas medidas contribuyeron a disminuir las tensiones en los mercados financieros, a finales de enero de 2008 la incertidumbre persistía. Adicionalmente, la perspectiva de un debilitamiento de la actividad económica y un aumento de las presiones inflacionarias globales ha acrecentado los retos para la conducción de la política monetaria.

La turbulencia en los mercados financieros internacionales se ha visto reflejada en las condiciones financieras en las economías emergentes. Los diferenciales sobre la deuda emitida por los gobiernos de estos países han aumentado en los últimos meses. Asimismo, los mercados accionarios de las economías emergentes mostraron un descenso generalizado a principios de 2008, que en muchos casos superó al observado en las economías avanzadas.

Durante el cuarto trimestre de 2007 la actividad económica en México registró un crecimiento anual moderado, que resultó cercano al observado en el trimestre anterior. No obstante, tal expansión implicó, con datos ajustados por efectos estacionales, una variación porcentual trimestral del producto más baja que las observadas en el segundo y tercer trimestre del año. El menor dinamismo del gasto agregado a tasa trimestral reflejó, en gran medida, la desaceleración de la demanda proveniente de Estados Unidos. Por su parte, la moderación en el crecimiento de la demanda interna, y en particular del consumo privado, estuvo influida, entre otros factores, por una menor expansión de la masa salarial. Cabe señalar que la desaceleración en el consumo se ha hecho evidente en la moderación en las tasas de crecimiento del financiamiento a dicho rubro.

La elevación de las cotizaciones internacionales de los granos y de otros alimentos, como los lácteos, ha tenido un importante impacto sobre los precios internos de diversos productos que los utilizan como insumos. De esta forma, en diciembre la inflación de los alimentos procesados fue de 7.52 por ciento, habiendo conducido a que la inflación subyacente (bajo su definición anterior, que excluía a la educación) cerrara el año en 4 por ciento. A pesar de ello, y en gran medida debido tanto a una reducción en los precios de las verduras, que son muy volátiles, como al congelamiento de los precios de la gasolina, el gas y la electricidad decretados por el Gobierno Federal para los últimos tres meses del año, en el cuarto trimestre la inflación general promedio disminuyó con relación al nivel que exhibió el trimestre previo, ubicándose dentro del rango previsto por el Banco de México en el Informe anterior.

Con base en la información disponible, en las diversas tendencias que actualmente muestra la economía y en el análisis que se presenta a lo largo de este Informe, en esta ocasión la previsión del Instituto Central para la inflación en un horizonte de dos años se mantiene sin cambio respecto de la dada a conocer en el Informe anterior. Sin embargo, es importante mencionar que la coyuntura que enfrenta la política monetaria continúa siendo compleja. En efecto, la inflación de las materias primas a nivel internacional sigue siendo preocupante, mientras que los riesgos para el crecimiento global y, en consecuencia, para el de México, se han deteriorado. Ante ello, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener las condiciones monetarias sin cambio en noviembre, diciembre y enero, después de haberlas restringido en octubre. La Junta de Gobierno continuará atenta a la evolución del balance de riesgos respecto a las previsiones de inflación, con miras al cumplimiento de la meta de 3 por ciento en los tiempos previstos.

2. Evolución Reciente de la Inflación

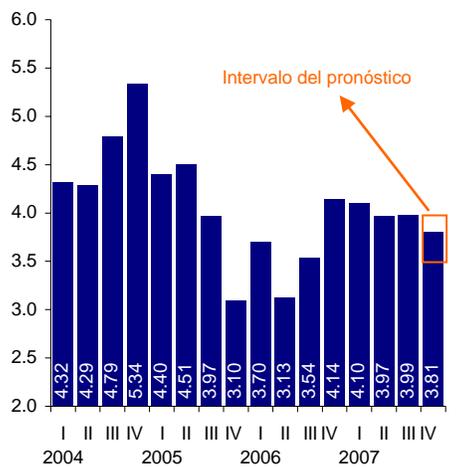
2.1. La Inflación en el Cuarto Trimestre de 2007

El promedio de la inflación general anual durante el cuarto trimestre de 2007 fue de 3.81 por ciento, cifra que se sitúa dentro del intervalo de 3.50 a 4.00 por ciento para el periodo referido, que se proyectó en el anterior Informe sobre la Inflación. Este resultado implicó una reducción de 0.18 puntos porcentuales con relación al promedio de 3.99 por ciento que alcanzó este indicador durante el tercer trimestre de 2007. Cabe señalar que al cierre del año la inflación general anual se ubicó en 3.76 por ciento (Gráfica 1).

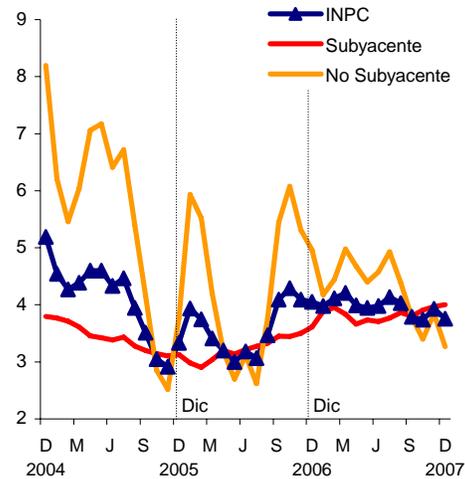
Gráfica 1

Índice Nacional de Precios al Consumidor

a) INPC y Previsión Publicada en Informe sobre la Inflación Julio – Septiembre 2007
Variación anual promedio en por ciento



b) Índices de Precios Subyacente y No Subyacente
Variación anual en por ciento



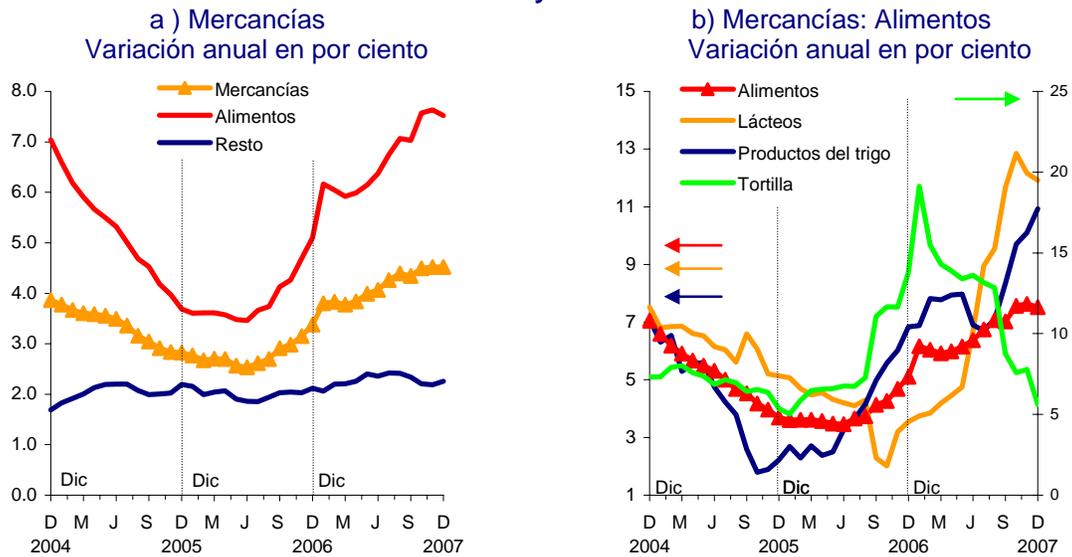
La menor inflación general anual que se registró durante el periodo de análisis fue producto del comportamiento del componente no subyacente del INPC. No obstante, esta baja fue parcialmente contrarrestada por un repunte en la inflación subyacente anual, cuyo nivel promedio aumentó durante el cuarto trimestre de 2007 en 0.15 puntos porcentuales, con relación a lo observado el periodo previo, al elevarse de 3.81 a 3.96 por ciento (Cuadro 1).

El incremento que registró la inflación subyacente anual durante el cuarto trimestre de 2007 fue consecuencia, sobre todo, del impacto que tuvieron sobre las cotizaciones de los alimentos procesados las alzas de precios que exhibieron los granos y la leche en los mercados internacionales (Gráfica 2 y mayores detalles en Sección 3.3.3).

La tasa de crecimiento anual promedio del subíndice subyacente de los alimentos procesados se elevó de 6.95 a 7.57 por ciento, del tercer al cuarto trimestre de 2007 (Cuadro 1). Como se comentó previamente, este resultado fue influido por las alzas en los precios de los productos derivados del trigo y de la leche; sin embargo, un factor que atenuó los efectos de estas alzas fue la disminución en la variación anual de los precios de la tortilla (entre septiembre y diciembre de 2007 la variación anual de este genérico disminuyó de 8.75 a 5.60 por ciento, Gráfica 3). Esta baja se debió a que en el cálculo de la variación anual se tenía una elevada base de comparación como consecuencia de los aumentos que registraron las cotizaciones de la tortilla durante el cuarto trimestre de 2006.

Gráfica 3

Subíndice de Precios Subyacente de las Mercancías



La trayectoria de la inflación subyacente durante el cuarto trimestre de 2007 también fue influida, aunque en menor grado, por el desempeño que tuvo el componente de los servicios, cuya variación anual promedio en el periodo mencionado alcanzó 3.36 por ciento, mientras que el trimestre previo ésta fue 3.25 por ciento (Cuadro 1). Este resultado fue producto de mayores contribuciones tanto del grupo de la vivienda como del resto de los servicios.

La variación anual promedio que registró el índice de precios del grupo de la vivienda pasó de 2.94 a 3.05 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2007 (Cuadro 1). En gran parte, esto fue consecuencia de las alzas en las cotizaciones de algunos materiales para la construcción residencial, entre los que destacó el cemento (la variación anual de su precio alcanzó 5.74 por ciento en diciembre, lo que representó un aumento de 4.68 puntos porcentuales con relación a la cifra de septiembre, Gráfica 4 y Gráfica 6).

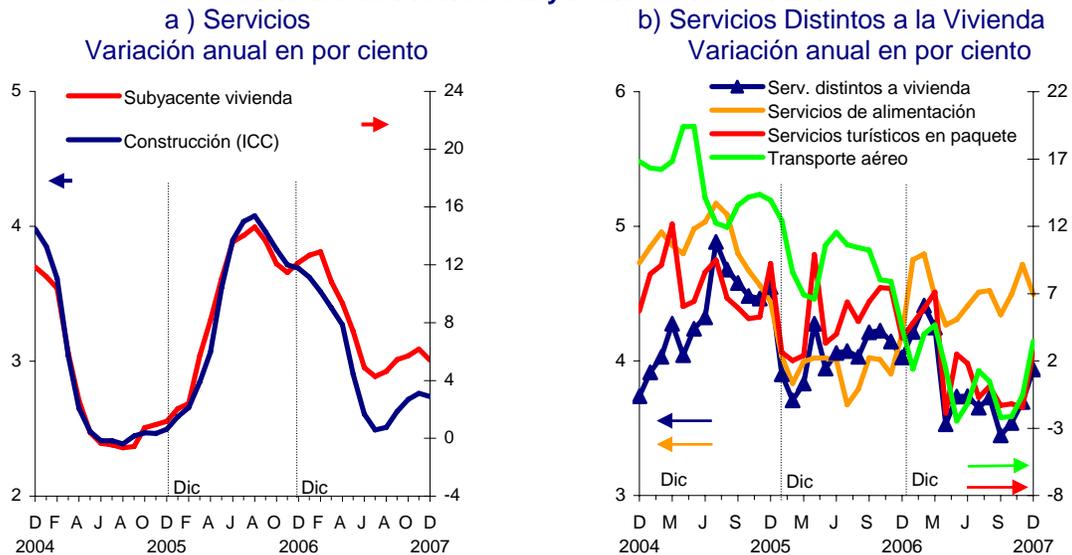
Por otra parte, del tercer al cuarto trimestre de 2007, la variación anual promedio del índice de precios del grupo de los servicios distintos a la vivienda aumentó de 3.61 a 3.72 por ciento. Esto fue determinado, principalmente, por las alzas que se registraron tanto en las cotizaciones de servicios de alimentación, como en las relacionadas con el turismo (Gráfica 4). En ambos rubros los aumentos se asociaron a la evolución de los precios de las materias primas. En

particular, los costos de la provisión de los servicios de alimentación fueron afectados por los incrementos que exhibieron los precios de diversos alimentos.

Por lo que toca al desempeño de los servicios turísticos, destaca el mayor ritmo de crecimiento en las tarifas del transporte aéreo. Ello fue consecuencia tanto de las alzas en los precios de la turbosina, como del agotamiento del efecto que tuvo el ingreso al mercado de las aerolíneas de bajo costo al estabilizarse el número de participantes. Un factor adicional fue el aumento en los precios de los servicios de hotelería en Oaxaca, cuyos niveles de ocupación se habían visto afectados por conflictos en la localidad.

Gráfica 4

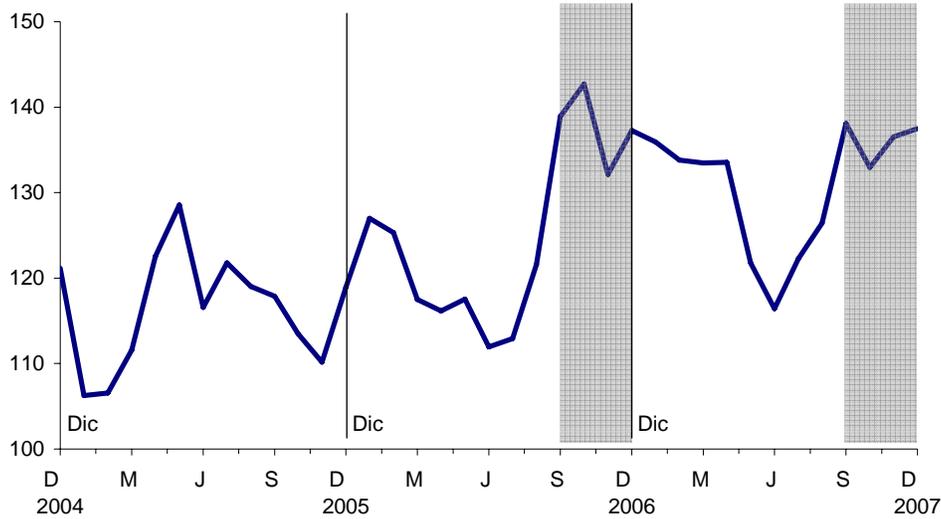
Subíndice de Precios Subyacente de los Servicios



La evolución del índice de precios no subyacente registró una variación anual promedio de 3.50 por ciento durante el cuarto trimestre de 2007, mientras que el trimestre previo este dato fue 4.36 por ciento (Cuadro 1). Esta reducción se debió principalmente al comportamiento del subíndice de precios de los productos agropecuarios. No obstante, en este resultado también influyeron la disminución en la tasa de crecimiento de los precios de los bienes y servicios concertados, así como del aumento relativamente moderado en los precios de los bienes y servicios administrados (en la Sección 3.3.2 se detalla el comportamiento de estos dos subíndices).

La inflación anual promedio del subíndice de los productos agropecuarios durante el cuarto trimestre de 2007 fue de 2.90 por ciento, cifra 2.98 puntos porcentuales menor a la correspondiente al tercer trimestre (5.88 por ciento, Cuadro 1). Esta reducción fue consecuencia de las menores tasas de variación anual de los precios tanto de las frutas y verduras, como de los productos pecuarios. En el primer caso, ello se debió a que el cálculo de la variación anual presentó una elevada base de comparación, ya que en el cuarto trimestre de 2006 se registraron alzas significativas en los precios de algunas hortalizas (Gráfica 5). Por otra parte, la disminución de la inflación de los productos pecuarios fue influida, principalmente, por las bajas que se registraron en los precios de la carne de ave y, en segundo término, por las de la carne de res.

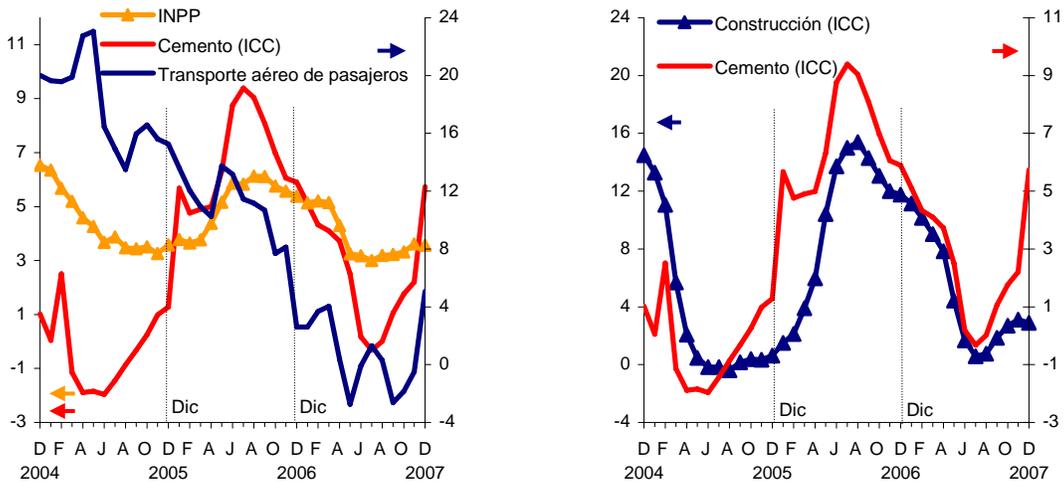
Gráfica 5
Subíndice de Precios de Frutas y Verduras
 Base 2ª Quincena de Junio, 2002



2.2. Índice Nacional de Precios Productor

El Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, registró una variación anual promedio de 3.50 por ciento durante el cuarto trimestre de 2007, mientras que el trimestre previo dicha cifra fue 3.14 por ciento (al cierre del año este indicador se ubicó en 3.57 por ciento, Gráfica 6). Cabe señalar, que el incremento que se observó en el indicador de inflación medido por el INPP fue influido principalmente por la mayor contribución que tuvo el transporte aéreo y el cemento (este último genérico forma parte del Índice del Costo de la construcción, ICC).

Gráfica 6
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo y Componentes Seleccionados
 a) INPP sin Petróleo
 Variación anual en por ciento
 b) Índice del Costo de la Construcción
 Variación anual en por ciento



3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Condiciones Externas

La perspectiva económica mundial se tornó más incierta hacia el cierre de 2007, al agudizarse la desaceleración de la actividad económica, particularmente en Estados Unidos, y al repuntar las presiones inflacionarias. La información oportuna sugiere que el ritmo de crecimiento del PIB en Estados Unidos se redujo de manera importante en el cuarto trimestre. La expansión de las economías de la zona del euro y Japón parece haber continuado en el periodo octubre-diciembre, pero a un ritmo menor que en el tercer trimestre. Por su parte, las economías emergentes siguieron mostrando dinamismo, aunque en algunas de ellas se observaron indicios de un menor ritmo de crecimiento. Las presiones inflacionarias a nivel global se acentuaron a finales de 2007. Si bien lo anterior obedeció principalmente al incremento de los precios de los energéticos y los alimentos, en algunos países el repunte de la inflación reflejó también la expansión de la demanda interna. El panorama para la expansión económica mundial se ha deteriorado significativamente ante el surgimiento de tensiones adicionales en los mercados financieros. Los bancos centrales de algunas de las principales economías avanzadas adoptaron diversas medidas para hacer frente a estos problemas, incluyendo acciones concertadas para aumentar la liquidez y recortes en las tasas de interés de política. Estas acciones aliviaron en alguna medida las tensiones en los mercados de fondeo de corto plazo, sin embargo, en general las condiciones en los mercados financieros continuaron deteriorándose.

3.1.1. Actividad Económica Global

La economía de Estados Unidos creció de manera robusta durante el tercer trimestre de 2007 (2.8 por ciento a tasa anual y 4.9 por ciento a tasa trimestral anualizada). Lo anterior fue impulsado por la expansión del consumo, la inversión no residencial y las exportaciones netas, así como por una mayor acumulación de inventarios, que más que compensaron la disminución de la inversión residencial. Cabe señalar que el ritmo de contracción de esta última se agudizó en ese lapso. Durante el periodo julio-septiembre, la inversión residencial cayó por séptimo trimestre consecutivo, registrando su mayor descenso de la actual etapa de ajuste del sector inmobiliario.

Los indicadores oportunos sugieren que el ritmo de crecimiento del PIB mostró una desaceleración considerable durante el cuarto trimestre. Esto refleja, en parte, la prolongación del ajuste en el mercado de bienes raíces. Además, la actividad económica parece haber resentido los efectos de la desaparición del impulso brindado en trimestres previos por la acumulación de inventarios y la disminución del déficit externo. La información más reciente apunta asimismo a un crecimiento modesto del gasto de las empresas en equipo y software, lo cual parece estar influido por la incertidumbre sobre el curso futuro de la actividad económica. El crecimiento del consumo privado también parece haberse desacelerado, especialmente hacia el cierre del trimestre. Por otra parte, como se detalla más adelante, en general, los analistas esperan que el debilitamiento de la actividad económica en Estados Unidos se acentúe en los primeros meses de 2008, y consideran que la posibilidad de una recesión en ese país ha aumentado.

Ante los riesgos a la baja para la actividad económica, exacerbadas por la turbulencia financiera reciente, el Banco de la Reserva Federal disminuyó su

objetivo para la tasa de fondos federales en un total acumulado de 125 puntos base durante sus reuniones del 31 de octubre y 11 de diciembre de 2007 y 22 de enero de 2008 (para mayor detalle ver Sección 3.1.3 de este Informe). Además, a fines de enero de este año el gobierno estadounidense llegó a un acuerdo en principio con representantes del Congreso de ese país, para poner en marcha un paquete de crecimiento económico --basado en incentivos fiscales para las empresas y una disminución de la carga del impuesto sobre la renta para las familias--con el objetivo de impulsar la inversión y el gasto de los consumidores.¹

En los países de la zona del euro, el PIB registró una expansión superior a la tendencia de mediano plazo (0.8 por ciento trimestre a trimestre y 2.7 por ciento a tasa anual) en el periodo julio-septiembre de 2007, impulsada principalmente por el crecimiento de la demanda interna. Los indicadores oportunos para los últimos tres meses del año -entre ellos los indicadores de confianza de inversionistas y consumidores, los índices de gerentes de compras y las ventas al menudeo- sugieren un debilitamiento de la actividad económica en relación a lo observado en el trimestre anterior. En Japón, el crecimiento del PIB durante el tercer trimestre (0.4 por ciento trimestre a trimestre y 1.9 por ciento a tasa anual) respondió a un repunte de la inversión no residencial apoyado por el dinamismo de las exportaciones. Durante el periodo octubre-diciembre, el crecimiento del PIB parece haberse moderado, debido principalmente a la caída de la inversión residencial.

En general, la actividad económica en las economías emergentes continuó mostrando vigor durante el cuarto trimestre de 2007. Lo anterior contribuyó a compensar el menor dinamismo en las economías avanzadas, pero los riesgos de sobrecalentamiento en algunos países persisten. En particular, en China el PIB registró un crecimiento anual de 11.2 por ciento en los últimos tres meses del año, a pesar de las medidas implementadas para atenuar el aumento de la demanda. En América Latina, el PIB parece haber seguido expandiéndose a tasas relativamente elevadas durante el periodo octubre-diciembre, en buena medida debido al incremento de los precios de los bienes primarios. Los analistas estiman un crecimiento en 2007 de alrededor de 5 por ciento. Esta cifra se ubica ligeramente por debajo de la registrada durante 2006, pero es muy superior al crecimiento promedio en los años noventa. Cabe señalar que la actividad económica en algunas economías emergentes parece haber empezado a resentir a finales de 2007 el impacto de la desaceleración de las economías avanzadas.

