

Informe sobre la Inflación

Julio – Septiembre 2007



BANCO DE MEXICO

OCTUBRE, 2007

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 30 de octubre de 2007. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Julio-Septiembre 2007

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	4
2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2007	4
2.2. Índice Nacional de Precios Productor	13
3. Principales Determinantes de la Inflación	14
3.1. Entorno Externo	14
3.1.1. Actividad Económica Global	14
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación	15
3.1.3. Mercados Financieros	17
3.1.4. Perspectivas	20
3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México	21
3.2.1. Empleo	24
3.2.2. Sector Externo	25
3.3. Costos y Precios	27
3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra	27
3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados	28
3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales	30
3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios	32
3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales	32
3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento	33
4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2007	37
5. Previsiones para la Inflación y Balance de Riesgos	45
6. Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria	51
6.1. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria en 2008	51
Anexos	52
Anexo 1 Consideraciones sobre la Definición de la Inflación Subyacente	53
Anexo 2 Estimación del Efecto de la Reforma Fiscal sobre el INPC	59
Anexo 3 Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés	66

1. Introducción

La actividad económica mundial mantuvo, en general, un ritmo de crecimiento favorable durante el tercer trimestre de 2007. Ello reflejó, en buena medida, el vigor de la expansión en las economías emergentes. No obstante, la información más reciente apunta a una desaceleración en las economías avanzadas, particularmente en Estados Unidos. En el caso de ese país, ello se debe, principalmente, al deterioro del mercado inmobiliario.

En cuanto a la inflación a nivel mundial, destaca el importante aumento en los precios del petróleo y de los alimentos. Respecto de estos últimos, se trata de un cambio en precios relativos que tiene su origen en varios factores: una expansión de la demanda global por estos productos proveniente de países como China e India (reflejando incrementos en sus niveles de vida), un mayor uso alternativo para ciertos granos, como la producción de bioenergéticos, y diversos eventos climatológicos que han azotado distintas regiones en el mundo.

Dada la importancia que tienen los alimentos en la canasta de consumo de la población en los países emergentes, varios de éstos han enfrentado importantes presiones inflacionarias. En algunos de ellos la elevación en el precio de los alimentos se ha combinado con el hecho de que sus economías vienen transitando por la fase alta del ciclo económico, lo que ha agravado las referidas presiones. Por su parte, si bien las economías más avanzadas también han resentido esta alza, su impacto ha sido relativamente reducido, con lo cual las expectativas de inflación de largo plazo se han mantenido bien ancladas.

Hacia principios de agosto se agudizó el deterioro de las perspectivas sobre el mercado inmobiliario en Estados Unidos. En particular, surgieron nuevos cuestionamientos acerca de la calidad crediticia de los bonos respaldados por hipotecas de mayor riesgo, lo que también afectó a otro tipo de colocaciones, como las de papel comercial. Estos sucesos complicaron el accionar de los intermediarios financieros en por lo menos dos dimensiones: por un lado, dieron lugar a dudas sobre la calidad de sus activos y, por otro, diversas empresas que no pudieron darle revolvencia a su papel comercial se vieron en la necesidad de pagarlo utilizando líneas de crédito que tenían pactadas con la banca. Lo anterior condujo a que los diferenciales de las tasas de interés interbancarias respecto de los instrumentos del Tesoro estadounidense se ampliaran considerablemente.

En este contexto, algunos bancos centrales de economías avanzadas proveyeron de liquidez a los bancos comerciales en términos más favorables. Asimismo, hacia finales del trimestre la Reserva Federal de Estados Unidos redujo en 50 puntos base la tasa de interés de fondos federales, argumentando que el deterioro en los mercados de crédito podría intensificar la corrección del mercado inmobiliario y afectar el crecimiento económico.

No todas las clases de activos han sido afectadas en la misma magnitud por la situación referida. En particular, los mercados financieros de las economías emergentes han enfrentado este episodio de volatilidad, en la mayoría de los casos, sin mayores contratiempos. Esto se debe a diversos factores, entre los que destacan la mejoría en la percepción de riesgo soberano que han

alcanzado algunos de estos países en los últimos años y que el problema no se originó en éstos. El hecho de que sean los activos hipotecarios de menor calidad crediticia los que se han visto más afectados, ha implicado que el contagio hacia instrumentos financieros de menor riesgo haya sido, hasta ahora, limitado.

Durante el tercer trimestre del año la economía mexicana mostró un ritmo de expansión mayor al observado durante los dos primeros. Tanto la demanda interna como la externa mostraron una mejoría con respecto al primer semestre. Se anticipa que el ritmo de actividad económica durante el segundo semestre del año será mayor que el observado en el primero. Sin embargo, la desaceleración prevista de la actividad productiva en Estados Unidos hacia finales de 2007 y principios de 2008 podría afectar adversamente a la economía mexicana.

La evolución de la inflación durante 2007 se ha visto influida por una serie de perturbaciones de oferta, las cuales propiciaron un repunte tanto de la inflación general, como de la subyacente. En particular, 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.

Las perspectivas para la inflación se deterioraron en los últimos meses. Ello se debe, en primer lugar, al incremento que ha observado la inflación de alimentos y al hecho de que el proceso de ajuste en los precios relativos de éstos a nivel mundial no parece haber concluido. Segundo, es previsible que algunas empresas intenten trasladar al consumidor el costo asociado a una elevación en su carga fiscal derivada de las modificaciones tributarias recién aprobadas por el H. Congreso de la Unión. Si bien este factor está sujeto a un elevado grado de incertidumbre, y en caso de materializarse implicaría un efecto transitorio sobre la inflación, el nivel en el que ésta se encuentra actualmente incrementa el riesgo de que el proceso de determinación de precios y salarios en la economía se pueda ver afectado. Además, existen riesgos adicionales para la inflación, en particular, que sus expectativas de largo plazo se sitúen más de medio punto porcentual por arriba de la meta.

Por otra parte, las posibles presiones sobre la inflación se presentan en un entorno en donde la economía de Estados Unidos viene mostrando una reducción en su ritmo de crecimiento. En efecto, se ha incrementado el riesgo de que se materialice un escenario adverso para el crecimiento en ese país, lo que obraría en dirección de atenuar algunos de los riesgos referidos para la inflación. No obstante, con base en la información más reciente, en la actualidad no se prevé un deterioro tal que pudiese compensar las presiones aludidas.

La coyuntura que actualmente enfrenta la política monetaria es compleja. Hasta ahora, la repercusión de los choques de oferta sobre los precios de bienes distintos de los alimentos ha sido limitada, al tiempo que las negociaciones salariales no parecen haberse visto afectadas. Sin embargo, como se detalla en la quinta sección del presente Informe, las previsiones del Banco de México para la inflación se han revisado al alza y el balance de riesgos correspondiente se ha deteriorado. En consecuencia, en su comunicado de octubre la Junta de Gobierno del Instituto Central anunció una restricción de 25 puntos base de las condiciones monetarias.



Este documento incluye tres anexos. En el primero se presenta una explicación de las razones por las que el Banco de México modificará la definición del índice de precios subyacente. Dicha modificación consistirá en incorporar a este índice, a partir de enero de 2008, los genéricos del subíndice de precios de la educación privada. El segundo anexo consiste en una nota que describe cómo se estimó el probable impacto sobre el INPC de las modificaciones impositivas recién aprobadas. En el tercero se anuncia que, a partir del 21 de enero de 2008, el Banco de México adoptará como objetivo operacional a 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 (objetivo conocido como el “corto”). Es importante mencionar que este cambio no tiene implicaciones sobre la postura de política monetaria del Banco de México.