3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

Los precios del petróleo continuaron con su tendencia ascendente durante octubre y parte de noviembre. El crudo tipo West Texas International (WTI) alcanzó un máximo de 98.9 dólares por barril el 20 de este último mes.² A partir de entonces, los precios del crudo mostraron una elevada volatilidad,

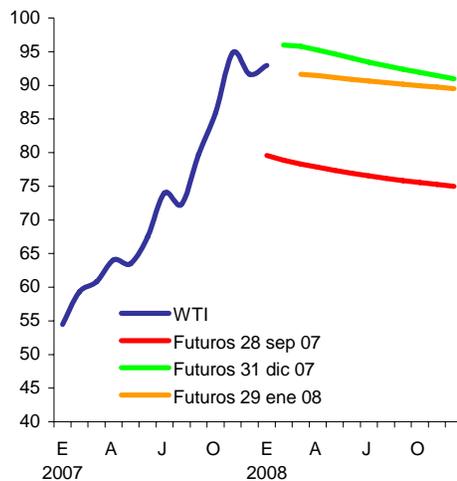
¹ El paquete incluye los siguientes elementos: los trabajadores con ingresos de 75,000 dólares o menos por individuo y de 150,000 o menos por familia, serán elegibles para recibir una devolución de impuestos de 300 dólares como mínimo --y 600 dólares como máximo-- por contribuyente, y de 600 dólares --y 1,200 dólares como máximo--por pareja de contribuyentes con una sola declaración. Además, las familias recibirán un crédito de 300 dólares por cada hijo. Estas medidas serán aplicables sólo en 2008. El plan también incluye dos incentivos para las empresas: i) un bono que les permitirá la depreciación de un 50 por ciento adicional de sus inversiones en equipo y "software" en 2008 y ii) se les dará a las pequeñas empresas mayores incentivos para sus inversiones durante este año. Se estima que el plan inyectará alrededor de 150 mil millones de dólares a la economía en 2008.

² El precio en dólares del barril de petróleo WTI mostró un nuevo máximo el 2 de enero de 2008, al situarse en 99.6 dólares.

fluctuando en un rango entre 90 y 100 dólares el barril (Gráfica 7). El precio del WTI registró un promedio de 90.7 dólares por barril en el cuarto trimestre de 2007, 15.5 dólares por encima de su promedio del trimestre anterior. Por su parte, el precio de la mezcla mexicana de exportación promedió 76.9 dólares en el periodo octubre-diciembre, esto es, 12.8 dólares por encima de su promedio en el trimestre anterior. En los aumentos del precio del crudo influyeron una fuerte demanda (a su vez resultado de la sólida expansión de las economías emergentes), una disminución mayor a la anticipada en el nivel de inventarios, diversos riesgos geopolíticos e interrupciones recurrentes en la oferta motivadas por condiciones climáticas adversas. Cabe señalar que tanto los precios spot como los futuros del petróleo se ajustaron a la baja a principios de 2008, principalmente en respuesta a la expectativa de una desaceleración mayor a la anticipada de la economía estadounidense.³

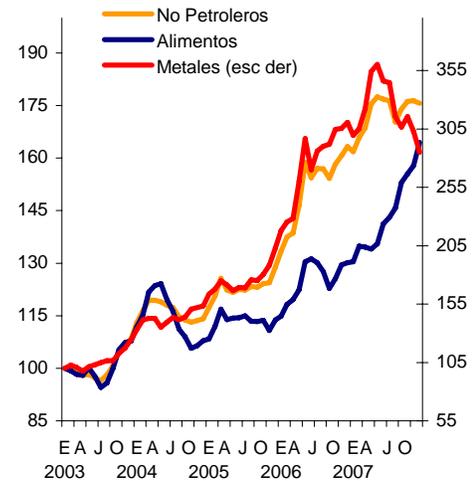
Gráfica 7
Precios de Productos Primarios

a) Precio del Petróleo: Spot y Futuros
Dólares por barril



Fuente: Bloomberg.

b) Precios de Productos Primarios
Índices Ene03=100



Fuente: IMF, Commodities Unit of the Research Department; Intereconomics, Economic Trends.

Por su parte, el índice de precios de los productos primarios no petroleros del Fondo Monetario Internacional (FMI) continuó aumentando durante el cuarto trimestre (9.5 por ciento a tasa anual), si bien a un ritmo inferior al observado en el trimestre anterior (11.2 por ciento). El incremento del índice de precios de los productos primarios no petroleros obedeció en gran medida al componente de alimentos (que representa casi el 45 por ciento del índice), cuya tasa de crecimiento anual pasó de 16.1 por ciento en el tercer trimestre a 24.1 por ciento en el cuarto (para mayor detalle ver Sección 3.3.3 de este Informe). Los aumentos de los precios internacionales de los alimentos han reflejado en parte factores temporales que han afectado su oferta, tales como condiciones climáticas adversas en algunos de los principales países exportadores de bienes agrícolas. Adicionalmente, dicha trayectoria ha sido impulsada por la fuerte expansión de la demanda global, resultado a su vez de los cambios en los patrones de consumo de alimentos en muchos países en desarrollo, y del surgimiento de nuevas fuentes de demanda para algunos bienes agrícolas, tales

³ Al 29 de enero, el precio del WTI era de 91.6 dólares por barril.

como la producción de bio-combustibles. Cabe señalar que los precios de los metales cayeron en el cuarto trimestre (-1.9 por ciento a tasa anual), después de aumentar 11.4 por ciento en el trimestre anterior.

El incremento de los precios de los alimentos a lo largo de 2007 representó una de las principales fuentes de presiones inflacionarias tanto en economías avanzadas como emergentes (Cuadro 2). Sin embargo, la aceleración de la inflación de los alimentos ha sido mayor en los países emergentes que en los avanzados. Se estima que de noviembre de 2006 al mismo mes de 2007, la inflación de los alimentos aumentó de 7.4 a 16.9 por ciento en los primeros, y de 2.5 a 3.5 por ciento en los segundos (Gráfica 8).⁴ Tomando en cuenta las magnitudes de los aumentos en las cotizaciones internacionales de los alimentos, puede considerarse que, en el caso de México, las presiones inflacionarias derivadas de los incrementos de precios de dichos productos fueron relativamente moderadas (ver Sección 2.1 de este Informe). De hecho, México registró durante 2007 una de las inflaciones más bajas en el continente americano.⁵

Cuadro 2
Inflación General y de Alimentos
Variación anual en por ciento

	Inflación Anual		Inflación Alimentos	
	Dic-2006	Dic-2007	Dic-2006	Dic-2007
América				
Estados Unidos	2.54	4.08	2.13	4.93
Canadá	1.67	2.38	2.23	1.64
Argentina	9.84	8.47	10.52	8.60
Brasil	3.14	4.46	1.23	10.79
Chile	2.57	7.82	1.28	15.16
México ^{1/}	4.05	3.76	6.76	5.83
México ^{2/}			5.10	7.52
Venezuela	16.97	22.46	26.04	30.91
Asia				
China ^{3/}	2.80	6.50	6.30	18.20
India ^{4/}	6.72	5.51	14.86	7.75
Japón	0.30	0.70	0.81	0.90
Europa				
Alemania	1.37	2.79	2.57	5.65
Francia	1.53	2.59	1.79	3.27
Italia	1.87	2.61	2.69	4.13
Reino Unido	2.97	2.12	4.47	5.99
África				
Sudáfrica ^{4/}	5.79	8.42	8.12	13.39

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

1/ Alimentos totales (excluye bebidas alcohólicas y tabaco).

2/ Alimentos procesados (subyacente).

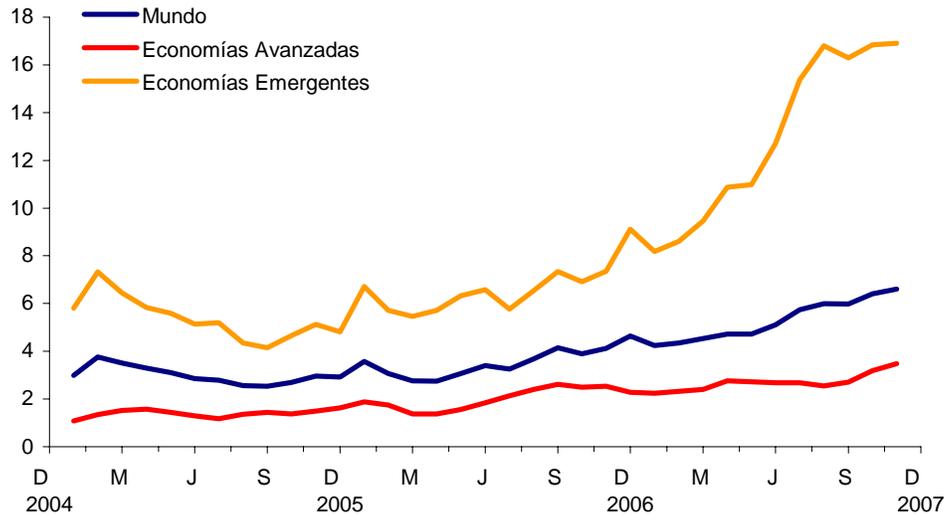
3/ Las cifras de inflación de alimentos para 2007 corresponden a noviembre.

4/ Para 2007 los datos corresponden a noviembre.

⁴ Las estimaciones de la inflación de alimentos se efectuaron con base en las estadísticas de precios de 40 países, con datos de la OCDE y de agencias estadísticas nacionales. La agregación de las estadísticas se llevó a cabo como un promedio ponderado basado en la participación de cada país en el PIB mundial, ajustado este último por la paridad del poder de compra. El conjunto de países que se utilizó para realizar estos cálculos cubre alrededor de 83 por ciento del PIB mundial.

⁵ Lo anterior obedeció en buena medida a las acciones que ha puesto en marcha el Gobierno Federal para hacer frente al impacto de los choques de oferta derivados del aumento de los precios internacionales de la energía y de los alimentos. Entre dichas acciones, cabe destacar el acuerdo alcanzado entre autoridades y productores para estabilizar el precio de la tortilla al inicio de 2007, y la suspensión de los aumentos de los precios de la gasolina magna, el gas licuado y las tarifas eléctricas durante el cuarto trimestre de 2007.

Gráfica 8
Inflación de Alimentos
 Variación anual en por ciento



Fuente: Elaborado por Banco de México con datos de la OCDE, FMI y agencias estadísticas.

En Estados Unidos, la inflación general al consumidor mostró una marcada tendencia al alza durante el cuarto trimestre, alcanzando en diciembre una cifra anual de 4.1 por ciento. Tal evolución estuvo determinada principalmente por el incremento de los precios de la energía y los alimentos. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 2.4 por ciento a tasa anual en diciembre, cifra superior a la observada a finales del trimestre anterior, pero muy por debajo de su máximo reciente de 2.9 por ciento en septiembre de 2006. Si bien este repunte de la inflación ha generado cierta preocupación y los elevados precios de la energía continúan siendo un factor de riesgo, los analistas esperan que la inflación descienda en los próximos meses y las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido ancladas alrededor de 2.5 por ciento. A lo anterior han contribuido la desaceleración de la actividad económica y el moderado crecimiento de los costos salariales, entre otros factores.

Las presiones inflacionarias en la zona del euro se incrementaron de manera importante durante el último trimestre de 2007, fundamentalmente como resultado de los aumentos de los precios de la energía y los alimentos. La tasa de inflación general al consumidor registró una cifra anual de 3.1 por ciento en diciembre, que rebasa la meta del Banco Central Europeo (ligeramente por debajo de 2 por ciento). En Japón, el crecimiento anual del índice general de precios al consumidor arrojó cifras positivas en los últimos tres meses del año, ubicándose en 0.7 por ciento en diciembre.

La inflación en diversas economías emergentes y en desarrollo mostró un repunte en el cuarto trimestre. El factor determinante fue el aumento de los precios de la energía y de los alimentos. Cabe destacar que el impacto de estos últimos es mayor en estas economías que en las avanzadas por su peso en los índices de precios. Lo anterior se vio acentuado por la fuerte expansión de la demanda en algunos de estos países. Los analistas señalan en particular los riesgos de sobrecalentamiento en China, donde la inflación anual al consumidor se ubicó en 6.5 por ciento en diciembre. En este contexto, el Banco de la República Popular China aumentó en diciembre las tasas de interés por séptima

ocasión en el año y ha incrementado en varias ocasiones el encaje legal.⁶ Los países latinoamericanos también resintieron un aumento de las presiones inflacionarias a lo largo de 2007, lo que ha llevado a los bancos centrales de varios de ellos (Colombia, Chile y Perú, entre otros) a apretar su política monetaria.

3.1.3. Mercados Financieros

A finales de 2007 y principios de 2008 se agudizaron nuevamente las tensiones en los mercados crediticios de varias economías avanzadas. Si bien la implementación de diversas acciones por parte de los bancos centrales de estos países permitió aliviar las tensiones en los mercados de fondeo de corto plazo, el acrecentamiento de los problemas en otros mercados de crédito elevó el riesgo de un impacto significativo sobre la actividad económica. Lo anterior ocurrió en un entorno de mayores presiones inflacionarias a nivel global, limitando los márgenes de maniobra para la implementación de la política monetaria.

Las medidas introducidas por algunos bancos centrales durante el tercer trimestre de 2007, en respuesta a los problemas observados en los mercados crediticios, propiciaron un aumento de la liquidez y tranquilizaron temporalmente a los mercados. Sin embargo, las primas en el mercado interbancario repuntaron nuevamente en noviembre. Lo anterior respondió fundamentalmente al anuncio de pérdidas considerables en algunos bancos comerciales y aseguradoras de valores, en el contexto de un deterioro adicional de la situación en el mercado hipotecario de baja calidad, y de gran incertidumbre sobre los riesgos en otros mercados y sobre la posibilidad de pérdidas adicionales en instituciones financieras (Ver Recuadro 1).

El Banco de la Reserva Federal respondió a esta nueva etapa de tensiones en los mercados financieros a través de medidas orientadas a:

- i) Inyectar liquidez a los mercados, mejorando al mismo tiempo el funcionamiento de éstos.
- ii) Actuar de manera concertada con otros bancos centrales en materia de *swaps* cambiarios para aliviar problemas de fondeo en dólares.
- iii) Modificar su postura de política monetaria.

Con el fin de atenuar las tensiones de fondeo en los mercados interbancarios, la Reserva Federal anunció en diciembre la introducción de un mecanismo temporal de subastas (*Temporary Auction Facility* o *TAF*). La TAF ofrece fondeo en condiciones similares a las de la ventanilla de descuento, pero tiene al menos dos ventajas. La primera es que no da lugar al estigma que generalmente se asocia a esta última. La segunda es que atenúa las dificultades de manejo monetario, dado que las inyecciones de liquidez se realizan por montos preestablecidos. Por otra parte, al igual que la ventanilla de descuento, esta facilidad permite a la Reserva Federal inyectar liquidez a través de una gama mayor de contrapartes y colateral que mediante operaciones de mercado abierto.

⁶ El 20 de diciembre, la tasa de préstamos a un año aumentó 0.18 por ciento, para situarse en 7.47 por ciento, su nivel más alto en nueve años. La tasa de depósitos a un año aumentó 0.27 por ciento, a 4.14 por ciento.

Recuadro 1

Crisis global de liquidez y reacción de los bancos centrales

Los problemas de liquidez y crédito que han afectado a los mercados globales a partir de la segunda mitad de 2007 tienen sus raíces en las bajas tasas de interés que prevalecieron en las principales economías durante los últimos años, en la innovación financiera en productos complejos y en la globalización del sistema financiero. Estos factores permitieron, y de cierta manera incentivaron, la búsqueda de alternativas más rentables de inversión y, en ocasiones, la sub-valoración de los riesgos asociados a estas inversiones.

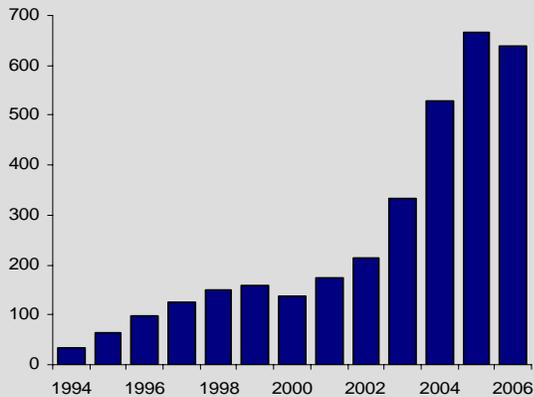
Uno de los mercados en donde la menor aversión al riesgo fue más evidente fue el mercado residencial de Estados Unidos. El dinamismo del sector inmobiliario se vio reflejado en el sustancial aumento en los precios de las viviendas, llegando éstos a duplicarse en algunas regiones entre 2001 y 2006. En este ambiente, personas que tradicionalmente no habían tenido acceso al mercado crediticio lograron obtener préstamos hipotecarios en términos muy favorables. En particular, se volvió común el financiamiento a personas con escasa o deficiente documentación sobre su capacidad de pago y los créditos se extendían con enganches muy bajos (Gráfica 1a). Adicionalmente, la mayor parte de estas hipotecas de baja calidad crediticia, conocidas como hipotecas “subprime”, fueron otorgadas a tasas de interés que eran bajas durante los primeros años del crédito pero que posteriormente se ajustaban a tasas mayores. La viabilidad de estos créditos dependía, por lo tanto, de que se prolongara el rápido incremento de los precios de las viviendas.

La desaceleración del mercado de vivienda en Estados Unidos iniciada a mediados de 2006 desató, unos meses después, un aumento en los incumplimientos de pago de los créditos de baja calidad crediticia (Gráfica 1b y 1c). Actualmente, uno de cada cinco de estos créditos ligados a tasas de interés revisables se encuentran en moratoria.

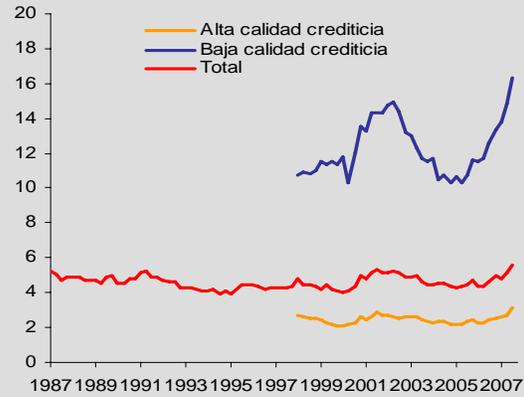
Gráfica 1

EUA: Mercado hipotecario y de vivienda

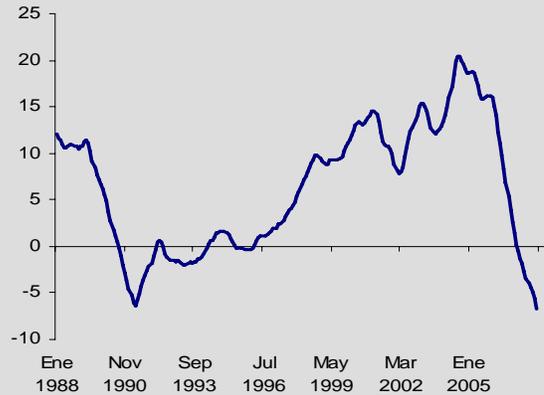
a) Otorgamiento de hipotecas de baja calidad crediticia, miles de millones de dólares



b) Tasa de incumplimiento de créditos hipotecarios, porcentaje

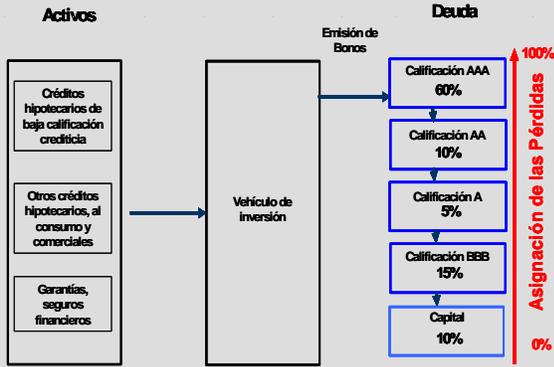


c) Variación anual del índice de precios de vivienda S&P, Case-Shiller, porcentaje



Otro de los factores que contribuyó al rápido crecimiento de las hipotecas de baja calidad crediticia fue que muchas de éstas se otorgaron bajo un modelo de generación y distribución. Bajo esta modalidad, las instituciones que otorgaban los créditos hipotecarios, generalmente bancos especializados e instituciones financieras no bancarias, los agrupaban con otros créditos similares y los vendían, deshaciéndose así del riesgo de incumplimiento. Por su parte, los compradores de estos créditos, típicamente grandes bancos comerciales y de inversión, en ocasiones reagrupaban estos instrumentos respaldados por hipotecas de baja calidad crediticia con otros créditos para a su vez formar nuevos instrumentos financieros. Estos instrumentos de inversión, conocidos como productos estructurados, generalmente también incluían garantías de crédito y liquidez otorgadas por los mismos bancos que los generaban y por aseguradoras financieras. Finalmente, estos productos usualmente se dividían en porciones con distintos perfiles de riesgo y rendimiento. Esta combinación de créditos por lo tanto daba origen a nuevos activos financieros cuyas características se ajustaban a las necesidades particulares de los inversionistas finales.

Ejemplo de Modelo de generación y distribución de créditos hipotecarios Diagrama



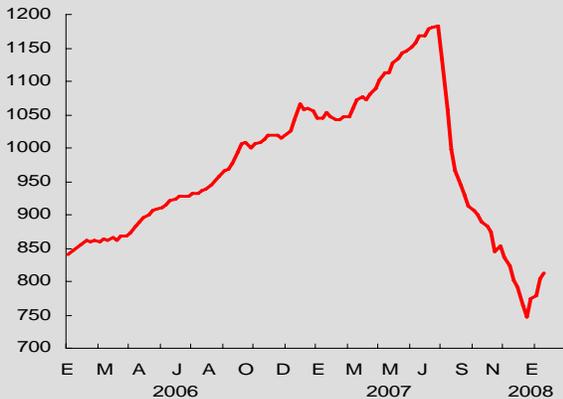
La complejidad de algunos de estos productos estructurados y la dificultad para determinar el valor de los activos que los respaldaban llevó a muchos inversionistas a confiar plenamente en la evaluación hecha por terceros, en particular las agencias calificadoras. Al aumentar las pérdidas relacionadas con las hipotecas de baja calidad crediticia estos instrumentos registraron mermas mayores a las previstas dadas las calificaciones que los valores habían recibido.

La eventual pérdida de confianza de los inversionistas originó una liquidación de activos riesgosos que no sólo se limitó a instrumentos relacionados con hipotecas de baja calidad crediticia. En particular, se vieron afectados los mercados de papel comercial respaldado por activos y de notas emitidas para fondear fusiones y adquisiciones (Gráfica 2a). La dificultad para colocar este tipo de activos ocasionó, a su vez, que los bancos que habían otorgado líneas de crédito que los respaldaban se vieran en la necesidad de absorberlos en sus balances contables. El aumento en la tenencia de activos riesgosos, aunado a las minusvalías en los créditos hipotecarios que habían otorgado y conservado en su balance, provocaron una disminución en los índices de capitalización de varias instituciones bancarias (Gráfica 2c). Adicionalmente, la complejidad de todos estos productos dificultó su valuación y la determinación precisa del grado de exposición particular de cada institución.

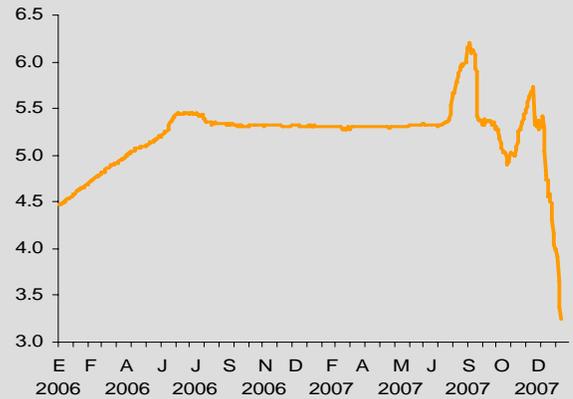
Gráfica 2

EUA: Mercado de papel comercial y balance contable de los bancos

a) Monto vigente de papel comercial respaldado, miles de millones de dólares



b) Tasa de interés de papel comercial respaldado, por ciento anual



c) Variación del balance de las instituciones bancarias, miles de millones de dólares



El fuerte deterioro en el balance de los bancos y la incertidumbre sobre dónde se localizaban las pérdidas llevaron a las instituciones financieras a ser más cautas en el manejo de su liquidez y en el otorgamiento de préstamos. Esto provocó a su vez un aumento importante en el costo del crédito, en particular en el fondeo interbancario de corto plazo, tanto para instituciones en los Estados Unidos como para otras en países desarrollados. El aumento en las tasas de interés interbancarias respecto de activos de menor riesgo alcanzó así niveles sin precedente en los últimos años (Gráfica 3a).

El problema de liquidez en los mercados de dinero llevó a los bancos centrales de varios países a tomar acciones encaminadas a resolver esta situación. En particular, el Banco de la Reserva Federal amplió el tipo de garantías que recibe cuando otorga liquidez a los bancos, redujo la tasa y amplió el plazo al que hace estos préstamos. Asimismo, creó una nueva facilidad de financiamiento a plazo por montos predeterminados y en condiciones similares a las de la ventanilla de descuento (TAF por sus siglas en inglés). Los bancos centrales de la Eurozona y el Reino Unido también ampliaron los plazos de sus operaciones de liquidez y flexibilizaron los requerimientos en las garantías que requieren en estas operaciones. Adicionalmente, se establecieron líneas de crédito para fondear dólares norteamericanos entre el Banco de la Reserva Federal, el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza. Estas medidas tranquilizaron temporalmente a los mercados.

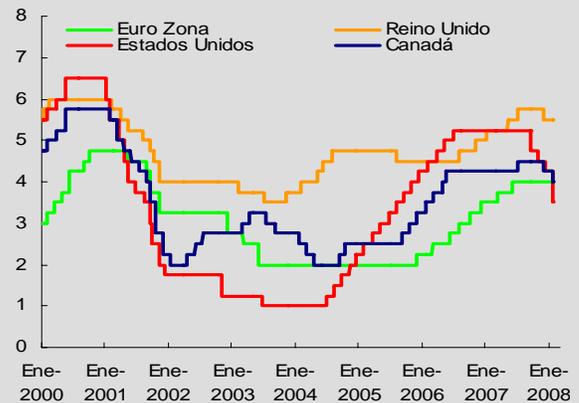
Finalmente, para mitigar los efectos sobre la economía del deterioro en las condiciones de crédito, algunos de estos mismos bancos centrales también tomaron acciones de política monetaria. El Banco de la Reserva Federal disminuyó su tasa de referencia por primera vez en cuatro años por un total de 175 puntos base. Asimismo, el Banco de Inglaterra redujo su tasa de fondeo en 25 puntos base y el Banco de Canadá en 50 puntos base (Gráfica 3b).

Gráfica 3
Tasas de interés interbancarias y de referencia

a) Diferencial entre tasa interbancaria y de papel gubernamental a tres meses, puntos base anuales.



b) Tasa de referencia, por ciento anual.



Adicionalmente, la Reserva Federal estableció esquemas de intercambio de monedas (*swaps*) con el Banco Central Europeo y el Banco Nacional de Suiza a fin de que los bancos de estos países también accedieran, a través de sus bancos centrales, a líneas de fondeo en dólares. El uso de estas líneas para aumentar la liquidez se coordinó con operaciones similares en sus propias monedas por parte del Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá.

Con base en la premisa de que las medidas de inyección de liquidez, si bien indispensables, no son suficientes para eliminar las restricciones financieras que afectan a la economía, y ante el riesgo de un debilitamiento adicional de la actividad económica, el Banco de la Reserva Federal redujo la tasa de fondos federales en 25 puntos base durante sus reuniones de octubre y diciembre. Ante el persistente deterioro de las condiciones en los mercados financieros y los mayores riesgos a la baja para el crecimiento, la Reserva Federal decidió el 22 de enero en una reunión no programada, la primera desde el 11 de septiembre de 2001, disminuir en 75 puntos base adicionales su objetivo para la tasa de fondos federales, para situarla en 3.5 por ciento.

Otros bancos centrales relajaron también su postura de política monetaria. El Banco de Inglaterra ajustó a la baja su tasa de política en diciembre (en 25 puntos base) por primera vez desde 2005 y el Banco de Canadá redujo en 1/4 de punto porcentual su tasa de referencia tanto en diciembre de 2007 como en enero de 2008. El Banco Central Europeo mantuvo sin cambios su tasa de referencia, a pesar de un acrecentamiento de las presiones inflacionarias, debido a la inquietud por el impacto potencial de los problemas en los mercados crediticios en el crecimiento del PIB. También el Banco de Japón dejó sin

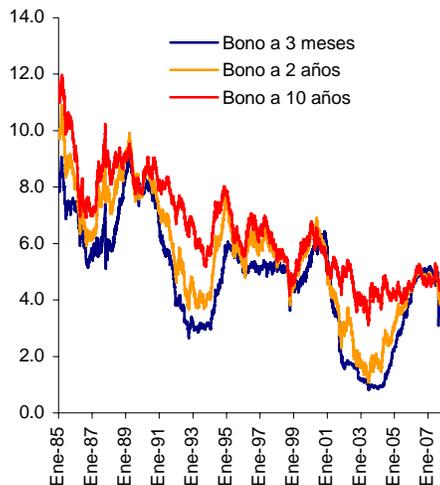
modificación su tasa de política durante el cuarto trimestre de 2007 y en su reunión de enero de 2008. Si bien la crisis en los mercados financieros no ha afectado de manera significativa a la economía japonesa, sí ha contribuido a aumentar las dudas sobre el fin del período deflacionario.

Las acciones adoptadas por los principales bancos centrales para hacer frente a la crisis de liquidez contribuyeron a atenuar la incertidumbre en los mercados de fondeo de corto plazo, permitiendo una disminución importante de las tasas de interés interbancarias. No obstante, hacia finales de enero de 2008 el diferencial entre las tasas interbancarias y el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos se ubicaba todavía en niveles elevados en términos históricos (Gráfica 9). Además, el deterioro de las condiciones financieras en otros mercados continuó.

Las tasas de interés de largo plazo en Estados Unidos se redujeron al inicio del trimestre ante la búsqueda de activos de bajo riesgo por parte de los inversionistas, presentando un modesto repunte en diciembre, a medida que la incertidumbre se contenía mediante los anuncios de acciones adicionales por parte de los bancos centrales. Sin embargo, hacia finales del trimestre y principios de 2008, el deterioro en las perspectivas de crecimiento económico en Estados Unidos y la expectativa de medidas adicionales de relajamiento monetario en el curso de 2008 impulsaron nuevamente a la baja a las tasas de largo plazo, si bien fueron las tasas a 2 años las que registraron mayores descensos. Así, la curva de rendimiento se desplazó hacia abajo.

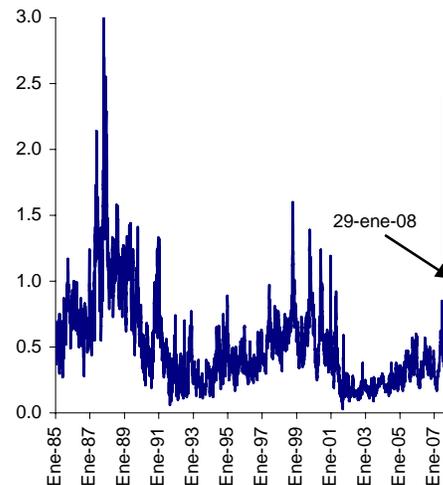
Gráfica 9
EUA: Tasas de Interés
Por ciento anual

a) Rendimiento de los Bonos del Tesoro de EUA a 10 años, 2 años y 3 meses



Fuente: Bloomberg.

b) Diferencial de Libor a 3 meses y Bono del Tesoro de EUA a 3 meses



Fuente: Bloomberg.

Si bien los mercados accionarios de las economías avanzadas registraron fluctuaciones marcadas a lo largo del cuarto trimestre, al cierre del año varios de ellos se ubicaban significativamente por debajo del nivel alcanzado a finales de septiembre. Durante enero de 2008, los mercados accionarios de estos países continuaron con una tendencia a la baja ante el recrudecimiento de temores sobre la trayectoria de la actividad económica en Estados Unidos, si bien mostraron cierta recuperación después del anuncio del recorte de 75 puntos base

a la tasa de fondos federales. De finales de septiembre de 2007 al 29 de enero de 2008, los índices Standard & Poors de Estados Unidos, Nikkei de Japón y FTSE del Reino Unido, registraron descensos de 10.8 por ciento, 19.7 por ciento y 9 por ciento, respectivamente. Durante el último trimestre de 2007 los mercados accionarios de las economías emergentes mostraron un comportamiento mixto. Algunos –incluyendo los de India, Rusia y Brasil- terminaron el periodo con ganancias, en tanto que otros –principalmente de Europa del Este- registraron pérdidas. Sin embargo, en enero de 2008 las caídas de las bolsas de economías emergentes fueron generalizadas y, en muchos casos, de mayor magnitud que las observadas en los mercados avanzados, aunque varios de ellos también se recuperaron parcialmente a raíz del recorte de la tasa de fondos federales.

Por otra parte, la tendencia a la depreciación del dólar se mantuvo durante el cuarto trimestre, si bien a un ritmo menor que en meses anteriores (la depreciación, medida por el índice de la Reserva Federal para el tipo de cambio efectivo respecto de las principales monedas, fue de 1.5 por ciento en el cuarto trimestre y de 10.1 por ciento durante 2007).⁷ A principios de 2008, dicho índice continuó depreciándose.

La turbulencia en los mercados crediticios de las economías avanzadas se reflejó en una ampliación de los diferenciales de riesgo soberano de las economías emergentes. El índice compuesto EMBI Global alcanzó su mínimo histórico a principios de junio de 2007. De ese entonces al cierre de diciembre, el índice aumentó en 104 puntos base, correspondiendo 41 puntos al cuarto trimestre. El EMBI Global continuó aumentando en enero, situándose al 28 de ese mes 35 puntos base por encima de su nivel al cierre de 2007. De esta forma, ha comenzado a observarse cierto contagio del deterioro de las condiciones financieras en los países industriales a las economías emergentes.

3.1.4. Perspectivas

Las perspectivas de crecimiento global para 2008 se han deteriorado ante la prolongación del período de volatilidad financiera. Se estima que tanto las economías avanzadas como las emergentes perderán vigor.

El balance de riesgos para la actividad económica mundial apunta a la baja. Por una parte, se espera que el deterioro del sector inmobiliario en Estados Unidos continúe, dado el elevado nivel de inventarios de casas y el riesgo de que los precios de éstas sigan disminuyendo. Además, podría observarse un mayor efecto del ajuste en el sector residencial sobre la actividad económica, derivado en parte del impacto sobre los balances de los hogares, y por tanto sobre el consumo, del menor valor de los activos inmobiliarios. El alza en los precios del petróleo y el menor ritmo de creación de empleos constituyen factores adicionales de freno para el consumo. Asimismo, el deterioro en las condiciones financieras que ha provocado la crisis en el sector hipotecario implica riesgos para la demanda.

Por otra parte, no puede descartarse un ahondamiento de los problemas en el sector financiero. En particular, a pesar de las medidas implementadas por las autoridades estadounidenses, es probable que continúen

⁷ El índice del tipo de cambio efectivo del dólar respecto a las principales monedas, elaborado por la Reserva Federal, es un promedio de sus cotizaciones frente al euro, el yen, el dólar canadiense, la libra esterlina, el franco suizo, el dólar australiano y la corona sueca, ponderadas por la importancia del comercio del país correspondiente con Estados Unidos.

en aumento los índices de morosidad y de embargo en créditos hipotecarios, especialmente de alto riesgo, al enfrentar numerosos deudores incrementos en las tasas de interés asociadas a sus hipotecas conforme a lo establecido en los contratos originales.⁸ El contagio de los problemas en el mercado hipotecario a otras clases de activos ha complicado el panorama. En este contexto, la probabilidad de una recesión ha aumentado.

Se espera que el debilitamiento de la economía estadounidense incida en la trayectoria de la actividad económica en otros países industriales y en los países en desarrollo. No obstante, existe el riesgo de un impacto del menor crecimiento de la economía estadounidense sobre el resto del mundo mayor del hasta ahora estimado.

Se espera que la desaceleración del crecimiento global contribuya a aliviar las presiones inflacionarias derivadas del incremento de los precios del petróleo y los alimentos. Sin embargo, los riesgos son al alza y las posibilidades de un mayor traslado de los aumentos en los precios de los productos primarios a la inflación subyacente se han acentuado. Por otra parte, los riesgos para la inflación son mayores para las economías emergentes, ya que muchos de estos países podrían enfrentar un panorama de rápido crecimiento económico y alzas en las cotizaciones de los bienes primarios, a lo que cabe añadir una mayor sensibilidad de sus índices de precios a incrementos en los precios de los alimentos. El panorama de riesgos al alza para la inflación y a la baja para la actividad económica, ha acentuado los retos para la política monetaria tanto en países industriales como en economías emergentes.

Aunque la depreciación del dólar y el debilitamiento de la actividad económica han ayudado a mejorar el balance externo de Estados Unidos, la magnitud del desequilibrio continúa siendo muy elevado. En particular, el crecimiento de diversas economías sigue estando sustentado de forma muy significativa en el mantenimiento de posiciones superavitarias en sus cuentas externas. En este contexto, el ajuste de los desequilibrios en cuenta corriente puede generar tensiones adicionales en los mercados financieros.

Por otra parte, es importante reconocer que la capacidad de la economía mundial para hacer frente a choques se ha fortalecido de manera importante en los últimos años. Así por ejemplo, el sector corporativo de Estados Unidos se encuentra en una situación financiera sólida y, en general, la diversidad y flexibilidad de la economía estadounidense aumentan considerablemente su capacidad de recuperación. Asimismo, a lo largo de los últimos años muchas economías emergentes han implementado medidas que les han permitido fortalecer sus fundamentos económicos, de tal modo que éstas son menos vulnerables ante las distintas fases cíclicas de la economía mundial.

⁸ Con el fin de apoyar al creciente número de deudores de créditos hipotecarios de baja calidad que enfrentarán aumentos en las tasas de interés de sus préstamos, el Departamento del Tesoro de Estados Unidos anunció a principios de diciembre un plan de apoyo dirigido a aquellos deudores con ingresos estables, historiales de pago relativamente limpios y que no pueden realizar los pagos sobre sus créditos ante los ajustes a las tasas de interés. Este esquema, que no involucra recursos gubernamentales, contiene tres elementos: 1) un aumento de los esfuerzos para contactar a aquellos deudores con dificultades para pagar sus créditos hipotecarios; 2) el desarrollo de nuevos productos hipotecarios que permitan a un mayor número de deudores conservar sus viviendas; y 3) la puesta en marcha de un proceso sistemático que permita solucionar de manera rápida y eficiente los problemas del elevado volumen de préstamos sujetos a ajustes en las tasas de interés.

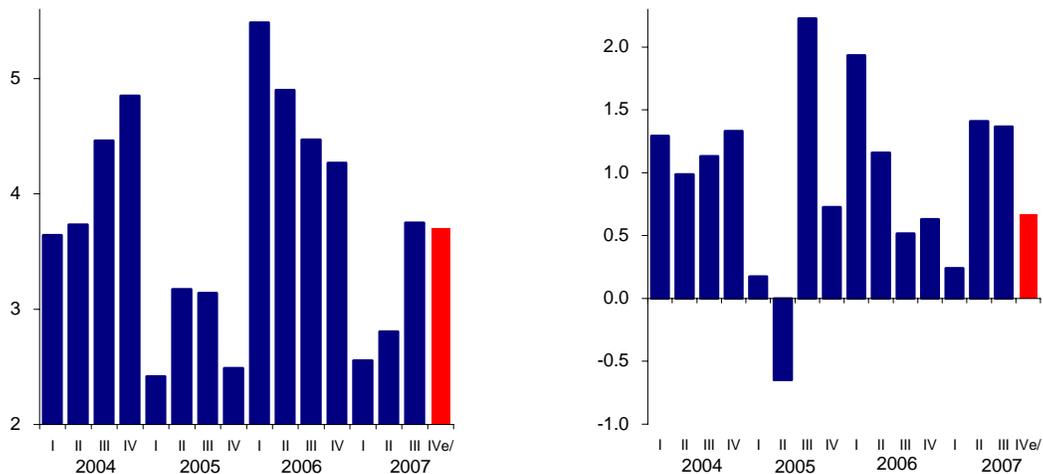
3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México

En el cuarto trimestre de 2007 la actividad económica en el país mostró un crecimiento anual moderado, que resultó cercano al registrado en el trimestre precedente. No obstante, tal expansión implicó, con datos ajustados por efectos estacionales, una variación porcentual trimestral del producto más baja que las observadas en el segundo y tercer trimestres de ese año (Gráfica 10). Este menor dinamismo a tasa trimestral se reflejó en la evolución tanto de los indicadores de demanda agregada como en los de producción.

Gráfica 10
Producto Interno Bruto

a) Variaciones anuales en por ciento

b) Variación porcentual trimestral de datos desestacionalizados



e/ Estimado.

Fuente: INEGI y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

En general, los principales aspectos que caracterizaron la evolución de la demanda agregada en el cuarto trimestre fueron: i) el ritmo de crecimiento de la demanda interna fue cercano al observado en el tercer trimestre; ii) la expansión del gasto de consumo privado resultó más baja que la alcanzada en el trimestre previo (Gráfica 11a);⁹ iii) el crecimiento anual de la inversión superó al registrado en el tercer trimestre, en congruencia con el dinamismo importante que mantuvo el financiamiento otorgado a las empresas (ver Sección 3.4.2 de este Informe);¹⁰ y, iv) se atenuó el ritmo de expansión anual de las exportaciones de bienes y servicios.

El crecimiento moderado que mostró el producto en el cuarto trimestre reflejó en buena medida un menor dinamismo de la demanda externa. A lo anterior se sumaron otros aspectos de las condiciones externas que no resultaron favorables para la expansión del gasto interno y de la producción nacional. En general, las referidas condiciones externas se caracterizaron por lo siguiente: i) se acentuó la desaceleración de la demanda proveniente de Estados Unidos, lo

⁹ Entre los indicadores de consumo privado sobresale que las ventas de la ANTAD medidas en términos reales registraron en el cuarto trimestre de 2007 un crecimiento de 8.7 por ciento, que se compara con 9.2 por ciento en el tercer trimestre y con 10 por ciento en los primeros tres trimestres del año.

¹⁰ Se estima que en el bimestre octubre-noviembre la inversión haya registrado un crecimiento anual de 7.5 por ciento, luego de haberse incrementado 6 por ciento tanto en el tercer trimestre como en los primeros nueve meses de ese año.

que se reflejó en un debilitamiento de las exportaciones del sector automotriz y en el poco dinamismo del resto de las exportaciones no petroleras canalizadas a dicho mercado; ii) el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares se mantuvo prácticamente sin cambio en el cuarto trimestre en su comparación anual de manera que, en el margen, no contribuyó al incremento del gasto de consumo privado; y, iii) el debilitamiento de los indicadores de confianza en los Estados Unidos y una importante revisión a la baja de los pronósticos para la actividad económica en dicho país, afectaron adversamente las expectativas relativas a la economía mexicana y a los indicadores de confianza y de clima de negocios. Ello no favoreció a la expansión del gasto del sector privado en el país. Cabe comentar al respecto que los resultados de la encuesta mensual que recaba el Banco de México entre los principales analistas económicos del sector privado nacional y extranjero, indican que en el cuarto trimestre de 2007 los principales factores señalados como limitantes de la actividad económica en México, lo constituyeron las condiciones externas.¹¹ Sin embargo, también debe destacarse que en el cuarto trimestre se incrementó el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros con relación al nivel alcanzado en el trimestre previo y la demanda externa proveniente del mercado no estadounidense mantuvo una expansión importante.

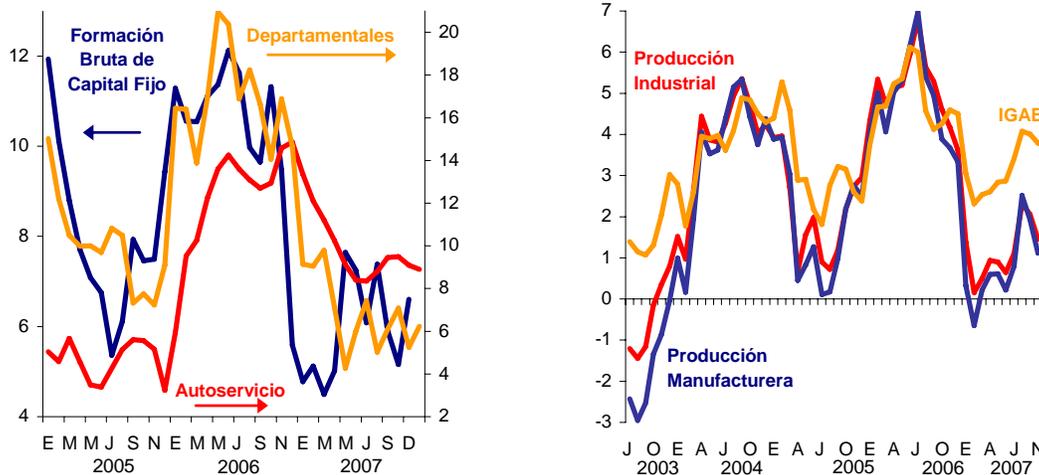
Gráfica 11

Indicadores de Demanda Interna y Producción

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

a) Formación Bruta de Capital Fijo y Ventas de las Tiendas de Autoservicio y Departamentales en Términos Reales

b) IGAE y Producción Industrial



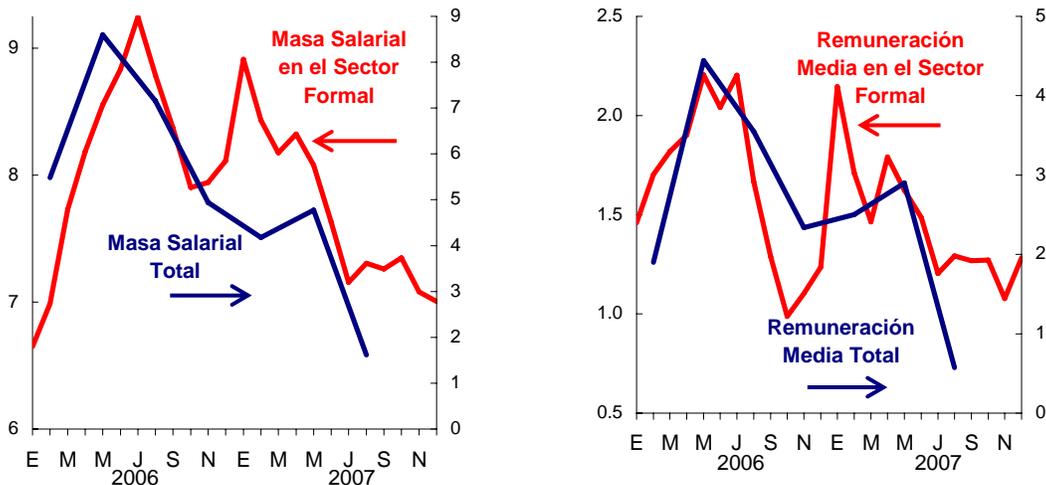
Fuente: INEGI para los datos de Inversión, IGAE, Producción Industrial y Manufacturera y ANTAD para las ventas de Autoservicio y Departamentales.