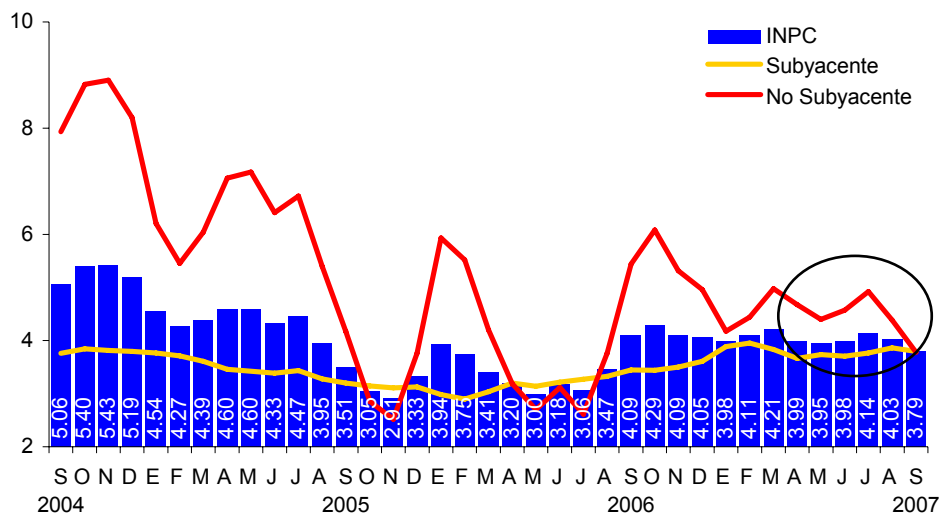
2. Evolución Reciente de la Inflación

2.1. La Inflación en el Tercer Trimestre de 2007

La evolución de la inflación general anual durante el tercer trimestre de 2007 fue acorde con lo previsto en el Informe sobre la Inflación anterior. Al inicio del periodo este indicador registró un aumento que se revirtió en los dos meses siguientes, situándose al cierre del trimestre en 3.79 por ciento (en junio de 2007 dicho índice registró una variación anual de 3.98 por ciento, Gráfica 1).

El repunte de la inflación general anual que se observó en julio fue consecuencia, en lo principal, de la mayor incidencia del grupo de los alimentos, tanto procesados como agropecuarios. El descenso que posteriormente se presentó se asoció con la desaceleración en el ritmo de crecimiento de las cotizaciones de los productos agropecuarios, dada la mayor inflación mensual que registraron en los meses comparables del año anterior. Sin embargo, dicho efecto fue limitado por la creciente contribución a la inflación por parte del grupo de los alimentos procesados.