1/ Datos desestacionalizados y promedio móvil de dos meses. En (a) la desestacionalización fue efectuada por el Banco de México.

¹¹ Durante el cuarto trimestre del año las condiciones externas (debilidad de los mercados externos y de la economía mundial; la inestabilidad financiera internacional; los niveles de las tasas de interés externas y una posible contracción de la oferta de recursos del exterior) absorbieron el 49 por ciento de las respuestas acerca de los principales factores que podrían restringir el ritmo de la actividad económica interna en los próximos meses. Dicho porcentaje se compara con los de 37 y 27 por ciento en el tercer trimestre y en el primer semestre del año y con 26 por ciento en el segundo semestre de 2006. Véase: Banco de México; Encuesta Sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado.

Un factor que contribuyó en el cuarto trimestre de 2007 a moderar la expansión del consumo es la tendencia de desaceleración que mantuvieron los indicadores de masa salarial en términos reales, tanto para la economía en su conjunto, como para el sector formal (Gráfica 12). Este hecho es atribuible a incrementos más moderados, tanto de las remuneraciones reales, como de la ocupación.¹² Por otro lado, en el periodo de referencia el financiamiento al gasto de consumo privado mantuvo un crecimiento anual elevado, aunque menor que el registrado en el tercer trimestre, en congruencia con la evolución del consumo (ver Sección 3.4.2 de este Informe).

Gráfica 12
Indicadores de Masa Salarial y Remuneraciones Medias en Términos Reales
 Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



Fuente: Elaborado con información del IMSS 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 proceso de desestacionalización fue efectuado por el Banco de México.

En la evolución que mostró la oferta agregada en el cuarto trimestre de 2007, cabe destacar dos tendencias principales: por un lado, un crecimiento anual del PIB cercano al observado en el tercer trimestre;¹³ y, por otro, una expansión significativa de las importaciones de bienes y servicios. El incremento del producto en el periodo de referencia se derivó de aumentos en los tres sectores que lo integran, resultando más elevado en el caso de los servicios que en el de los sectores industrial y agropecuario.

¹² En el sector formal de la economía la masa salarial en términos reales mostró en el cuarto trimestre de 2007 un crecimiento anual de 7.2 por ciento, luego de aumentos respectivos de 8.5, 8 y 7.3 por ciento en el primero, segundo y tercer trimestres del año. Por otra parte, se estima que en el tercer trimestre la masa salarial total en la economía mexicana haya presentado un incremento cercano a 1.6 por ciento en términos reales, que se compara con alzas de 4.2 y 4.8 por ciento en el primero y segundo trimestres del año.

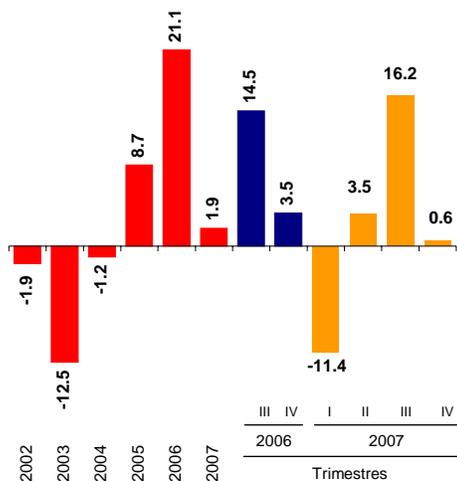
¹³ En los indicadores del producto destaca que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró en el bimestre octubre-noviembre de 2007 un crecimiento anual de 4.3 por ciento (3.3 por ciento en los primeros once meses del año). Dicha tasa se derivó de alzas en los tres sectores que lo integran, sobresaliendo el incremento anual de 8.4 por ciento del sector agropecuario, mientras que los aumentos del industrial y los servicios resultaron de 2 y 5.1 por ciento, respectivamente.

En el cuarto trimestre de 2007, al igual que ocurrió en el tercero, el crecimiento del sector industrial fue modesto (Gráfica 11b).¹⁴ Ese resultado se originó en lo fundamental de la evolución de su sector más importante, que es la industria manufacturera. El crecimiento de dicha actividad reflejó, en parte, la desaceleración que mostró la industria automotriz terminal con relación a lo observado en el tercer trimestre (Gráfica 13a). Este resultado se produjo como respuesta a la combinación de una disminución del número de vehículos fabricados para el mercado interno y un modesto incremento de los ensamblados para el externo. A su vez, este último hecho se derivó de dos factores: una caída de las ventas de vehículos automotrices en Estados Unidos, principal mercado para las unidades producidas en el país, y un aumento significativo de las unidades exportadas al mercado no estadounidense. Por otra parte, en el cuarto trimestre de 2007 las ventas internas de vehículos nuevos en el país mostraron una caída de 5.5 por ciento a tasa anual. De hecho, con datos desestacionalizados el nivel mensual de dichas ventas resultó inferior en diciembre de 2007 que el registrado en ese mes en 2004 (Gráfica 13b). Tal evolución refleja una elevada importación de vehículos usados, cuyo número en 2007 incluso superó en casi 20 por ciento al de las ventas internas de vehículos nuevos. Lo anterior no sólo ha tenido un impacto desfavorable en los niveles de producción de la industria automotriz, sino también ha aumentado la antigüedad del parque vehicular en el país, con implicaciones negativas tanto en la eficiencia en el consumo de combustibles como en los niveles de contaminación ambiental.

Gráfica 13

Indicadores de la Industria Automotriz:

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



b) Ventas Internas al Menudeo de
Vehículos Nuevos e Importación de Usados
Miles de unidades por mes y
datos desestacionalizados^{1/}



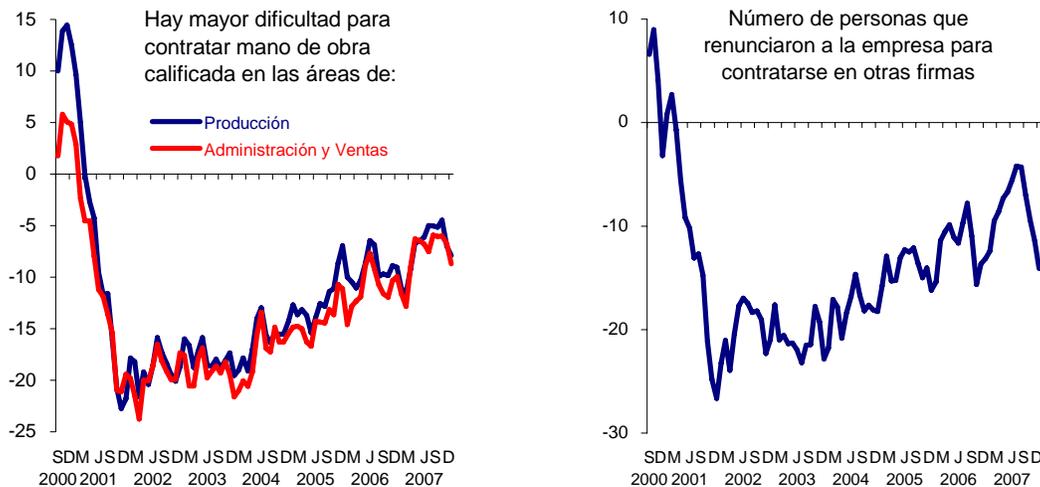
Fuente: Elaboración del Banco de México con datos de la institución, la AMIA y de la ANPACT.

1/ Promedio móvil de dos meses, excepto en 2007.

¹⁴ En el bimestre octubre-noviembre de 2007 el crecimiento de la producción industrial resultó de 2 por ciento (1.7 por ciento en el tercer trimestre), que fue influido por un incremento de la industria manufacturera de 1.9 por ciento (1.6 por ciento en el tercer trimestre). Esta última cifra se derivó de alzas de 5.2 por ciento de la industria automotriz (13.5 por ciento en el tercer trimestre) y de 1.2 por ciento de la industria manufacturera sin automotriz (caída anual de 0.6 por ciento en el tercer trimestre). Con lo anterior, en los primeros once meses de 2007 los avances del sector industrial y de su componente manufacturero fueron muy modestos, con crecimientos respectivos de 1.2 y 0.9 por ciento. En ese periodo los crecimientos de la industria automotriz y del sector manufacturero sin automotriz se ubicaron en 3.7 y 0.3 por ciento, respectivamente.

La evolución descrita, así como una amplia gama de indicadores relativos a la actividad económica, permiten estimar que el crecimiento a tasa anual del PIB en el cuarto trimestre de 2007 haya sido cercano a 3.7 por ciento. Dicho desempeño implicaría que en 2007 el aumento del producto haya resultado de entre 3.2 y 3.3 por ciento. El menor dinamismo de la actividad económica en el cuarto trimestre es notorio en los datos ajustados por efectos estacionales, mismos que se estima presenten una variación trimestral del PIB de aproximadamente 0.7 por ciento (Gráfica 10b), luego de que en promedio había alcanzado 1.4 por ciento en el segundo y tercer trimestres del año.

Gráfica 14
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 con 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 empresas que indicó que aumentó el número de personas que renunció para contratarse en otras firmas), menos el de aquellas que expresó menor dificultad.

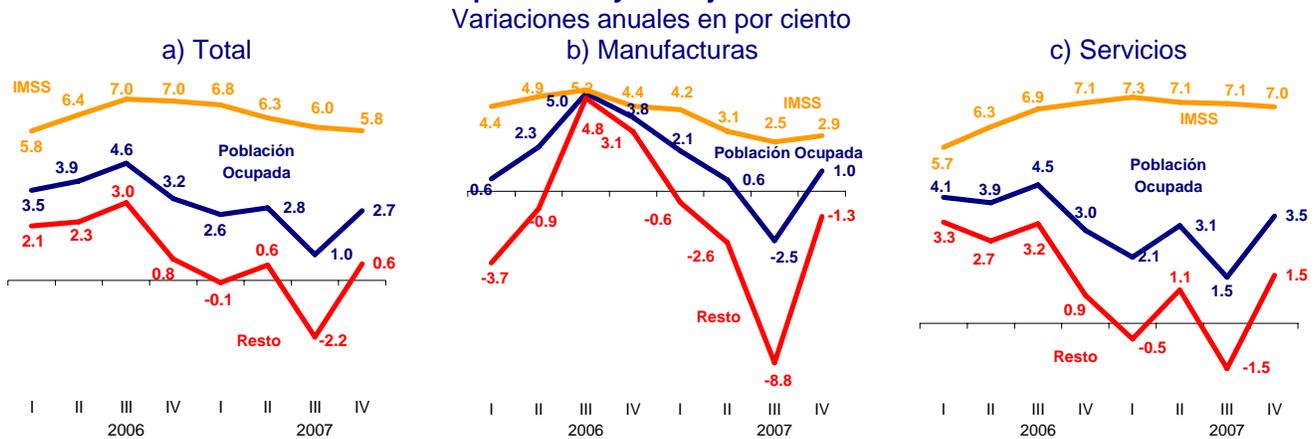
El ritmo de crecimiento de la actividad económica que se registró en el cuarto trimestre de 2007 y, en general, a lo largo del año, no implicó presiones sobre la capacidad de producción de la economía que pudieran haberse constituido en una fuente de presiones sobre los precios. Esto considerando lo siguiente: i) el crecimiento en el trimestre de referencia y en todo 2007, tanto del producto, como del gasto interno, fueron moderados, lo que dio lugar a que no se ampliara la brecha en el ritmo de expansión de ambos rubros; ii) el crecimiento que presentó el producto en el año resultó cercano al crecimiento potencial estimado de la economía, al tiempo que diferentes indicadores de brecha del producto continuaron ubicándose, en términos generales, en niveles cercanos a cero; iii) en el caso particular de la industria manufacturera, la expansión observada resultó reducida y se originó en buena medida en la demanda externa. Asimismo, diversos indicadores que se elaboran en el Banco de México para dicho sector muestran que en 2007 éste no enfrentó problemas de escasez de mano de obra calificada que implicaran presiones salariales (Gráfica 14); iv) durante los años recientes la capacidad de producción del país se ha ido fortaleciendo gradualmente, debido al aumento que ha registrado el gasto de inversión. Estos avances han permitido incrementar el acervo de capital y que éste sea más moderno y productivo; y, v) el reducido saldo deficitario que registró la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2007 (al igual que el reducido incremento del déficit de la balanza comercial no petrolera) y la evolución que

mostró el tipo de cambio del peso con relación al dólar norteamericano, son indicadores adicionales que sugieren que en el año no se presentaron presiones de demanda que impactaran de manera significativa a las cuentas externas, al mercado cambiario o a los precios internos.

3.2.1. Empleo

El menor crecimiento que registró el PIB en 2007 con respecto al observado en 2006, estuvo acompañado de una menor tasa de crecimiento de la demanda de trabajo. Esta tendencia se evidenció en los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo, que recaba el INEGI, y que abarca a la totalidad del mercado de trabajo en el país (Gráfica 15). Por otra parte, el indicador de ocupación que corresponde al sector formal de la economía, representado por el número de trabajadores afiliados al IMSS, si bien mantuvo un crecimiento superior al del producto, también mostró una desaceleración a lo largo del año. Cabe señalar que la evolución de este indicador posiblemente también esté reflejando un mayor esfuerzo de fiscalización por parte del IMSS en las empresas del país.

Gráfica 15
Población Ocupada Total y Trabajadores Afiliados al IMSS



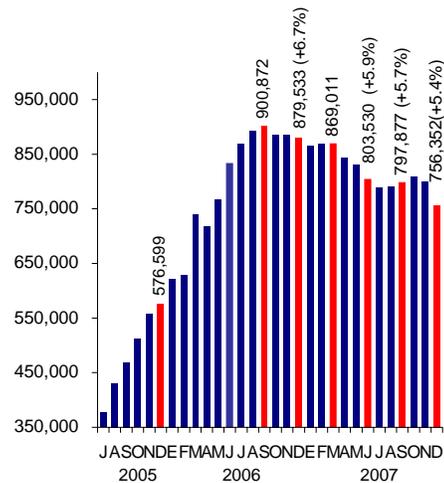
Fuente: INEGI e IMSS. La Población Ocupada proviene de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) del INEGI e incluye a los sectores secundario y de servicios. De este último se excluye al gobierno y a los organismos internacionales. Las cifras de Población Ocupada del cuarto trimestre de 2007 son estimaciones del Banco de México. La información del IMSS incorpora a los mismos sectores y el segmento Resto resulta de deducir a la población ocupada derivada de la ENOE el número de trabajadores afiliados al IMSS.

Al cierre de 2007, el número de trabajadores afiliados al IMSS (permanentes y eventuales urbanos) se ubicó en 14,721,910 personas, lo cual implicó un incremento anual de 756,352 personas y de 5.42 por ciento (Gráfica 16a). El ritmo de crecimiento de este indicador se atenuó en el año en su conjunto, dado que al cierre de 2006, las cifras correspondientes fueron de 879,533 trabajadores y de 6.72 por ciento. La variación que arrojó este indicador de empleo formal en 2007 implicó un incremento de 374,515 ocupaciones permanentes (alza anual de 3.3 por ciento) y otro de 381,837 empleos eventuales urbanos (aumento de 15.2 por ciento). De esa manera, el 50.5 por ciento del incremento en los trabajadores afiliados al IMSS correspondió a ocupaciones eventuales urbanas, no obstante que la participación de dicho segmento en el total de afiliados resultó de tan sólo 19.7 por ciento. Este resultado podría ser una manifestación de que dadas las rigideces que enfrentan las empresas, éstas han

buscado flexibilizar sus procesos productivos mediante el empleo de trabajadores en ocupaciones eventuales. En cuanto a la generación de empleo formal a nivel sectorial, se observó un mayor dinamismo en el terciario que en el industrial (Gráfica 16b), sobresaliendo los incrementos en el comercio (de 181,629 trabajadores y 6.6 por ciento anual) y los servicios para empresas, personas y hogares (287,377 trabajadores y 9 por ciento). Por su parte, el crecimiento de los trabajadores afiliados al IMSS en el sector industrial fue más moderado (209,308 personas y alza de 3.9 por ciento), especialmente en la industria manufacturera (119,162 trabajadores y 3 por ciento).

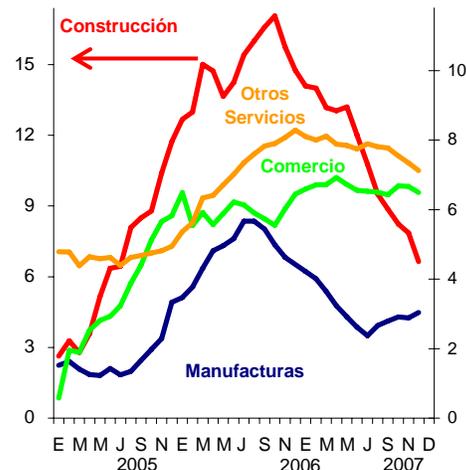
Gráfica 16
Trabajadores Afiliados al IMSS

a) Número de Trabajadores Afiliados
Variación anual de datos originales



Fuente: IMSS.

b) Variación anual en por ciento
de datos desestacionalizados



Fuente: IMSS y desestacionalización efectuada por el Banco de México.

3.2.2. Sector Externo

La moderada expansión que registraron en el cuarto trimestre de 2007 tanto la demanda agregada como el PIB, se tradujo en saldos deficitarios reducidos de la balanza comercial y de la cuenta corriente de la balanza de pagos. A dicho resultado también contribuyó un incremento del superávit de la balanza de productos petroleros, que reflejó un importante repunte del precio de la mezcla mexicana de crudo de exportación.¹⁵

En general, los principales aspectos que caracterizaron la evolución del sector externo de la economía mexicana en el cuarto trimestre, fueron los siguientes:

- i) las exportaciones no petroleras mostraron un crecimiento más moderado que el registrado en el tercer trimestre.¹⁶ Esa evolución es

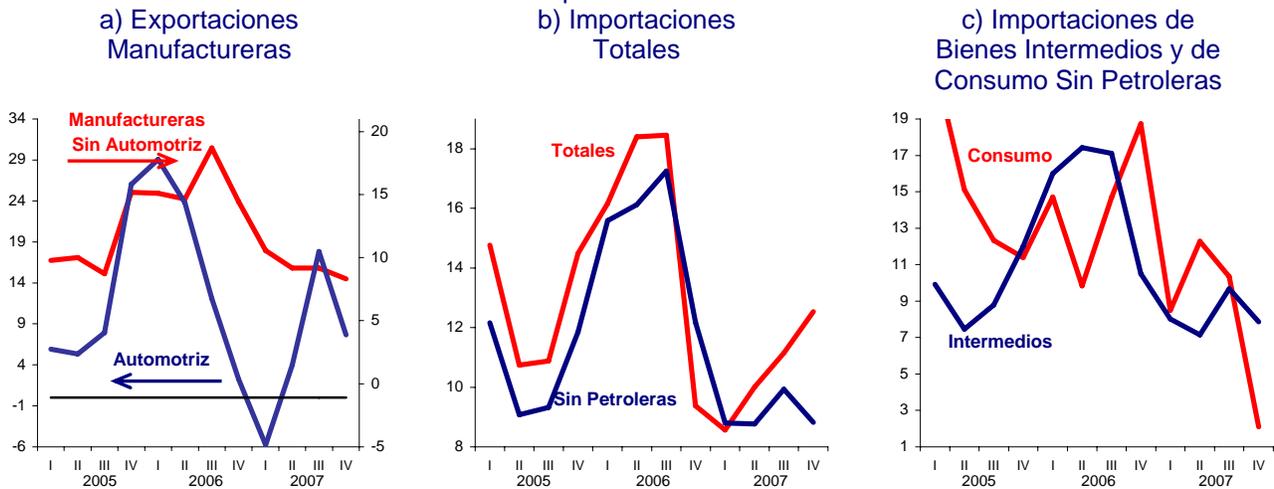
¹⁵ El saldo superavitario de la balanza de productos petroleros resultó en el cuarto trimestre de 2007 de 5,230 millones de dólares, mientras que en el tercero la cifra correspondiente había sido de 4,638 millones.

¹⁶ En el cuarto trimestre de 2007 las exportaciones totales registraron un crecimiento anual de 15.2 por ciento (11.1 por ciento en el tercero y 8.8 por ciento en todo ese año). Dicha tasa se originó de incrementos de 52.2 por ciento de las exportaciones petroleras (11.9 y 9.9 por ciento en el tercer trimestre y en todo el año) y de 9.7 por ciento de las no petroleras (11 y 8.6 por ciento en el tercer trimestre y en todo 2007).

atribuible a una desaceleración de las exportaciones manufactureras (Gráfica 17a).¹⁷

- ii) el crecimiento más moderado de las exportaciones no petroleras se derivó de una desaceleración de la demanda externa proveniente de Estados Unidos, al atenuarse el ritmo de la actividad industrial en ese país (Gráfica 18a y b). La menor expansión de las exportaciones a dicho mercado también respondió a un debilitamiento de las efectuadas por la industria automotriz, en respuesta a una caída de las ventas internas de vehículos en ese país. En contraste con lo anterior, las exportaciones destinadas al resto del mundo mantuvieron un dinamismo significativo, que propició que aumentara su participación en las ventas al exterior (Gráfica 18c).¹⁸ Tal evolución respondió en una parte importante a la depreciación registrada por el peso mexicano con relación a monedas distintas al dólar estadounidense.

Gráfica 17
Exportaciones Manufactureras e Importaciones de Mercancías
 Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



Fuente: Banco de México.

- iii) el ritmo de crecimiento anual del valor de las exportaciones petroleras resultó el más elevado en siete trimestres. Ello reflejó un nivel sin precedente para un trimestre del precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación, luego de que dicha cotización disminuyera en los últimos meses de 2006 y principios de 2007. El valor de las exportaciones petroleras mostró un incremento significativo en 2007, pero éste fue superado por el que registraron las importaciones de esos bienes (Gráfica 19a). Ello implicó que el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros se redujera de 19 mil millones de dólares en 2006 a 17.2 miles de millones en 2007. Cabe

¹⁷ Las exportaciones manufactureras presentaron en el cuarto trimestre un crecimiento anual de 8.9 por ciento, una tasa más baja que la observada en el tercero (10.9 por ciento). Tal expansión se derivó de alzas de 7.4 por ciento de las exportaciones del sector automotriz (18.4 por ciento en el tercer trimestre) y de 9.4 por ciento en las efectuadas por el resto de la industria manufacturera (8.5 por ciento en el tercer trimestre).

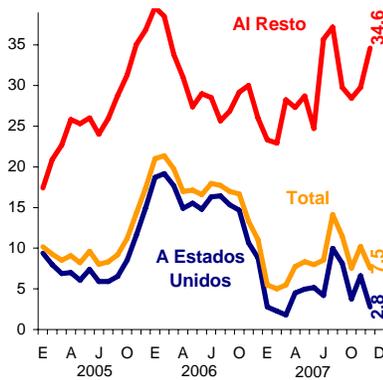
¹⁸ El crecimiento anual de las exportaciones no petroleras pasó de 11 a 9.7 por ciento del tercero al cuarto trimestre. Las dirigidas al mercado de Estados Unidos aumentaron 5.4 por ciento en el cuarto trimestre, luego de que la tasa correspondiente había sido de 7.2 por ciento en el tercer trimestre. Por su parte, el crecimiento anual de las exportaciones no petroleras al mercado no estadounidense resultó respectivamente de 32.1 y 33.7 por ciento en el tercero y cuarto trimestres del año.

señalar que dentro del comercio exterior de productos petroleros siguió sobresaliendo un elevado valor de las importaciones de gasolina. De hecho, en 2007 estas últimas fueron equivalentes a 26 por ciento del valor de las exportaciones de crudo (Gráfica 19b y c).

- iv) el crecimiento de las importaciones de mercancías mantuvo un ritmo anual significativo que comprendió a los tres renglones que las conforman (bienes intermedios, de capital y consumo).¹⁹ No obstante, el crecimiento de tales adquisiciones en el exterior y, particularmente, los de las importaciones de bienes intermedios y de consumo, se redujeron del tercero al cuarto trimestre, al deducir las compras de productos petroleros (Gráfica 17b y c).

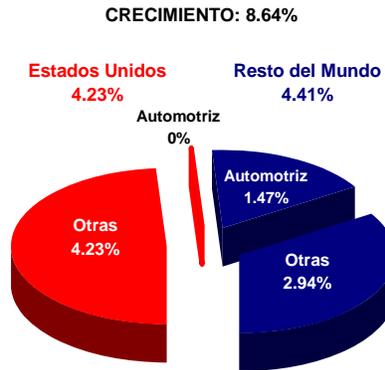
Gráfica 18
Exportaciones No Petroleras a Distintos Mercados

a) Dirigidas a Estados Unidos y el Resto del Mundo
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados^{1/}



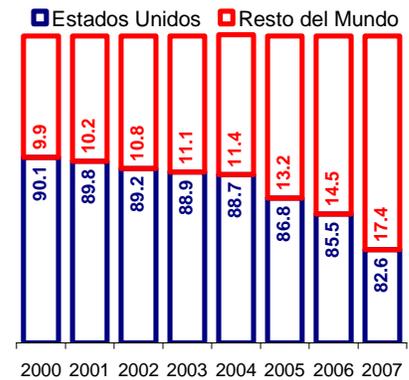
1/ Promedio móvil de tres meses, excepto de julio a diciembre 2007.
Fuente: Banco de México.

b) Contribución de los Mercados al Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras en 2007
Por cientos



Fuente: Banco de México.

c) Participación de los Distintos Mercados en las Exportaciones No Petroleras



Fuente: Banco de México.

A lo largo de 2007 el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares mostró una desaceleración importante (Gráfica 20), que comprendió a la totalidad de las entidades federativas del país. Así, el monto de remesas resultó en el cuarto trimestre de 5,781 millones de dólares y en todo ese año sumó 23,979 millones, lo que implicó variaciones anuales respectivas de -0.2 y 1 por ciento. Tal evolución es atribuible a varios factores, entre los que destacan: i) la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos y especialmente de la industria de la construcción, misma que es una fuente importante de ocupación para un número elevado de trabajadores de origen mexicano; ii) los mayores problemas que han enfrentado los trabajadores mexicanos para emigrar a Estados Unidos, ante una mayor vigilancia fronteriza en ese país; iii) las crecientes dificultades para que los migrantes indocumentados encuentren ocupación, ante controles oficiales más estrictos en

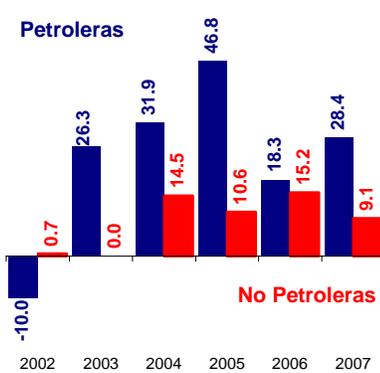
¹⁹ Las importaciones de mercancías mostraron en el cuarto trimestre un incremento anual de 13.5 por ciento, que se derivó de alzas respectivas de 11.1, 20.3 y 19 por ciento de las importaciones de bienes intermedios, consumo y de capital. No obstante, los crecimientos de las importaciones totales, de las de bienes intermedios y de consumo, resultan significativamente menores al excluir a los productos petroleros, al ubicarse en 9.6, 9 y 4 por ciento, respectivamente, tasas más bajas que las registradas en el tercer trimestre.

los lugares de trabajo; y, iv) la desaparición gradual en la estadística de remesas del efecto al alza derivado de la mejoría en la cobertura y medición de esas transacciones.

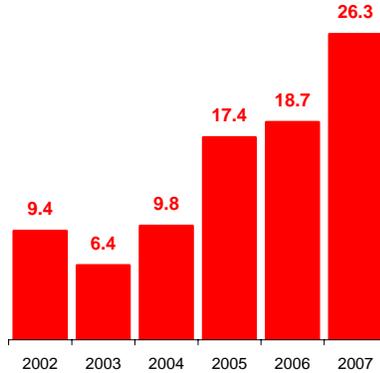
Gráfica 19

Indicadores de Importación de Productos Petroleros

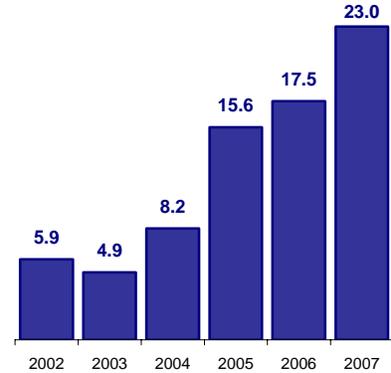
a) Importaciones Petroleras y No Petroleras Variaciones anuales en por ciento



b) Como Proporción del Valor de la Exportación de Petróleo Crudo



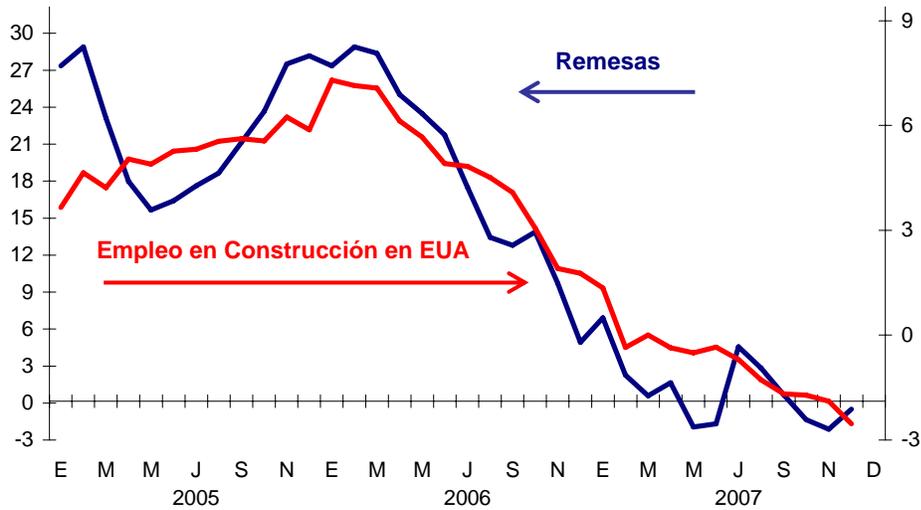
c) Participación en las Importaciones de Bienes de Consumo



Fuente: Banco de México.

Gráfica 20

Remesas Familiares en México^{1/} y Empleo en la Industria de la Construcción en Estados Unidos
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



1/ Variaciones porcentuales anuales de un promedio móvil de dos meses de los datos en millones de dólares. El promedio móvil no se aplica en 2007.

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

Así, con base en la información mencionada, al igual que en la disponible sobre otros rubros de las cuentas externas, se estima que en el cuarto trimestre de 2007 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya arrojado un saldo deficitario de aproximadamente 1.9 miles de millones de dólares. Con ello, la cuenta corriente habría cerrado el año con un déficit moderado de alrededor de 7.2 miles de millones de dólares, monto equivalente a 0.8 puntos porcentuales del

PIB. Por otra parte, se estima que en el cuarto trimestre de 2007 la cuenta de capital haya presentado un superávit cercano a 6.7 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones) y que en el año en su conjunto dicho superávit haya sumado aproximadamente 17.5 miles de millones de dólares. Este saldo sería el resultado neto de los siguientes conceptos: entrada importante de recursos por concepto de inversión extranjera, tanto directa como de cartera; financiamiento externo dirigido a proyectos Pidiregas; y, egresos derivados tanto de desendeudamiento externo del sector público, como de aumento de activos en el exterior.²⁰ Por último, en el cuarto trimestre del año la reserva internacional neta del Banco de México aumentó en 4,767 millones de dólares, lo que implicó que se incrementara en 10,311 millones en todo 2007. Con ello el saldo de dicho acervo al cierre de 2007 se ubicó en 77,991 millones de dólares.

3.3. Costos y Precios

3.3.1. Salarios y Producto por Trabajador

Entre la última información publicada sobre indicadores salariales destaca lo siguiente:

- i) La Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE), que es representativa del personal ocupado remunerado total en el país, indica que el ingreso nominal aumentó 4.6 por ciento en el tercer trimestre de 2007 (el incremento promedio durante los primeros tres trimestres de 2007 fue 6.1 por ciento).
- ii) El crecimiento promedio del salario base de cotización, correspondiente a los trabajadores afiliados al IMSS, en el cuarto trimestre de 2007 fue 5.1 por ciento (en los primeros tres trimestres de 2007 el aumento promedio fue 5.6 por ciento).
- iii) El incremento promedio de los salarios contractuales que otorgaron las empresas de jurisdicción federal en el cuarto trimestre de 2007 fue de 4.1 por ciento.²¹ En el caso de las empresas privadas, el aumento en dicho periodo fue de 4.4 por ciento, y en el de las empresas públicas fue 4.0 por ciento.
- iv) El incremento otorgado al salario mínimo para 2008 fue de 4.0 por ciento (el año previo éste fue de 3.9 por ciento). Así, el salario mínimo general se ubicó en un nivel de 50.84 pesos por día.²²

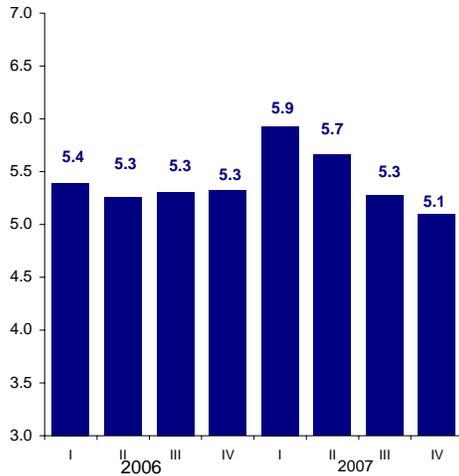
²⁰ El aumento en los activos en el exterior refleja las transacciones normales de un país muy integrado a la economía mundial, como es el caso de México, tanto en el mercado de bienes y servicios como en el financiero. Estas transacciones incluyen un flujo importante de inversión directa de firmas mexicanas en otros países; depósitos bancarios de empresas nacionales (exportadoras e importadoras) que requieren para sus transacciones comerciales y financieras con el exterior; activos en el exterior de sociedades de inversión; depósitos de instituciones bancarias de los sectores privado y público; y activos en el exterior de entidades del sector público.

²¹ Los salarios contractuales permanecen sin cambio durante un año. Así, los salarios registrados durante el cuarto trimestre de 2007 mantendrán su vigencia hasta el tercer trimestre de 2008.

²² El salario mínimo general es equivalente al promedio de los salarios mínimos en las zonas geográficas A, B y C, ponderado por el número de trabajadores que en cada zona su remuneración es igual a un salario mínimo.

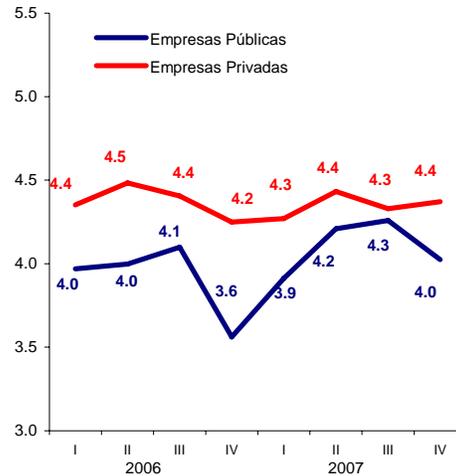
Gráfica 21
Indicadores Salariales

a) Salario Base de Cotización Nominal^{1/}
Variación anual en por ciento



1/ Este indicador considera exclusivamente a los trabajadores afiliados al IMSS. Cobertura: 36.6 por ciento del personal ocupado remunerado total (39.8 millones de personas).

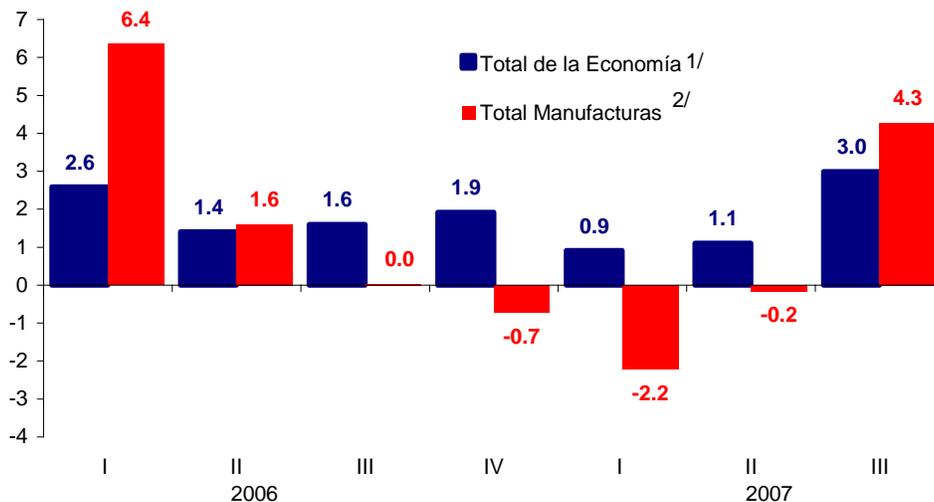
b) Salario Contractual Sectorial^{2/}
Cifras en por ciento



2/ En este dato se incluye únicamente a las negociaciones salariales que se efectuaron en empresas de jurisdicción federal. Cobertura: 4.6 por ciento del personal ocupado remunerado total (39.8 millones de personas).

El producto por trabajador para el total de la economía, estimado con los resultados de la ENOE e información de Cuentas Nacionales, indica que éste registró un incremento promedio de 1.67 por ciento durante los primeros tres trimestres de 2007 (en el mismo periodo del año previo este dato fue 1.87 por ciento, Gráfica 22). Por otra parte, en la industria manufacturera el indicador comparable fue 0.63 por ciento.

Gráfica 22
Producto por Trabajador: Total de la Economía e Industria Manufacturera
Variaciones anuales en por ciento



1/El producto medio por trabajador para el total de la economía se obtiene del cociente del PIB de Cuentas Nacionales con relación al personal ocupado de la ENOE.

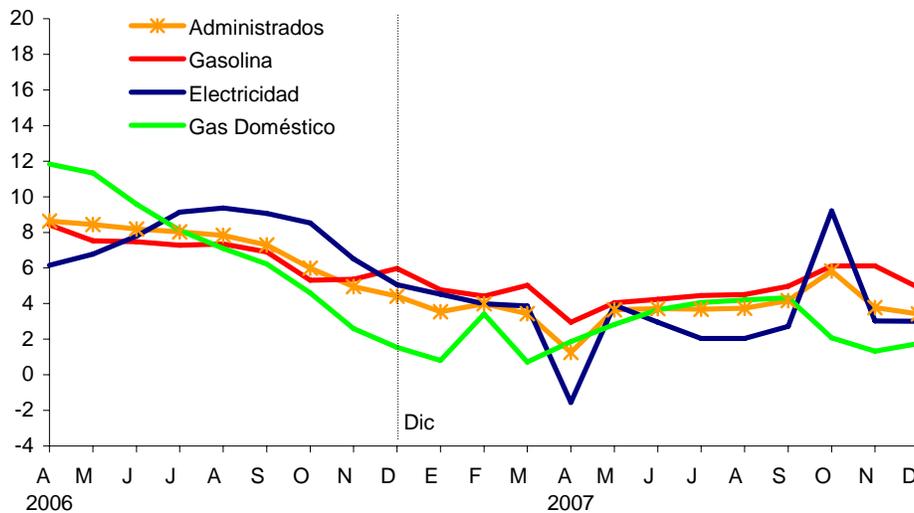
2/El producto medio por trabajador para la industria manufacturera se obtiene del cociente del volumen de la producción de dicha industria de Cuentas Nacionales con relación al personal ocupado para ese sector que reporta la ENOE.

3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

La variación anual del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados se ubicó en 3.41 por ciento al cierre de 2007, mientras que en septiembre dicho indicador alcanzó 4.16 por ciento. La evolución de este subíndice durante el cuarto trimestre de 2007 primordialmente fue influida por la suspensión que decretó el Gobierno Federal a las alzas en los precios de la gasolina Magna, el gas licuado y la electricidad (Gráfica 23).²³ Las tasas de crecimiento anual que venían registrando los precios de los referidos energéticos, durante los primeros tres trimestres de 2007, fueron las siguientes: 5.4, 3.9 y 3.9 por ciento. Así, en el caso en que dichas tasas de aumento promedio se hubiesen sostenido en el periodo octubre – diciembre, el subíndice de los bienes y servicios administrados hubiese contribuido en alrededor de 0.08 puntos porcentuales adicionales a la inflación general anual de diciembre.

Por lo que toca al subíndice de precios concertados, de septiembre a diciembre de 2007, su tasa de variación anual disminuyó de 2.33 a 1.26 por ciento. Esta reducción obedeció principalmente a rebajas temporales que otorgaron algunas compañías en ciertos servicios de telefonía durante noviembre y diciembre. En particular, la variación anual que se registró en los precios del grupo de los servicios de telefonía fue de -2.92 por ciento al cierre de 2007, mientras que en septiembre la variación correspondiente resultó ser de 0.44 por ciento.

Gráfica 23
Subíndice de Precios Administrados
Variación anual en por ciento



²³ Cabe señalar que a partir de enero de 2008 cambió la fórmula para el cálculo de las tarifas eléctricas de alto consumo (DAC). En el nuevo esquema aumenta el ponderador de los combustibles fósiles, de 20 a 35 por ciento, y aumenta de 3 a 6 el número de subíndices del INPP que se utilizan para el cálculo del componente de actualización inflacionaria (Industria de la Madera y sus Productos; Industrias Químicas, de Petróleo, Caucho y Plástico; Productos de Minerales no Metálicos; Industrias Metálicas Básicas; Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo; Otras Industrias Manufactureras; Construcción).

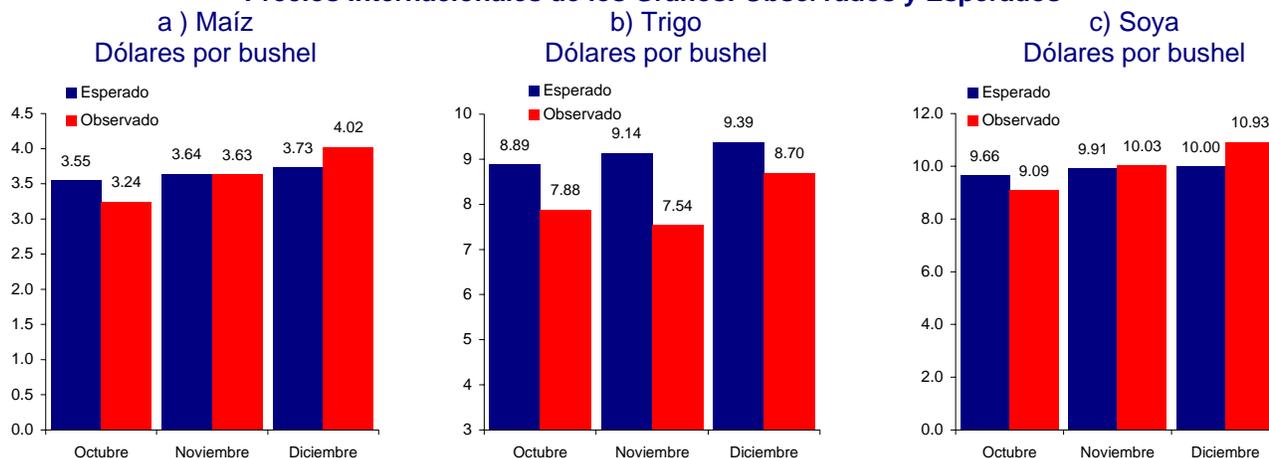
3.3.3. Materias Primas

Los precios internacionales de los granos han mostrado en general una trayectoria ascendente desde 2006. Esta tendencia alcista se mantuvo durante el cuarto trimestre de 2007. En particular, entre septiembre y diciembre los precios internacionales del maíz, de la soya y del trigo registraron incrementos de 27.7, 26.8 y 10.1 por ciento, respectivamente. Estas alzas, que en buena medida fueron anticipadas por los mercados de futuros, obedecieron a diversos factores que incidieron sobre los niveles globales de inventarios, que en el caso del trigo alcanzaron los niveles más bajos que se han observado en los últimos treinta años, hacia el final de 2007 (Gráfica 24 y Gráfica 25).

- i) Destaca la revisión de las expectativas de la demanda por maíz de China, que hacia el final de 2007 vendió reservas en su mercado interno y fijó impuestos a la exportación (siendo el segundo productor en importancia de este grano).²⁴ También, incidió la aceleración en la producción de etanol en Estados Unidos.
- ii) Por otra parte, entre los factores coyunturales que impactaron sobre los precios del maíz y del trigo sobresalen las condiciones climáticas adversas que se presentaron en importantes países productores de alguno de estos granos, como son los casos de Argentina, Australia y Francia.

Las cotizaciones de los futuros de los granos sugieren que la tendencia ascendente que se ha venido observando en los precios spot podría extenderse durante el presente año (Cuadro 3). En particular, las curvas de futuros indican que los precios promedio del maíz, trigo y soya podrían ubicarse durante 2008 en 5.06, 9.31 y 12.53 dólares por bushel, respectivamente, mientras que en 2007 los precios promedio de éstos fueron de 3.51, 5.85 y 7.99 dólares por bushel.

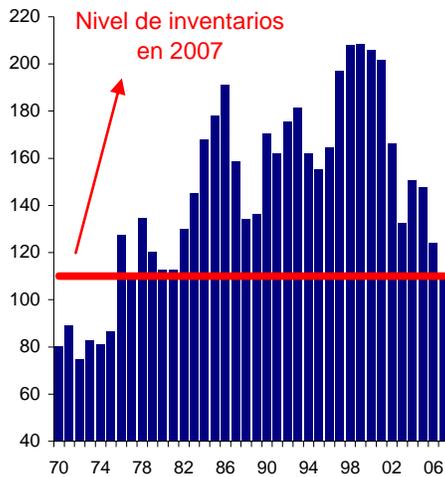
Gráfica 24
Precios Internacionales de los Granos: Observados y Esperados^{1/}



^{1/}Precios esperados al finalizar el tercer trimestre de 2007 de acuerdo con cotizaciones del promedio de los contratos de futuros del mes de referencia (Chicago Board of Trade, 28 de septiembre de 2007). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

²⁴ China impuso a partir de enero 1, 2008, una tarifa de 5 por ciento a las exportaciones de maíz, arroz y soya.

Gráfica 25
Inventarios Mundiales de Trigo y Consumo de Etanol en EEUU

 a) Inventarios Mundiales de Trigo
Millones de toneladas métricas


Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU.

 b) Producción de Etanol en EEUU
Miles de barriles


Fuente: Agencia de Información Energética de EEUU.