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

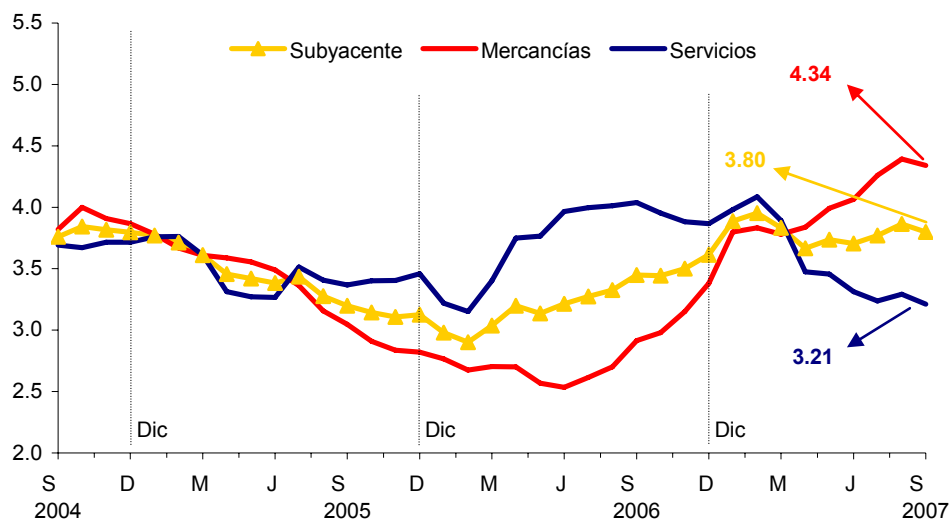


La inflación subyacente anual se ubicó en niveles más elevados durante el tercer trimestre de 2007 con relación a lo observado durante el trimestre previo. Así, la medida referida alcanzó 3.80 por ciento en septiembre, mientras que en junio fue 3.70 por ciento (Cuadro 1). La evolución de la inflación subyacente fue resultado de las trayectorias opuestas que se observaron en las variaciones anuales de los subíndices de las mercancías y de los servicios (Gráfica 2). La primera de éstas fue al alza, influida por el comportamiento del grupo de los alimentos procesados, mientras que la segunda fue a la baja, al disminuir la tasa de crecimiento de las cotizaciones del resto de los servicios.

Cuadro 1
Índice Nacional de Precios al Consumidor y Componentes
 Variación anual en por ciento

	Variación anual por ciento					
	Dic-2006	Mar-2007	Jun-2007	Jul-2007	Ago-2007	Sep-2007
INPC	4.05	4.21	3.98	4.14	4.03	3.79
Subyacente	3.61	3.83	3.70	3.77	3.86	3.80
Mercancías	3.38	3.78	4.07	4.26	4.39	4.34
Alimentos	5.10	5.92	6.38	6.75	7.07	7.03
Lácteos	3.55	4.19	6.69	8.96	9.55	11.67
Resto de mercancías	2.12	2.20	2.36	2.42	2.41	2.34
Servicios	3.87	3.89	3.31	3.24	3.29	3.21
Vivienda	3.73	3.59	2.95	2.89	2.92	3.01
Vivienda Propia	3.45	3.17	2.34	2.29	2.39	2.54
Resto de servicios	4.02	4.25	3.74	3.65	3.73	3.45
Servicios turísticos en paquete	3.70	7.10	1.80	-0.72	0.11	-1.31
No Subyacente	4.96	4.98	4.58	4.93	4.39	3.78
Agropecuarios	8.30	8.67	6.68	8.25	6.12	3.52
Frutas y Verduras	15.46	13.59	3.97	8.27	3.97	-0.60
Jitomate	10.18	-37.02	-6.72	30.32	7.40	-15.62
Cebolla	186.09	269.36	23.22	16.16	-6.61	-32.04
Pecuarios	3.69	5.53	8.35	8.23	7.54	6.57
Huevo	15.79	22.67	14.23	16.18	9.17	11.96
Carne de res	-0.40	1.37	5.63	5.50	5.13	4.32
Carne de ave	8.39	9.81	15.97	15.01	16.32	12.10
Administrados y Concertados	3.14	3.07	3.23	3.13	3.03	3.23
Administrados	4.42	3.43	3.71	3.68	3.74	4.16
Gasolina bajo octanaje	5.59	4.46	3.66	3.90	3.94	4.42
Gasolina alto octanaje	8.46	8.73	8.08	8.17	8.26	8.69
Electricidad	5.07	3.87	2.95	2.04	2.04	2.72
Gas doméstico	1.53	0.71	3.65	4.06	4.21	4.33
Concertados	1.83	2.69	2.76	2.59	2.34	2.33
Educación	5.71	5.60	5.63	5.65	5.89	5.67

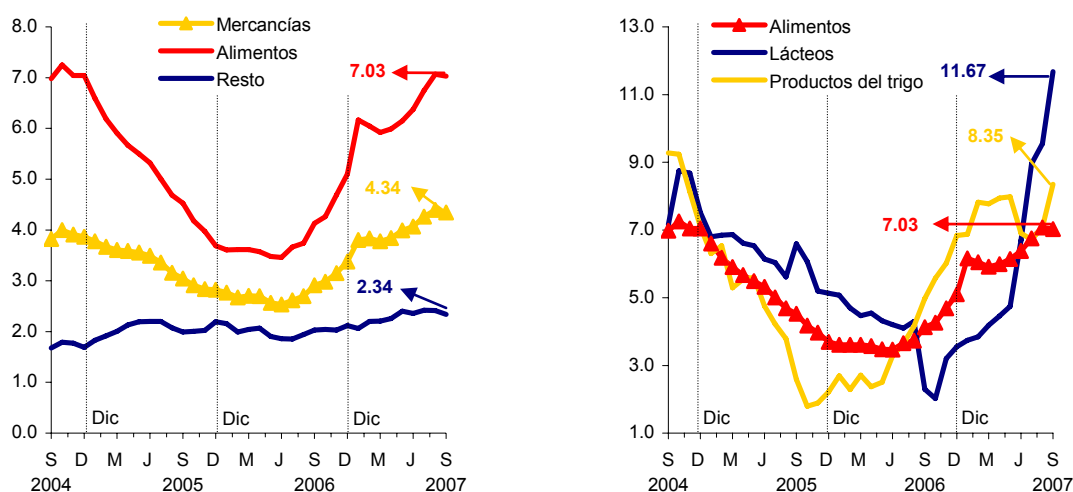
Gráfica 2
Índice de Precios Subyacente
 Variación anual en por ciento



La elevación que se registró en la inflación subyacente durante el tercer trimestre de 2007 fue consecuencia de la mayor contribución del subíndice de las mercancías. La tasa de crecimiento anual de este subíndice alcanzó 4.34 por

ciento en septiembre de 2007, lo que implicó un incremento de 0.27 puntos porcentuales con relación a la cifra observada en junio. Este resultado fue producto de la mayor incidencia de los alimentos procesados, destacando en particular las alzas que se observaron en los precios de los productos lácteos y los alimentos derivados del trigo (Gráfica 3, Recuadro 1).

Gráfica 3
Subíndice de Precios Subyacente de las Mercancías
 a) Mercancías
 Variación anual en por ciento
 b) Mercancías: Alimentos
 Variación anual en por ciento



La tasa de crecimiento anual de los precios de los productos lácteos pasó de 6.69 a 11.67 por ciento de junio a septiembre de 2007 (Cuadro 2). Este aumento, en lo principal, se ha debido a la combinación de diversas perturbaciones que han incidido sobre las cotizaciones internacionales de estos alimentos. Entre estas perturbaciones destacan la elevación en el costo de los insumos para la alimentación del ganado para producción lechera, la remoción de subsidios a la exportación en la Unión Europea y la ocurrencia de condiciones climáticas adversas que han afectado la producción en Australia. A ello, se ha sumado una creciente demanda por leche en polvo de los países asiáticos.

Cuadro 2
Índice de Precios al Consumidor: Productos Lácteos
 Variación anual en por ciento

	Ponderación original	2006										
		Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	
Lácteos	3.00	3.55	3.74	3.85	4.19	4.46	4.75	6.69	8.96	9.55	11.67	
Leche pasteurizada y fresca	1.86	4.85	4.89	4.68	5.01	4.99	5.01	7.06	9.58	9.99	12.04	
Leche en polvo	0.12	4.42	4.84	5.45	5.48	6.01	8.02	12.23	13.57	13.63	15.15	
Leche evaporada, condensada y maternizada	0.05	5.08	5.16	5.19	5.47	6.20	6.42	6.30	6.56	5.48	7.73	
Queso fresco	0.24	0.21	0.82	2.36	3.13	3.88	5.35	6.46	8.38	9.12	12.14	
Yogurt	0.20	-1.56	-1.15	-1.52	-1.62	-0.12	-0.53	1.73	3.61	3.88	4.98	
Queso Oaxaca o asadero	0.15	1.10	1.92	3.24	3.83	4.27	4.12	5.64	8.20	9.20	12.25	
Crema de leche	0.10	2.77	2.01	0.71	0.14	1.07	2.02	3.19	4.55	6.38	7.78	
Queso manchego o Chihuahua	0.10	-0.08	1.30	2.32	2.74	3.88	5.57	8.86	10.73	12.35	15.21	
Otros quesos	0.07	0.42	1.36	3.47	4.42	5.76	7.05	7.60	9.73	11.68	14.91	
Helados	0.05	2.47	2.91	3.17	3.60	3.69	3.38	3.05	4.38	5.35	5.66	
Queso amarillo	0.03	1.58	1.42	1.52	2.30	2.10	2.28	5.21	5.61	7.98	11.14	
Mantequilla	0.02	6.67	6.13	5.69	5.98	5.43	5.10	6.29	9.48	12.16	14.32	