Durante 2007 las cotizaciones internacionales de la leche en polvo y líquida registraron aumentos significativos, alcanzando al cierre del año incrementos acumulados de 68.5 y 59.9 por ciento. Los mercados de futuros anticipaban que al finalizar el primer semestre del año, dichos precios disminuirían significativamente durante el segundo semestre; sin embargo, las bajas observadas fueron menores a las previstas (Gráfica 26). Cabe señalar, que las curvas de futuros sugieren que para 2008 los precios tanto de la leche líquida como en polvo se ubicarán en un nivel promedio menor al que registraron en 2007 (Cuadro 3).

Cuadro 3
Precios Internacionales Observados y a Futuro de Granos y Leche

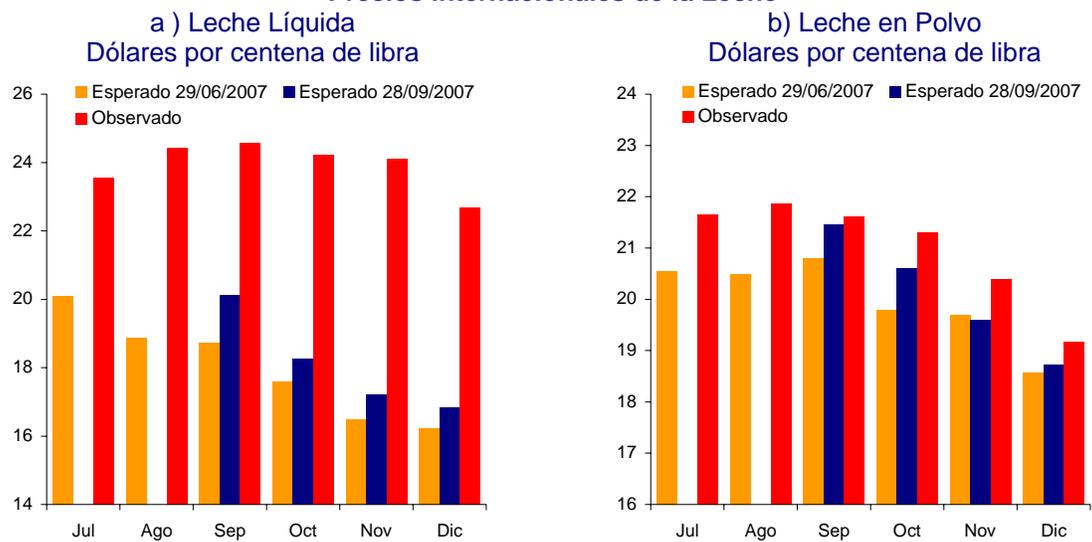
Precios					
Promedio anual					
Fecha	Dólares por bushel			Dólares por CWT (100 Lb)	
	Maíz	Trigo	Soya	Leche líquida	Leche polvo
2005	1.89	3.01	5.75	16.72	12.88
2006	2.39	3.58	5.46	14.54	11.11
2007	3.51	5.85	7.99	20.79	18.35
2008 ^{1/}	5.06	9.31	12.53	16.84	15.82
Variación entre años de referencia en por ciento					
2006 - 2005	26.15	19.13	-5.12	-13.09	-13.70
2007 - 2006	46.93	63.27	46.54	43.02	65.15
2008 - 2007 ^{2/}	44.34	59.01	56.73	-18.99	-13.77
2008 - 2005 ^{3/}	167.52	209.27	117.91	0.69	22.89

^{1/} Precio promedio estimado de acuerdo con las curvas de futuros correspondientes al 28 de enero de 2008.

^{2/} Variación anual promedio estimada con base en curvas de futuros correspondientes al 28 de enero de 2008.

^{3/} Variación proyectada para el periodo 2005-2008, con base en curva de futuros correspondiente al 28 de enero de 2008.

Gráfica 26
Precios Internacionales de la Leche



Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

Fuente: Chicago Mercantile Exchange.

Nota: Precios esperados al finalizar el segundo y tercer trimestre de 2007 de acuerdo con cotizaciones del promedio de los contratos de futuros del mes de referencia (Chicago Mercantile Exchange, 29 de junio y 28 de septiembre de 2007). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

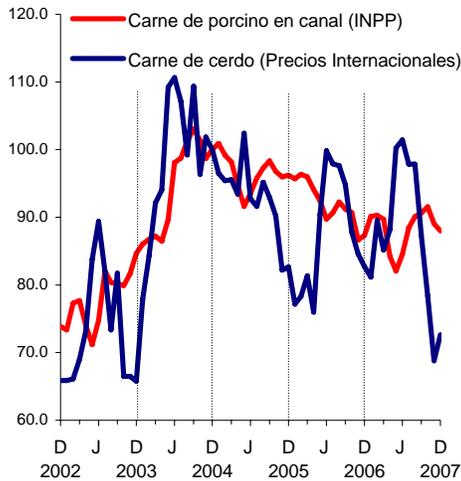
En contraste con los resultados en el mercado de los granos, del tercer al cuarto trimestre de 2007 las cotizaciones internacionales de la carne de cerdo disminuyeron en promedio 22.3 por ciento. En este resultado influyó, en gran parte, el aumento en la producción en Estados Unidos durante el periodo referido (cifras preliminares del Departamento de Agricultura de EEUU indican que la producción de carne de cerdo en el cuarto trimestre de 2007 fue 7.6 por ciento mayor con relación a la del mismo periodo de 2006). No obstante la magnitud de la caída que se presentó en los precios internacionales de este cárnico, su efecto no se ha reflejado en los precios internos (Gráfica 27). Cabe señalar que el Banco de México ha identificado en ocasiones previas reducciones en los precios internacionales de otros productos que no se reflejan internamente en menores precios al consumidor, lo que podría obedecer a la presencia de distorsiones en la cadena de producción o problemas de comercialización derivados de un bajo nivel de competencia en la industria del bien en cuestión.

Durante el cuarto trimestre de 2007, el aumento que registraron los precios spot del petróleo repercutieron sobre las cotizaciones de sus derivados (en la Sección 3.1 se presentan detalles sobre las causas que provocaron este movimiento). Así, las cotizaciones de la gasolina y del gas licuado resultaron más elevadas con relación a lo previsto en los mercados de futuros al cierre de septiembre (en el caso del primer energético referido el precio promedio fue 11.6 por ciento mayor al esperado, mientras que en el segundo 13.5 por ciento). Por lo que toca al precio del gas natural, éste alcanzó en el lapso octubre – diciembre un nivel promedio 12.1 por ciento mayor al del trimestre anterior, cifra cercana a la esperada en septiembre (Gráfica 28).

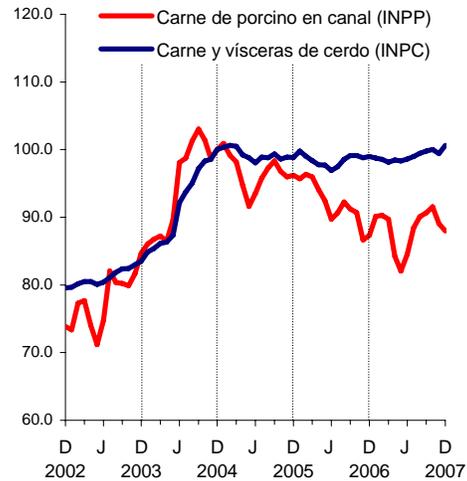
Gráfica 27

Precios de la Carne de Cerdo

a) Precio Internacional y Precio Interno al Productor
Índices, Enero 2004 = 100



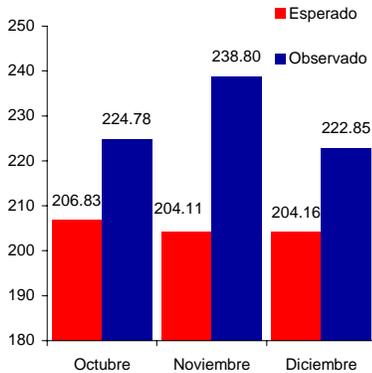
b) Precios al Consumidor y al Productor: México
Índices, Enero 2004 = 100



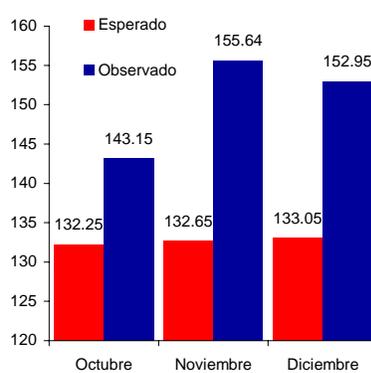
Gráfica 28

Precios Internacionales de los Energéticos: Observados y Esperados^{1/}

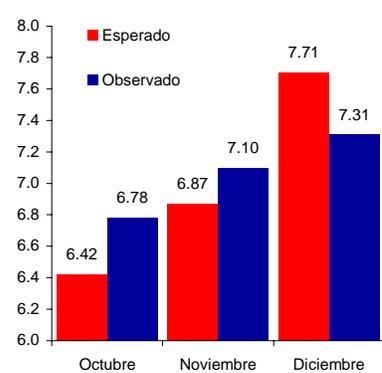
a) Gasolina Regular
Centavos de dólar por galón,
Texas



b) Gas Licuado
Centavos de dólar por galón,
Mont Belvieu, Texas.



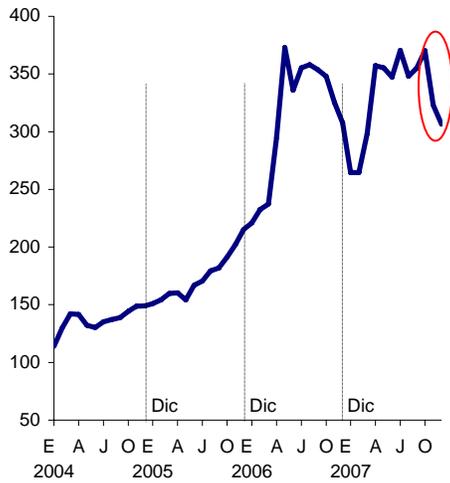
c) Gas Natural
Dólares por MMBtu
TETCO, Texas



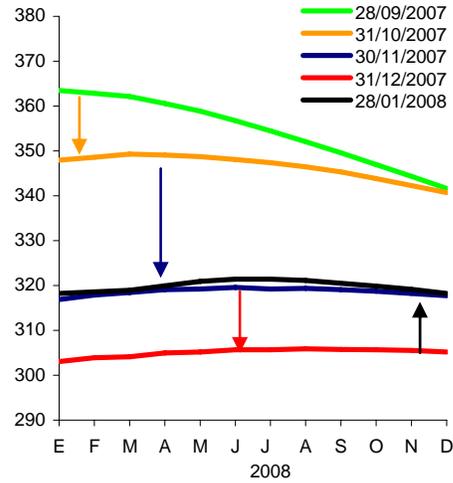
^{1/}Precios esperados al finalizar el tercer trimestre de 2007 de acuerdo con cotizaciones del promedio de los contratos de futuros del mes de referencia (New York Mercantile Exchange, 28 de septiembre de 2007). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

Las cotizaciones internacionales del cobre registraron una reducción promedio de 6.9 por ciento del tercer al cuarto trimestre de 2007. Asimismo, los precios de los contratos a futuro de este metal para 2008 se fueron ajustando paulatinamente a la baja durante el referido trimestre (Gráfica 29).

Gráfica 29
Precios Internacionales del Cobre

 a) Precio Observado
 Centavos de dólar por libra


Fuente: Metal Bulletin.

 b) Cotización de Futuros
 Centavos de dólar por libra


Fuente: Commodity Exchange Inc.

3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

Durante 2007, la tasa de crecimiento de la base monetaria presentó una trayectoria decreciente. En el cuarto trimestre, ésta se incrementó a una tasa nominal anual de 11.1 por ciento, mientras que en el mismo periodo del año anterior registró una tasa de crecimiento de 17.3 por ciento (Gráfica 30a).²⁵ Así, el crecimiento promedio anual de este agregado en 2007 se ubicó en 12.7 por ciento, mientras que en 2006 había sido de 16.2 por ciento. Esta desaceleración se explica, principalmente, por un menor ritmo de actividad económica, y por el desvanecimiento de factores temporales que tuvieron lugar durante 2006, como el mayor uso de efectivo que, por lo general, se asocia con los procesos electorales federales. Como se ha mencionado en Informes anteriores, estos resultados indican que si bien el incremento en la demanda de dinero se ha moderado, el proceso de remonetización continúa.²⁶

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

²⁶ Cuando una economía transita de un ambiente de alta inflación que erosiona el poder adquisitivo del dinero y desalienta su demanda, a un entorno de inflación baja y estable, suele darse un incremento en la demanda de dinero en la medida en que los agentes resarcen gradualmente su tenencia de billetes y monedas. Este fenómeno se ve reflejado en un incremento gradual de la base monetaria expresada como porcentaje del producto y se conoce como proceso de remonetización.

Cuadro 4
Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
 Millones

	Saldos		Variación	Flujos en 2007				Acumulados al 31 Dic. 2007
	Al 31 Dic. 2006	Al 31 Dic. 2007	% anual Al 31 Dic. 2007	Trimestre				
				I	II	III	IV	
(A) Base Monetaria (Pesos)	449,821	494,743	10.0	-40,007	-1,087	3,714	82,302	44,922
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	824,967	952,227	15.4	-5,090	22,230	46,922	54,446	118,508
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	76,304	87,235	14.3	-421	2,051	4,259	5,042	10,931
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-375,145	-457,484	21.9	-34,918	-23,317	-43,208	27,856	-73,586
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	67,680	77,991	15.2	1,516	744	3,285	4,767	10,311
(E) Reserva Bruta (Dólares)	76,330	87,211	14.3	-479	2,083	4,234	5,043	10,881
Pemex				2,573	3,087	3,437	3,802	12,899
Gobierno Federal				-2,132	-412	-708	-397	-3,648
Venta de dólares a la banca ^{4/}				-1,996	-1,407	-504	-333	-4,240
Otros ^{5/}				1,076	815	2,009	1,971	5,870
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	8,650	9,220	6.6	-1,995	1,339	950	276	570

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

4/ 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).

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

En 2007, los activos internacionales netos se incrementaron en 10,931 millones de dólares para ubicarse en 87,235 millones de dólares al final del año.²⁷ Por su parte, en dicho periodo la base monetaria tuvo un incremento de 44,922 millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó en 73,586 millones de pesos en el periodo (Cuadro 4).

3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

El seguimiento de los flujos financieros en la economía durante los últimos años muestra, por el lado de sus fuentes, un incremento en las fuentes internas de financiamiento (M4) y una menor dependencia de los recursos del exterior. En lo que respecta a los usos de estos recursos, se ha observado una tendencia hacia menores flujos destinados a financiar al sector público y un mayor flujo de recursos destinados al financiamiento al sector privado (Cuadro 5).²⁸

En lo que se refiere a las fuentes de financiamiento, en los últimos meses, en un contexto de una moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad económica, los agregados monetarios estrechos mostraron una

²⁷ Las definiciones de activos internacionales y reserva internacional pueden ser consultadas en el glosario del Comunicado de Prensa sobre el Estado de Cuenta del Banco de México (publicación semanal). Al restar de la base monetaria los activos internacionales se obtiene una medida amplia de la posición crediticia del Banco de México frente al mercado interno (crédito interno neto). Es decir, el financiamiento otorgado, o recibido, internamente por el Banco Central. Por su parte, la reserva internacional es una medida que excluye los pasivos en divisas del Banco de México a corto plazo (a menos de seis meses).

²⁸ El flujo anual de financiamiento a las empresas pasó de representar 1.3 por ciento del PIB al tercer trimestre de 2006, a 3.2 por ciento al tercer trimestre de 2007. Por su parte, el flujo de financiamiento a los hogares en este periodo disminuyó de 2.5 a 1.9 puntos porcentuales del producto. Sin embargo, es importante señalar que estos flujos están afectados por las disposiciones de la CNBV que, a partir de enero de 2007, implicaron una reclasificación en la estadística de crédito bancario y de las Sofoles, en particular, los créditos puente para la construcción de vivienda fueron reclasificados del rubro de crédito a vivienda (hogares) al de crédito a empresas. Al tercer trimestre de 2007, los recursos destinados a las empresas y los hogares sin esta reclasificación hubiesen representado 2.6 y 2.4 por ciento del PIB, respectivamente.

moderación en su crecimiento. De septiembre a noviembre, la tasa crecimiento nominal anual del agregado monetario M1 disminuyó de 11.6 a 8.5 por ciento (Gráfica 30a). Por otra parte, los agregados monetarios amplios han mantenido sus tasas de crecimiento. En particular, la tasa de crecimiento real anual del agregado monetario M4 se ubicó alrededor de 8.5 por ciento entre septiembre y noviembre (Gráfica 31b).

Cuadro 5
Fuentes y Usos de Recursos Financieros de la Economía
 Porcentaje del PIB

	Flujo Anual: III Trimestre					Saldo en 2007 III
	2003	2004	2005	2006	2007	% del PIB
Total de fuentes	5.3	5.6	8.0	6.0	5.5	76.3
M4	5.3	5.1	7.6	6.2	6.4	57.1
Financiamiento externo	0.0	0.5	0.4	-0.2	-1.0	19.1
Total de usos	5.3	5.6	8.0	6.0	5.5	76.3
Reserva internacional ^{1/}	1.1	0.8	0.7	0.6	0.7	8.4
Sector público ^{2/}	2.3	1.8	1.5	0.3	1.3	35.4
Estados y municipios	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.1	1.3
Sector privado	1.1	1.6	2.4	3.8	5.0	32.4
Hogares	1.3	1.6	1.9	2.5	1.9	14.5
Consumo	0.5	0.8	1.1	1.4	1.1	5.3
Vivienda ^{3/}	0.8	0.9	0.8	1.1	0.8	9.2
Empresas	-0.1	-0.1	0.6	1.3	3.2	17.9
Crédito de intermediarios financieros ^{4/}	-0.1	0.2	0.0	0.9	2.2	8.5
Emisión de instrumentos de deuda	0.7	0.1	0.1	0.0	0.1	1.7
Externo	-0.7	-0.4	0.5	0.4	0.9	7.7
Otros conceptos ^{5/}	0.5	1.3	3.2	1.3	-1.5	-1.2

Nota: La suma de las partes puede no coincidir con el total debido al redondeo.

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

2/ Requerimientos Financieros del Sector Público (RFSP) y su saldo histórico (SHRFSP), reportados por la SHCP.

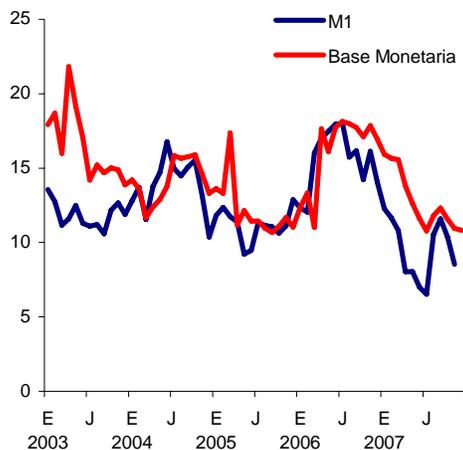
3/ Cartera total de los intermediarios financieros y del Instituto del Fondo Nacional de la Vivienda para los Trabajadores (INFONAVIT). Incluye programas de reestructura.

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

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

Gráfica 30
Agregados Monetarios

a) Base Monetaria y Agregado Monetario M1 ^{1/}
 Variación nominal anual en
 por ciento



b) Agregado Monetario M4
 Variación real anual en
 por ciento

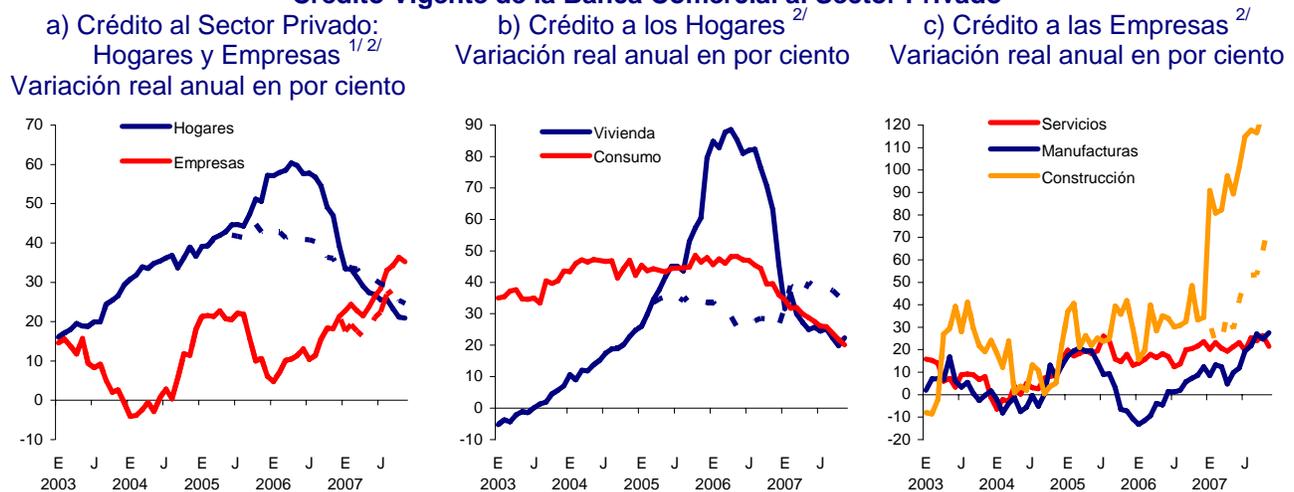


1/ Para la base monetaria se presenta la variación nominal anual del promedio mensual de saldos diarios.

Por lo que respecta al uso de los recursos financieros, la mayor parte de los flujos destinados al sector privado provienen del crédito bancario, el cual ha continuado mostrando tasas de crecimiento anual elevadas (Gráfica 31a). La evolución del crédito bancario en 2007 ha sido resultado de un menor dinamismo en el crecimiento del crédito a los hogares, en particular del crédito al consumo, y de un repunte significativo en las tasas de crecimiento del crédito otorgado a las empresas.

En los últimos meses, el crédito directo vigente al consumo mostró una disminución en su tasa de crecimiento de 27.6 por ciento anual en junio de 2007 a 20.2 en noviembre 2007, en tanto que el crédito directo vigente a la vivienda registró una reducción más moderada de 25.7 a 22.3 en el mismo periodo (Gráfica 31b).²⁹ En lo que respecta al índice de morosidad del crédito directo de la banca comercial a los hogares, en noviembre éste se ubicó en 4.6 por ciento (5.7 por ciento para el crédito al consumo y 2.6 por ciento para el crédito a la vivienda), cifra superior en 1.0 puntos porcentuales a la observada un año antes.³⁰

Gráfica 31
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado



1/ El crédito vigente a los hogares incluye la compra de cartera hipotecaria de los bancos a las Sofoles.

2/ De acuerdo con disposiciones de la CNBV, incluye la reclasificación de los créditos puente para la construcción de vivienda del rubro de crédito a la vivienda al de crédito a empresas a partir de enero de 2007. En la Gráfica 31a y b, en los casos del crédito a los hogares y a la vivienda las líneas punteadas excluyen el efecto de la compra de cartera hipotecaria de los Bancos a las Sofoles y de la reclasificación de los créditos puente para la construcción. Por su parte, en la Gráfica 31c, en el caso del crédito a las empresas, la línea punteada excluye el efecto de la reclasificación de los créditos puente para la construcción de vivienda.

El crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas presentó un crecimiento real anual de 35.2 por ciento en noviembre de 2007, mientras que en junio del mismo año había crecido al 26.5 por ciento real anual

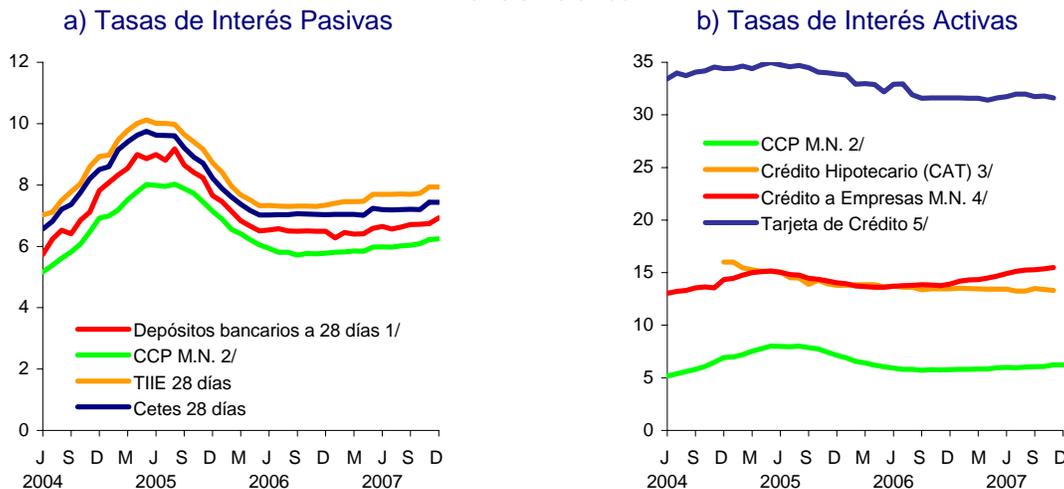
²⁹ Al excluir el efecto de la reclasificación de los créditos puente para la construcción del rubro de crédito a la vivienda al de crédito a empresas, la tasa de crecimiento real anual del crédito directo vigente de la banca comercial a la vivienda disminuye de 39.7 por ciento en junio de 2007 a 38.2 por ciento en noviembre del mismo año.

³⁰ En lo que respecta al crédito directo de la banca comercial al consumo, el índice de morosidad del crédito otorgado a través de tarjetas de crédito mostró un incremento de 5.5 por ciento en noviembre de 2006 a 6.8 por ciento en el mismo mes de 2007. Por su parte, el índice de morosidad del crédito al consumo de bienes duraderos y otros aumentó de 2.9 a 3.9 por ciento en el mismo periodo.

(Gráfica 31c).^{31, 32} Por otra parte, en lo que respecta al financiamiento recibido por las empresas a través de la emisión de deuda en el mercado interno, el saldo de valores privados a mediano plazo registró un incremento en su tasa de crecimiento real anual de 4.2 por ciento en junio de 2007 a 11.3 por ciento en noviembre del mismo año.

En 2007, las tasas de interés activas del crédito al consumo se mantuvieron estables en niveles relativamente elevados (Gráfica 32b). Por su parte, las tasas de interés del crédito a las empresas se incrementaron ligeramente durante el año. En noviembre de 2007, el promedio simple de las tasas de interés de los créditos de la banca comercial a las empresas se ubicó en 15.5 por ciento, 1.7 puntos porcentuales por arriba del nivel observado un año antes. Como se ha mencionado en informes anteriores, este incremento se explica, principalmente, por la expansión del crédito a empresas de menor tamaño que, en términos generales, tienen asociado un mayor riesgo de crédito.

Gráfica 32
Tasas de Interés Pasivas y Activas de la Banca Comercial en Moneda Nacional
Por ciento anual



- 1/Promedio ponderado mensual de tasas brutas pactadas en operaciones realizadas durante el mes tanto en ventanilla como en mesas de dinero, pagaderas a personas físicas y morales.
- 2/Incluye los pasivos a plazo en moneda nacional a cargo de la banca múltiple, excepto los pasivos que se derivan de obligaciones subordinadas susceptibles de conversión a capital, del otorgamiento de avales y de la celebración de operaciones entre instituciones de crédito.
- 3/Promedio simple del indicador que resume el costo anual total del crédito (CAT) y que comprende los costos por: tasa de interés, comisiones, bonificaciones, seguros obligatorios y gastos por otros servicios financieros. La información de créditos hipotecarios se obtiene del Simulador de Búsqueda de Créditos Hipotecarios del Banco de México.
- 4/Promedio simple de la tasa de interés nominal de los créditos otorgados por la banca comercial en moneda nacional durante el periodo. La información se obtiene del reporte regulatorio R04C de la CNBV.
- 5/Promedio simple de las tasas de interés, sin IVA, que cobran los bancos incluyendo todos sus productos tradicionales de tarjetas de crédito de acuerdo al reporte "(Bancos) tasas de interés de tarjetas de crédito" de INFOSEL.

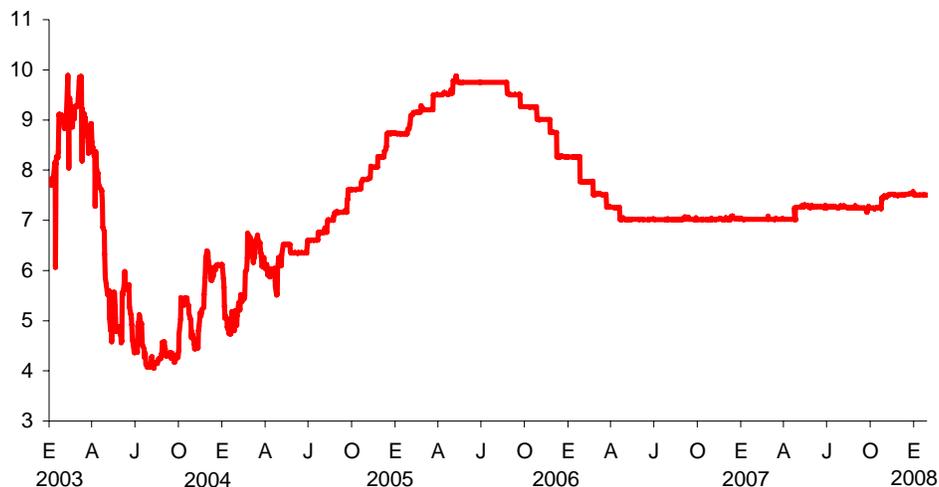
³¹ Al excluir el efecto de la reclasificación de los créditos puente para la construcción del rubro de crédito a la vivienda al de crédito a empresas, la tasa de crecimiento real anual del crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas aumenta de 21.0 por ciento en junio de 2007 a 28.8 por ciento en noviembre del mismo año.

³² En noviembre de 2007, el índice de morosidad del crédito vigente de la banca comercial a las empresas fue de 1 por ciento, nivel prácticamente igual al observado un año antes.

4. La Política Monetaria durante el Cuarto Trimestre de 2007

En octubre de 2007, la Junta de Gobierno del Banco de México restringió en 25 puntos base las condiciones monetarias, después de haberlas mantenido sin cambio desde abril de dicho año. Con esta acción, la tasa de interés de fondeo bancario aumentó de 7.25 a 7.50 por ciento. En sus decisiones de política de noviembre, diciembre y enero el Instituto Central no modificó las condiciones monetarias (Gráfica 33).

Gráfica 33
Tasas de Interés
 Tasas de Interés de Fondeo Bancario
 Por ciento anual



El entorno inflacionario reciente en México se ha visto afectado desde 2006 por un incremento considerable en la inflación mundial de alimentos. En promedio, la inflación general anual durante el año se ubicó en 3.97 por ciento, 0.34 puntos porcentuales por arriba del promedio observado el año anterior.

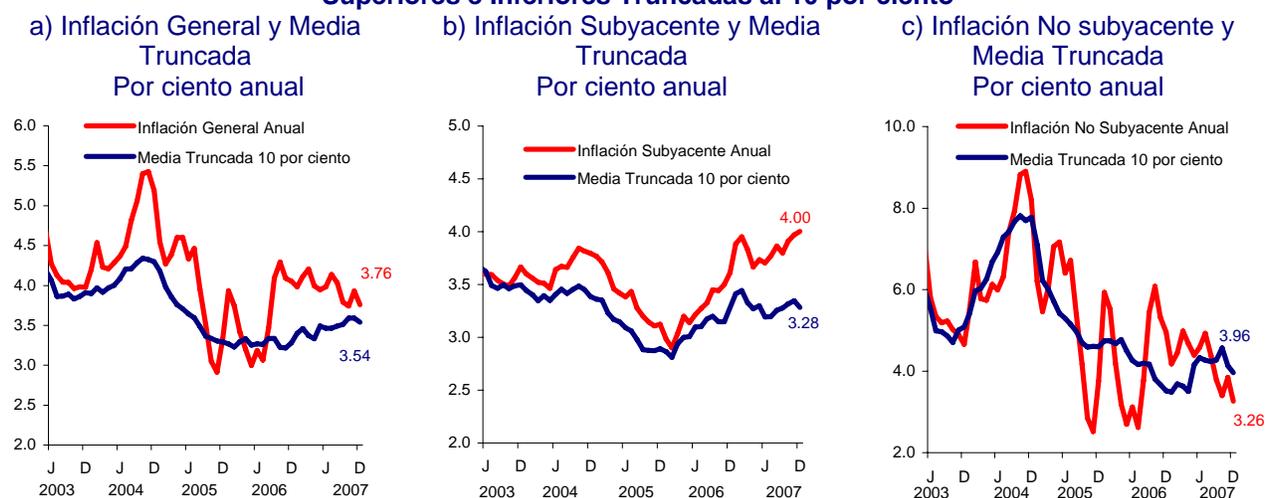
En Informes anteriores se ha hecho referencia a diversos indicadores que permiten analizar las condiciones que afectan a la inflación y a las perspectivas sobre la misma. Estos indicadores son parte del conjunto de herramientas que utiliza el Banco de México para analizar los determinantes del proceso de formación de precios en la economía, así como los principales riesgos a los que el Instituto Central considera están sujetas sus previsiones sobre la inflación.

Las llamadas medias truncadas son útiles para analizar el comportamiento reciente de la tendencia de la inflación. En el siguiente conjunto de gráficas se aprecia que la media truncada de la inflación general se situó en diciembre en 3.54 por ciento, 22 puntos base por debajo de la inflación general (Gráfica 34a). Durante el cuarto trimestre continuó cerrándose la brecha entre ambas. Recientemente, esta reducción ha sido resultado, principalmente, de una

menor inflación general en virtud de una disminución en la inflación de algunos genéricos incluidos en el subíndice de precios no subyacente (Gráfica 34c).

En el caso de la inflación subyacente, su indicador de media troncada presentó un comportamiento relativamente estable durante el trimestre y, en diciembre, se ubicó en 3.28 por ciento, 72 puntos base por debajo de la primera.³³ Como se muestra en la Gráfica 34b, la brecha entre este indicador y la inflación subyacente continuó ampliándose durante el cuarto trimestre. Ello obedeció, principalmente, a que los incrementos en las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias han continuado afectando principalmente a los precios de ciertos productos incluidos en el grupo de alimentos procesados del subíndice de precios subyacente de las mercancías.

Gráfica 34
Inflación General e Indicadores de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento^{1/}



1/ La media troncada 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 troncada.

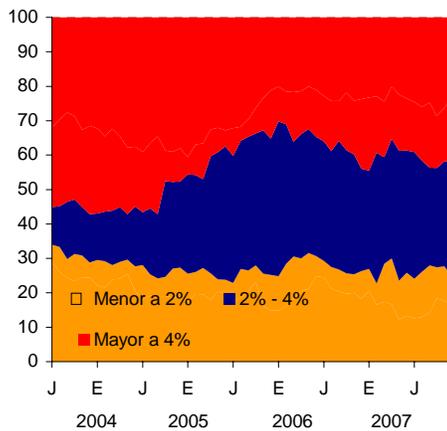
Otro conjunto de indicadores que ofrece información respecto del efecto de los choques de oferta sobre los precios a los que se ha hecho referencia se obtiene de calcular las proporciones de la canasta del INPC y del subíndice de precios subyacente que vienen presentando variaciones anuales en sus precios en ciertos rangos. En la Gráfica 35a se observa que, en el caso del INPC, la proporción de la canasta cuyos precios vienen creciendo por arriba de 4 por ciento (área roja) se mantuvo relativamente estable durante el cuarto trimestre, si bien en niveles ligeramente superiores a los que mostró durante el primer semestre de 2007.

En lo que se refiere al subíndice de precios subyacente, la proporción de la canasta que ha venido mostrando variaciones anuales en sus precios por arriba de 4 por ciento también se mantuvo estable durante el cuarto trimestre

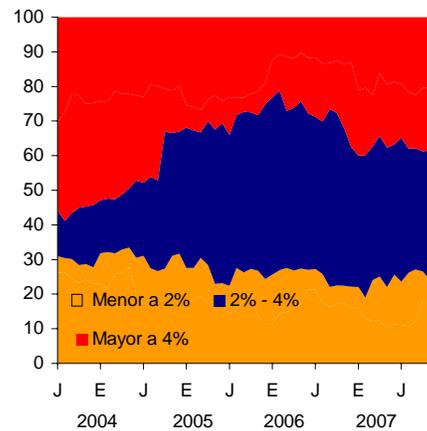
³³ En virtud de que el periodo para el que se reporta la inflación en este informe abarca hasta diciembre de 2007, se utiliza la definición de inflación subyacente que excluye los genéricos del subíndice de precios de la educación privada.

(Gráfica 35b). Como se ha señalado en Informes anteriores, el incremento que presentó este indicador durante la segunda parte de 2006 estuvo asociado, principalmente, a genéricos relacionados con el azúcar, el maíz y el trigo. Estos genéricos pertenecen tanto al grupo de alimentos procesados del subíndice de precios subyacente de las mercancías, como al grupo de servicios de alimentación del subíndice de precios subyacente de los servicios.³⁴

Gráfica 35
Participación de Genéricos en el INPC y en el subíndice de Precios Subyacente con Variación Anual en su Precio dentro del Intervalo Indicado^{1/}
 a) INPC
 Por ciento



b) Subíndice de Precios Subyacente
 Por ciento

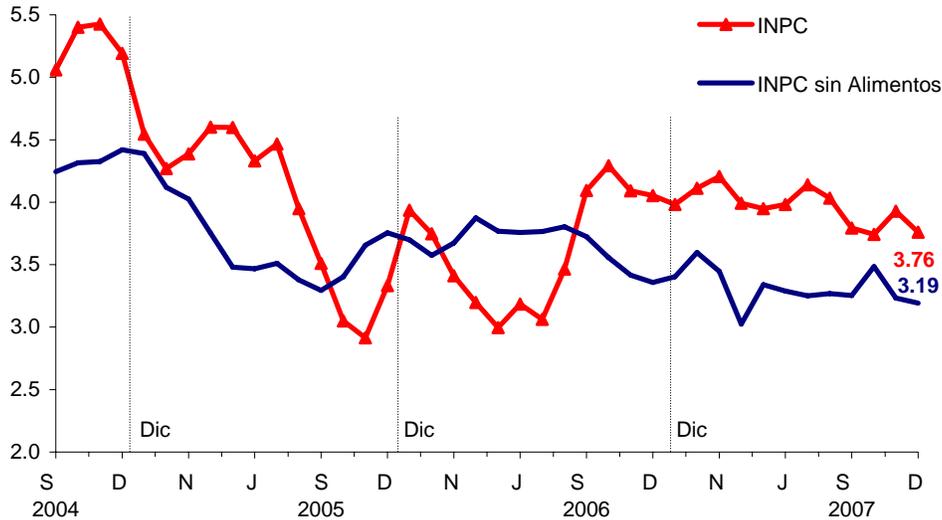


1/ La proporción de la canasta de un índice de precios cuyas variaciones anuales en precios se han encontrado dentro un determinado rango se calcula de la siguiente forma: i) se definen los rangos de interés; ii) se calcula la inflación anual de cada uno de los genéricos del índice de precios en cuestión; 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.

En suma, los ejercicios anteriores muestran que la elevación en los últimos años de los precios internacionales de las materias primas alimenticias ha incidido, principalmente, sobre los precios de ciertos genéricos que las utilizan como insumos. En efecto, al parecer, hasta ahora el repunte de la inflación de los alimentos no ha afectado ni a los precios de otros rubros, ni a los salarios. Esto se puede apreciar en la siguiente gráfica, donde se muestra la variación anual de un índice de precios que excluye de la canasta del INPC a los alimentos, tanto a aquéllos genéricos que pertenecen al grupo de alimentos procesados (incluidos en el subíndice de precios subyacente), como a aquéllos que pertenecen al grupo de agropecuarios (y que se incluyen en el subíndice de precios no subyacente). En diciembre de 2007, la inflación general se ubicó 57 puntos base por arriba del indicador de inflación sin alimentos (65 puntos base en promedio durante el año).

³⁴ Genéricos del grupo de alimentos procesados del subíndice subyacente de mercancías que durante 2006 pasaron al rango con variaciones anuales en su precio por arriba de 4 por ciento: Azúcar, Refrescos Envasados, Pan Dulce, Pastelillos y Pasteles, Otras Conservas de Fruta, Maíz, Masa y Harina de Maíz, Harinas de Trigo, Tortillas de Harina de Trigo, Pan Blanco, y Pan de Caja. Por su parte, Loncherías y Restaurantes, genéricos del grupo de servicios de alimentación del subíndice subyacente de servicios, también pasaron al rango con variaciones por arriba de 4 por ciento durante 2006.

Gráfica 36
Indicador de Inflación sin Alimentos^{1/}
 Variación anual en por ciento



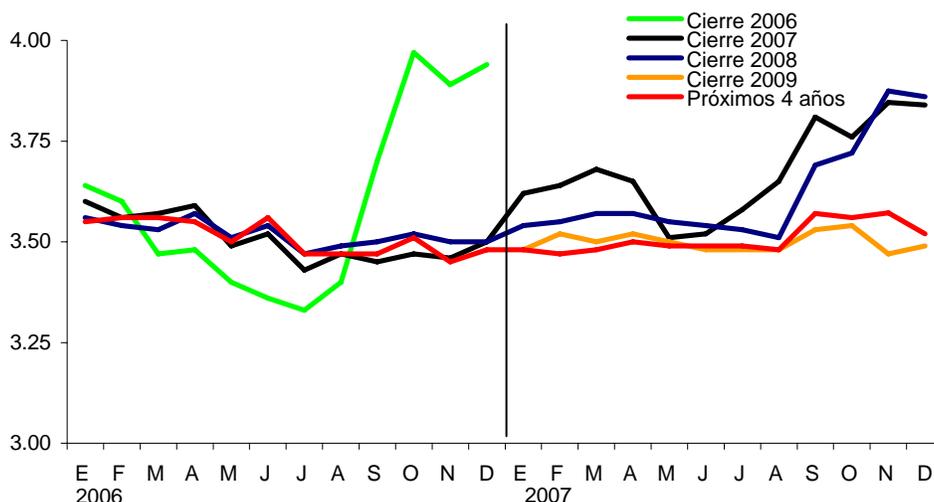
1/ El indicador de inflación sin alimentos excluye de la canasta del INPC los genéricos del grupo de bienes agropecuarios y del grupo de alimentos procesados y bebidas del subíndice subyacente de mercancías (no se excluyen los genéricos asociados al tabaco). Este indicador representa el 77.86 por ciento de la canasta del INPC.

Los ejercicios y el análisis presentados hasta ahora se caracterizan por tener una visión *retrospectiva* de la inflación. En este contexto, para completar el análisis sobre el panorama que enfrenta la inflación, debe utilizarse un segundo grupo de indicadores que proporciona información sobre las *perspectivas* que tienen los agentes económicos sobre la misma. Dentro de este grupo se encuentran las expectativas de inflación recabadas mediante la encuesta mensual que lleva a cabo el Banco de México entre analistas económicos del sector privado. En la Gráfica 37 se muestra que, en el segundo trimestre de 2007, los indicadores de expectativas de inflación para los diferentes horizontes se ubicaban en niveles cercanos a 3.5 por ciento. Como era de esperarse, ante la presencia de los choques de oferta referidos, durante la segunda mitad del año tuvo lugar una revisión al alza en las expectativas de inflación para horizontes de menor plazo. En particular, las correspondientes a los cierres de 2007 y 2008 se ubicaron en diciembre en 3.84 y 3.86 por ciento, respectivamente.

Sin embargo, las expectativas de inflación para plazos mayores, en este caso las correspondientes al cierre de 2009 y al promedio para los siguientes 4 años, si bien presentaron un ligero incremento en septiembre del año pasado (Gráfica 37), en ambos casos éste se revirtió parcialmente hacia finales del año para ubicarse en diciembre en 3.49 y 3.52 por ciento, respectivamente.³⁵

³⁵ Las expectativas de inflación recabadas por Infosel presentan un comportamiento similar. Al 25 de enero, las correspondientes al cierre de 2008 se ubicaron en 3.86 por ciento, las que se refieren al cierre de 2009 en 3.47 por ciento y las correspondientes al promedio de los siguientes cuatro años en 3.41 por ciento.

Gráfica 37
Expectativas de Inflación General: Encuesta Banco de México
 Por ciento anual



Un indicador que permite extraer aún mayor información de las encuestas se basa en aproximar mensualmente la distribución de probabilidad de las respuestas de los analistas encuestados. Este tipo de indicador sirve de complemento a la información reportada en la Gráfica 37, la cual únicamente hace referencia al *promedio* (media) de las respuestas. En la Gráfica 38a se presenta este indicador para las expectativas de inflación correspondientes al cierre de 2008 y se observa que, entre agosto y noviembre de 2007, se presentó un desplazamiento hacia la derecha de toda la distribución. Esto implica que el aumento en la media reportado en la Gráfica 37 se debió a un aumento generalizado de las expectativas de los analistas para la inflación de cierre del año 2008.

Por otra parte, en la Gráfica 38b se presenta el mismo indicador para las expectativas correspondientes al cierre de 2009. En este caso, se observa un ligero desplazamiento de la distribución a la derecha en septiembre. Sin embargo, entre octubre y diciembre dicha distribución se mantuvo relativamente estable. Finalmente, la última gráfica del panel muestra que la distribución de las expectativas de inflación promedio para los próximos cuatro años registró ligeros desplazamientos hacia la derecha en septiembre y octubre, mostrando una reversión parcial de dichos movimientos en noviembre y diciembre.

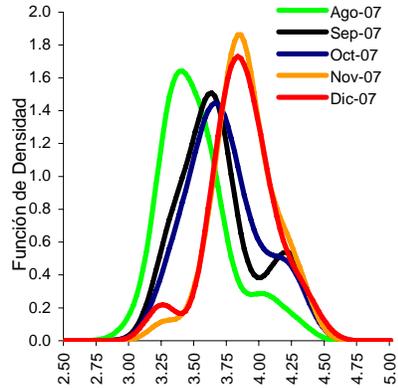
En resumen, los indicadores de expectativas de inflación provenientes de la encuesta que recaba el Banco de México muestran que en los últimos meses los agentes económicos revisaron sus expectativas de inflación para el cierre de 2008 al alza, mientras que las correspondientes para el cierre de 2009 y para la inflación promedio en los siguientes cuatro años no se modificaron de manera importante.³⁶

³⁶ Cabe señalar que parte del incremento en las expectativas de inflación de los agentes económicos para el cierre de 2008 tuvo lugar después de la publicación del Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2007, en el que el Banco de México revisó al alza sus previsiones de inflación para 2008.