En septiembre de 2007, la inflación de los alimentos que se producen a base de trigo fue 8.35 por ciento, dato que resulta 1.45 puntos porcentuales mayor al que se registró en junio (Cuadro 3). La aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios del pan, así como del de otros alimentos derivados del trigo, se asocia con las alzas significativas que recientemente ha presentado la cotización internacional de este grano (ver Sección 3.3.3).

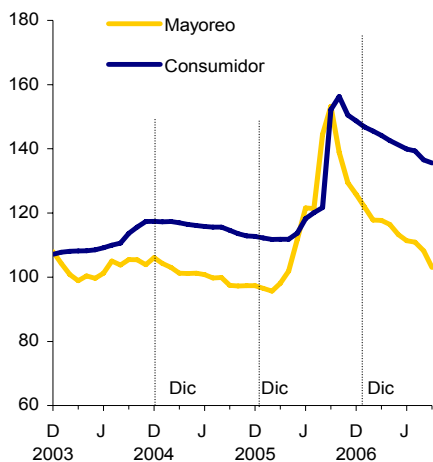
Cuadro 3
Índice de Precios al Consumidor: Alimentos Derivados del Trigo
Variación anual en por ciento

	Ponderación original	2006										
		Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	
Productos del trigo	1.61	6.83	6.88	7.82	7.77	7.94	7.98	6.90	6.71	7.08	8.35	
Pan dulce	0.53	10.11	9.90	10.22	9.45	9.25	9.76	8.22	8.38	8.02	9.02	
Pan blanco	0.22	8.91	10.37	10.45	9.81	10.32	9.44	7.22	6.94	8.24	10.73	
Pan de caja	0.18	6.44	6.40	11.14	12.50	13.14	12.32	11.16	8.73	8.16	10.56	
Pastelillos y pasteles	0.06	5.36	6.10	8.11	9.80	9.31	9.18	8.94	8.57	8.61	10.22	
Pasta para sopa	0.14	0.03	-0.49	-0.18	1.28	2.27	2.47	1.99	2.65	5.32	7.27	
Galletas populares	0.08	4.16	3.65	3.22	2.92	3.34	4.46	3.15	2.59	4.28	4.80	
Tortillas de harina de trigo	0.07	5.34	6.55	10.66	10.79	10.78	10.71	10.37	10.33	11.06	12.90	
Otras galletas	0.05	2.26	2.09	2.55	2.80	3.12	2.95	2.69	2.20	3.50	5.85	
Harinas de trigo	0.03	5.16	7.39	8.08	9.15	7.59	8.49	8.83	8.13	8.29	8.85	
Cereales en hojuelas	0.26	3.20	2.27	2.39	2.29	2.51	2.34	2.64	3.11	3.30	2.44	

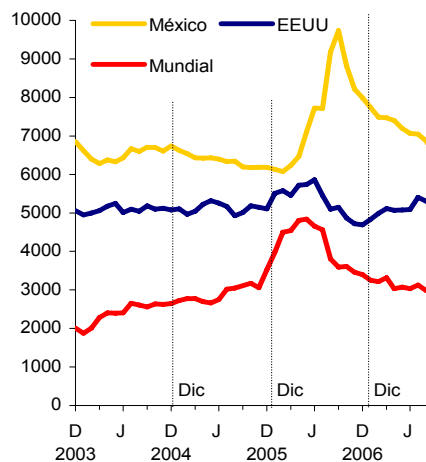
La elevación en la tasa de crecimiento del subíndice subyacente de los alimentos fue atenuada por la reducción en la variación anual del precio del azúcar. Sin embargo, debe mencionarse que si bien los precios al consumidor del endulzante han disminuido, esto ha sido en menor proporción que las cotizaciones al mayoreo, y que estas últimas mantienen un nivel 25 por ciento mayor al precio que rige en Estados Unidos (Gráfica 4). Ello, aún cuando el Gobierno Federal decretó, a partir del 9 de mayo de 2007, una importante reducción en el arancel a la importación de azúcar procedente de América del Norte.¹