Gráfica 38
Expectativas de Inflación General: Encuesta Banco de México^{1/}

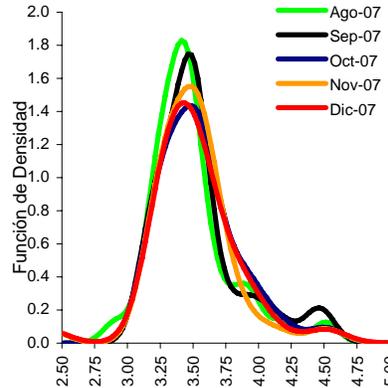
a) Distribución de Expectativas de Inflación para el Cierre de 2008

Por ciento anual



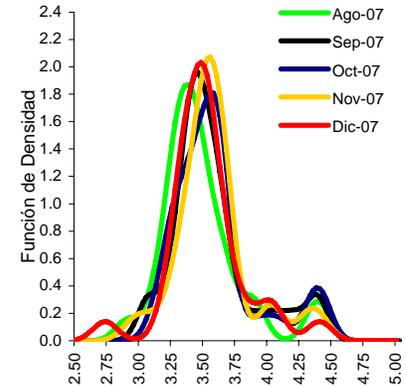
b) Distribución de Expectativas de Inflación para el Cierre de 2009

Por ciento anual



c) Distribución de Expectativas de Inflación para el Promedio de los Próximos 4 años

Por ciento anual



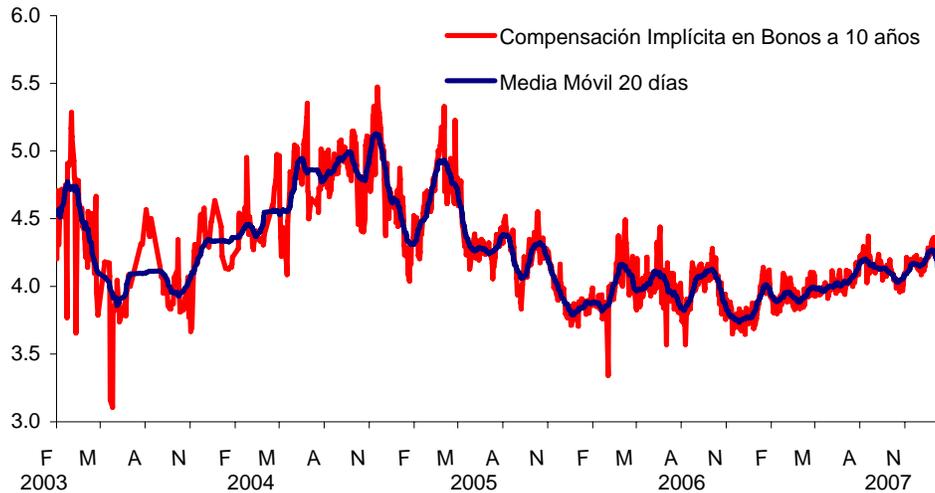
1/ Las graficas representan distribuciones de probabilidad calculadas para ajustar los datos de las expectativas de inflación de la encuesta que lleva a cabo mensualmente el Banco de México entre analistas económicos del sector privado.

Finalmente, un indicador adicional que permite extraer información acerca de las perspectivas de inflación en la economía es el que se obtiene de los rendimientos de diferentes activos en los mercados financieros. La compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima de riesgo inflacionario) que los inversionistas demandan por mantener bonos de largo plazo denominados en pesos contiene información respecto de las expectativas inflacionarias de largo plazo. Como se ha mencionado en Informes anteriores, este indicador se obtiene de sustraer del rendimiento nominal del bono de diez años el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados de igual plazo (Udibonos). En la Gráfica 39 se observa que en las últimas semanas se ha revertido el aumento moderado que este indicador había presentado en los últimos dos meses de 2007. Al respecto, cabe señalar que estas variaciones parecerían circunscribirse dentro de la volatilidad habitual que presenta la serie.

En suma, al considerar la evolución reciente de indicadores de la tendencia que actualmente presenta la inflación, así como la de otros cuya naturaleza es más bien prospectiva se deriva que, hasta ahora, las perturbaciones de oferta que han incidido sobre los precios de ciertos rubros no han contaminado de manera significativa ni la formación de precios de la economía en general, ni las expectativas de inflación de largo plazo.

No obstante, del análisis que se presenta en este Informe se infiere que la coyuntura que enfrenta la política monetaria continúa siendo compleja. Por un lado, la información disponible indica que no parece haber elementos que sugieran la existencia de presiones inflacionarias generalizadas provenientes de la evolución de la demanda agregada. En este contexto, las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido relativamente estables, si bien por arriba de la meta de 3 por ciento, y las negociaciones salariales no parecen haber mostrado contaminación en los últimos meses. Por otro lado, la persistencia de la inflación de los alimentos continúa siendo un motivo central de preocupación.

Gráfica 39
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo
 Por ciento anual

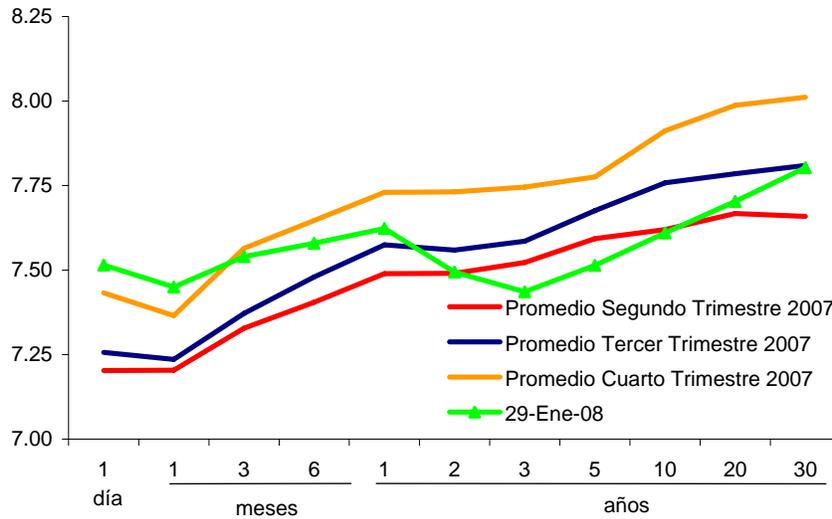


Las consideraciones anteriores dieron lugar a que la Junta de Gobierno decidiera mantener las condiciones monetarias sin cambio en noviembre, diciembre y enero, después de haberlas restringido en octubre.

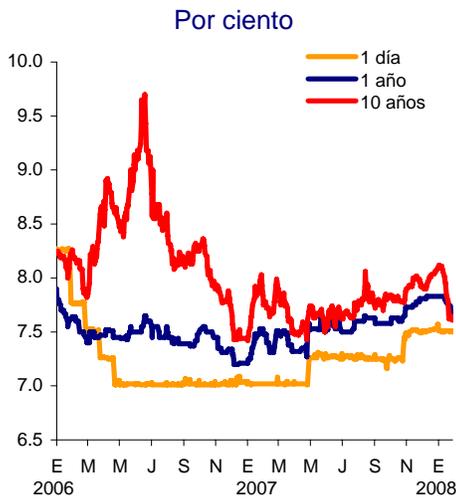
En este contexto, el comportamiento de la curva de rendimientos en México ha estado determinado tanto por los efectos de las acciones de política monetaria, como por las condiciones que han prevalecido en los mercados financieros internacionales. Por un lado, la decisión de la Junta de Gobierno de restringir las condiciones monetarias en 25 puntos base a finales de octubre dio lugar a un incremento en los rendimientos de corto plazo (Gráfica 40 y Gráfica 41). Por otro, en un contexto en el que el apetito por riesgo a nivel global disminuyó durante el cuarto trimestre de 2007, las tasas de interés de mediano y largo plazo se incrementaron respecto de los niveles que habían mostrado en el segundo y tercer trimestre del año. En virtud de que el incremento en las tasas de mayor plazo fue de mayor magnitud, la curva de rendimientos presentó cierto “empinamiento” durante el cuarto trimestre (Gráfica 40). Ello, a pesar de que, como muestran los indicadores descritos en esta sección, las expectativas de inflación de largo plazo se mantienen bien ancladas, si bien medio punto porcentual por arriba de la meta de inflación de 3 por ciento. En las últimas semanas, en un entorno en el que la tasa de interés de Fondos Federales en Estados Unidos presentó una disminución importante y los rendimientos de mediano y largo plazo en dicho país también han disminuido, las tasas de interés de mediano y largo plazo en México han mostrado una reducción que ha revertido el “empinamiento” que se había observado en la curva de rendimientos en México hacia finales del año anterior.

Finalmente, durante el cuarto trimestre la combinación del incremento en las tasas de interés en México y la reducción en las de Estados Unidos para todos los plazos, dieron lugar a que los diferenciales de los réditos entre ambos países hayan presentado incrementos importantes (Gráfica 40b). Cabe señalar, que el comportamiento de las tasas de interés en ambos países en las últimas semanas ha dado lugar a un incremento adicional en los diferenciales de corto plazo y a una ligera disminución en los de mayor plazo.

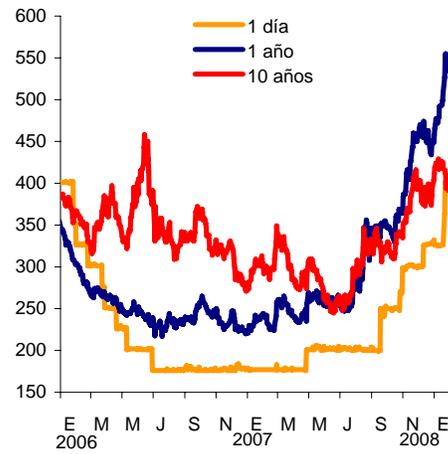
Gráfica 40
Tasas de Interés
 Curva de Rendimientos en México
 Por ciento



Gráfica 41
Tasas de Interés en México y Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 a) Tasas de Interés en México



b) Diferenciales de Tasas de Interés entre México y Estados Unidos
 Puntos base



5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos

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

- i) En los últimos meses, las expectativas para la actividad económica en Estados Unidos se han venido deteriorando. Por un lado, se prevé que continúe el ajuste en el sector inmobiliario y que el efecto de éste sobre el resto de la economía se acentúe durante 2008. Por otro, el debilitamiento del empleo y el alza en los precios del petróleo representan factores adicionales de freno para el gasto de los hogares en dicha economía. El consenso más reciente de las expectativas de los analistas ubica el crecimiento del PIB en Estados Unidos en 2008 en 2.0 por ciento y, en el caso de la producción industrial, en 1.5 por ciento.³⁷ Se anticipa una desaceleración importante durante la primera mitad del año, seguida de una recuperación en el segundo semestre.
- ii) Es previsible cierto deterioro en las condiciones de acceso a financiamiento en los mercados internacionales.

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

Crecimiento: se estima que en 2007 éste se sitúe entre 3.2 y 3.3 por ciento y, para 2008, entre 2.75 y 3.25 por ciento.

Empleo: en 2007 se generaron 756 mil plazas (número de trabajadores asegurados en el IMSS) y, para 2008, se anticipa un incremento de 620 mil plazas.

Cuenta Corriente: se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sea de alrededor de 0.8 puntos porcentuales del PIB en 2007 y de 1 punto porcentual en 2008.

Este escenario para la actividad económica en México es condicional a que, como lo sugiere la información más reciente, la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía de Estados Unidos no sea muy profunda y que, además, sea de corta duración. En la medida en que se materialice un escenario más adverso, la economía mexicana podría experimentar un menor dinamismo por:

- i) Una mayor contracción en la demanda externa por productos mexicanos.
- ii) Una mayor afectación al monto de remesas enviadas por trabajadores mexicanos que residen en dicho país.
- iii) Condiciones de acceso a financiamiento más astringentes en los mercados internacionales.

³⁷ Si bien estas cifras reflejan la información más reciente sobre las proyecciones de un amplio grupo de analistas, las expectativas de crecimiento económico en Estados Unidos se han venido ajustando a la baja. Cabe señalar, a manera de ejemplo, que en proyecciones dadas a conocer el 29 de enero, el Fondo Monetario Internacional estima un crecimiento del PIB de 1.5 por ciento en 2008. De manera similar, diversas corredurías han ajustado a la baja sus proyecciones para el crecimiento de la producción industrial en dicho país en 2008.

No obstante, debe resaltarse que en la actualidad existen ciertos factores que, en comparación con otras ocasiones en las que la economía de Estados Unidos ha transitado por su fase baja del ciclo económico, pudieran mitigar los efectos negativos sobre la economía mexicana provenientes de una fuerte desaceleración en Estados Unidos. Entre éstos se encuentran:

- i) La mayor diversificación que actualmente se observa en las exportaciones no petroleras, en términos de los mercados a los cuales se dirigen. Una parte importante de esta diversificación ha respondido a la depreciación registrada por el peso mexicano con relación a monedas distintas al dólar estadounidense.
- ii) El dinamismo del mercado interno y, en particular, el crecimiento que en la actualidad ha venido mostrando el financiamiento al sector privado.
- iii) La expectativa de que el gasto público en infraestructura y vivienda presupuestado para este año genere un impulso importante sobre el crecimiento de la economía.

Adicionalmente, cabe recordar que el impacto de la disminución de la actividad productiva en Estados Unidos sobre México percibido en 2001 había sido magnificado por el efecto inicial que tuvo la entrada de China a la Organización Mundial de Comercio (OMC) sobre el dinamismo de las exportaciones no petroleras de México a Estados Unidos. En este contexto, el efecto de la menor actividad económica en Estados Unidos durante 2008 no se vería influido nuevamente por choques de esta índole.

Inflación: la trayectoria prevista para la inflación general anual para los siguientes dos años se mantiene sin cambio respecto de la dada a conocer por el Instituto Central en el Informe anterior. Ello, en virtud de que la información disponible continúa sugiriendo que, hacia adelante, no se anticipan presiones provenientes de la demanda agregada, y que la dinámica de la inflación se espera sea determinada, en gran medida, por la ocurrencia y dilución de los choques de oferta que previamente habían sido identificados. En esta ocasión, el pronóstico de inflación correspondiente a un horizonte de 8 trimestres abarca hasta el cuarto trimestre de 2009.

Así, en lo que concierne a la evolución de la inflación general anual durante 2008, como se muestra en el Cuadro 6, se prevé una trayectoria ascendente durante el primer semestre que obedecería, en lo principal, a la posible ocurrencia de dos choques: primero, la revisión de tarifas del transporte público en algunas ciudades; y, segundo, el impacto, si bien incierto en cuanto a su magnitud y temporalidad, que podría tener el Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) sobre los precios. Adicionalmente, en el cálculo de las variaciones anuales del INPC correspondientes al segundo trimestre de 2008 podría incidir el bajo nivel que registró el subíndice de precios de los productos agropecuarios durante el mismo lapso de 2007.

Un factor que también contribuirá a elevar la inflación durante 2008 es la reanudación de los incrementos en los precios de la gasolina de bajo octanaje, de la electricidad y del gas licuado, que fueron suspendidos entre octubre y diciembre de 2007. El aumento en las cotizaciones de la gasolina obedecerá a la imposición del impuesto a la venta de este combustible que será participable al

100 por ciento a las entidades federativas.³⁸ Sin embargo, es pertinente señalar que los efectos sobre la inflación de dichos aumentos serán similares a los que se venían registrando antes del congelamiento que decretó el Gobierno Federal en los precios de los referidos bienes y servicios.

En contraste con lo anterior, un elemento que podría atenuar el alza de precios durante el primer trimestre de 2008 es el programa que acordó la ANTAD con el Gobierno Federal para otorgar descuentos en más de 300 productos para la despensa familiar. El periodo de vigencia de este programa comprende de la segunda quincena de enero hasta el final de marzo del año en curso.

En el segundo semestre de 2008 se estima que comenzarán a diluirse los efectos sobre el cálculo de la inflación anual de la reciente elevación en los precios de los productos lácteos y de los alimentos derivados del trigo. Ello contribuiría a que, en el periodo referido, la inflación general anual presente una moderada tendencia descendente (la cual podría ser más evidente en el indicador subyacente). Por supuesto, este resultado es contingente a que no ocurran choques adicionales, particularmente, en el sector de los alimentos.

Por lo que toca a la evolución de la inflación general anual en 2009, se anticipa que ésta acentuará su trayectoria descendente, desvaneciéndose los efectos que pudieran provenir de los choques de oferta que anteriormente se señalaron.

Cuadro 6
Proyección Escenario Base de Inflación General Anual
Promedio Trimestral en por ciento

Trimestre	Proyección Anterior	Proyección Actual
2007-IV	3.50 – 4.00	3.81 ^{1/}
2008-I	3.75 – 4.25	3.75 – 4.25
2008-II	4.00 – 4.50	4.00 – 4.50
2008-III	4.00 – 4.50	4.00 – 4.50
2008-IV	3.75 – 4.25	3.75 – 4.25
2009-I	3.50 – 4.00	3.50 – 4.00
2009-II	3.50 – 4.00	3.50 – 4.00
2009-III	3.00 – 3.50	3.00 – 3.50
2009-IV	n.d.	3.00 – 3.50

^{1/} Dato observado.

n.d. Dato no disponible.

Entre los principales riesgos, tanto al alza como a la baja, que se vislumbran sobre la trayectoria prevista para la inflación se encuentran:

- i) La posibilidad de que se presenten nuevos choques que afecten las cotizaciones de las materias primas alimenticias, o bien que las perturbaciones que ya han ocurrido tengan un efecto más prolongado al que actualmente se prevé. En particular, los precios internacionales tanto de la leche líquida como en polvo han disminuido en una proporción significativamente menor a lo que anticipaban las cotizaciones de los futuros de estos alimentos al finalizar el trimestre anterior. Asimismo, las cotizaciones externas de los granos mantuvieron su esperada trayectoria ascendente, cuyo impacto podría aún no

³⁸ El Impuesto Federal a la Venta de Gasolina y Diesel aumentará mensualmente el precio de la gasolina de bajo y alto octanaje en 2 y 2.44 centavos, respectivamente, a partir de enero de 2008 durante los siguientes 18 meses.

- haberse trasladado completamente a los precios de los alimentos que los utilizan como insumo.
- ii) Los precios de los energéticos derivados del petróleo han registrado mayores niveles con relación a lo previsto al finalizar el trimestre anterior. Ello ha implicado que en el caso de algunos de éstos se hayan ampliado las brechas entre los precios de las referencias externas con relación a los precios internos.
 - iii) La magnitud y velocidad que pudiera tener el traspaso del incremento en la carga fiscal por concepto del IETU a los precios. Esta previsión, que de por sí es difícil de estimar, está sujeta a un fuerte grado de incertidumbre dada la fase descendente del ciclo por la que atraviesa la economía.
 - iv) La expectativa de que la inflación general se mantenga en niveles elevados en los siguientes meses incrementa el riesgo de que se contamine el proceso de formación de precios y salarios.

Teniendo en consideración el entorno descrito, las previsiones para la inflación y el balance de riesgos asociado a las mismas, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió mantener las condiciones monetarias sin cambio en noviembre, diciembre y enero, después de haberlas restringido en octubre. La Junta continuará atenta a la evolución del balance de riesgos respecto a las previsiones de inflación, con miras al cumplimiento de la meta de 3 por ciento en los tiempos previstos.

Programa Monetario para 2008

La Ley del Banco de México establece que, en enero de cada año, dicho Instituto debe enviar al Ejecutivo Federal y al Congreso de la Unión una exposición sobre la política monetaria a seguir en el año correspondiente.³⁹ En cumplimiento a dicho ordenamiento, a continuación se exponen los principios y lineamientos bajo los cuales se conducirá la política monetaria durante 2008.

La política monetaria en México en 2008 se conducirá bajo un esquema de objetivos de inflación, del cual destacan los siguientes elementos: a) el anuncio de una meta multianual de inflación explícita; b) el análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias; c) la descripción de los instrumentos que utilizará el Banco Central para alcanzar sus objetivos; y, d) una política de comunicación que promueva la transparencia, credibilidad y efectividad de la política monetaria.⁴⁰

1. Objetivo del Programa Monetario

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

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

2. Decisiones de Política Monetaria

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

³⁹ Ver Artículo 51 de la Ley del Banco de México.

⁴⁰ En el Programa Monetario para 2001 se presentan algunas consideraciones sobre la elección del esquema de objetivos de inflación.

coyuntura económica y de las perspectivas sobre las condiciones inflacionarias que enfrenta.

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

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

Por lo antes señalado, resalta por su importancia para la toma de decisiones de política monetaria la correcta identificación del origen de las presiones de inflación y sus posibles efectos sobre las expectativas del público. A fin de lograr lo anterior, el Banco de México lleva a cabo un análisis sistemático de la coyuntura económica y de las presiones inflacionarias que de ésta se derivan, empleando una amplia gama de variables e indicadores y utilizando diferentes modelos económicos y estadísticos.⁴¹ Este análisis permite identificar a qué factores obedece la evolución esperada de la inflación y evaluar su impacto sobre las expectativas de inflación de los agentes económicos y sobre el proceso de determinación de precios, lo cual constituye un elemento fundamental para la determinación de la postura de política monetaria.

3. Instrumentación de la Política Monetaria

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

Como se anunció en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre de 2007, a partir del 21 de enero de 2008 el Banco de México adoptó como objetivo operacional la tasa de interés interbancaria a un día (“tasa de fondeo bancario”) en sustitución del saldo sobre las cuentas corrientes que la banca mantiene en el propio Banco (el “corto”). Este cambio facilita la comprensión de las acciones de política monetaria, homologa su instrumentación con aquella adoptada por varios bancos centrales del mundo y señala la

⁴¹ En la página de Internet del Banco de México (www.banxico.org.mx) se presenta un pronóstico de la base monetaria para 2008 que puede servir como una de varias referencias generales para el seguimiento de la coyuntura económica.

conclusión de un proceso de transición en la instrumentación de la política monetaria en México iniciado en 2003.⁴²

Cabe destacar que la migración formal a un objetivo operacional de tasas de interés no altera la forma en la cual el Banco de México lleva a cabo sus operaciones, en virtud de que desde abril de 2004 el mercado ha operado *de facto* siguiendo una tasa de interés señalada por el Banco de México. Al mismo tiempo, es importante señalar que dicho cambio no tiene ninguna implicación sobre la postura de política monetaria del Banco de México.

4. Política de Comunicación con el Público

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

Entre los principales documentos que apoyan la estrategia de comunicación del Banco de México se encuentran el Programa Monetario y los Informes sobre la Inflación. Asimismo, a partir de 2003 el Instituto Central ha venido anunciando sus decisiones de política monetaria en fechas previamente establecidas, acompañadas de un boletín de prensa en el cual se informa al público las decisiones de la Junta de Gobierno respecto a la postura de política monetaria.⁴³

Finalmente, como parte de la estrategia de comunicación del Banco de México, a partir de mayo de 2007 se estableció una “pausa de declaraciones” previa a los comunicados de política monetaria.⁴⁴ Esto significa que, a partir de las 9 a.m. del lunes correspondiente a la semana programada para el anuncio de política monetaria y hasta que dicho anuncio se dé a conocer al público, los miembros de la Junta de Gobierno y los funcionarios del Banco de México deben abstenerse de emitir opiniones relacionadas con la política monetaria.

⁴² En el Anexo 3 del Informe sobre la Inflación Julio - Septiembre de 2007 se ofrecen mayores detalles acerca del cambio en la instrumentación de la política monetaria en México.

⁴³ Estas fechas son dadas a conocer en el Informe sobre la Inflación correspondiente al tercer trimestre del año previo.

⁴⁴ En el comunicado de prensa del Banco de México del 11 de mayo de 2007 se ofrecen mayores detalles acerca de esta medida.