Gráfica 4
Evolución de los Precios del Azúcar

a) Precios al Consumidor y al Mayoreo Índices



b) Precios Externos e Internos Pesos por Tonelada



¹ El arancel a la importación de azúcar procedente de Estados Unidos disminuyó de 288 a 35.31 dólares por tonelada.

Recuadro 1 Inflación de Alimentos: Experiencia Internacional

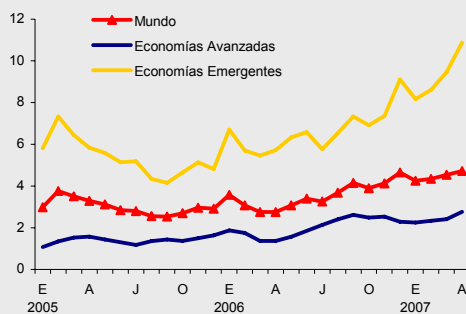
La tasa de crecimiento anual de los precios de los alimentos en México ha exhibido una trayectoria ascendente desde el segundo semestre de 2006. Las alzas en los precios al consumidor de los alimentos se han presentado a nivel mundial, siendo éstas de mayor magnitud e impacto en las economías emergentes (Cuadro 1 y Gráfica 1). En este Recuadro se describe la evolución que se ha observado recientemente en las cotizaciones de los productos alimenticios de un conjunto amplio de países y se comentan las principales razones que explican este comportamiento.

**Cuadro 1
Inflación Mundial de Alimentos**

	Mundial	Economías Avanzadas	Economías Emergentes
Ene-05	3.0	1.1	5.8
Jun-05	2.8	1.3	5.1
Dic-05	2.9	1.6	4.8
Ene-06	3.6	1.9	6.7
Feb-06	3.1	1.8	5.7
Mar-06	2.8	1.4	5.5
Abr-06	2.8	1.4	5.7
May-06	3.1	1.6	6.3
Jun-06	3.4	1.8	6.6
Jul-06	3.3	2.1	5.8
Ago-06	3.7	2.4	6.5
Sep-06	4.1	2.6	7.3
Oct-06	3.9	2.5	6.9
Nov-06	4.1	2.5	7.4
Dic-06	4.6	2.3	9.1
Ene-07	4.2	2.2	8.2
Feb-07	4.3	2.3	8.6
Mar-07	4.5	2.4	9.5
Abr-07	4.7	2.8	10.9

Fuente: Base de datos de World Economic Outlook (Octubre 2007), Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Gráfica 1
Inflación Mundial de Alimentos**



Fuente: Base de datos de World Economic Outlook (Octubre 2007), FMI.

Los aumentos en la inflación de los alimentos que se han registrado a nivel internacional han variado en cuanto a su magnitud y velocidad, dependiendo de las tradiciones y costumbres prevalecientes de la población, de condiciones climáticas, de decisiones administrativas de los gobiernos de cada país, así como de factores adicionales que pueden afectar la comercialización de los alimentos (por ejemplo, los niveles de competencia y el grado de desarrollo del marco jurídico).

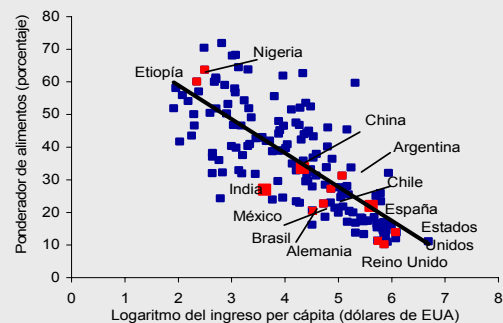
La incidencia de la inflación de los alimentos sobre la inflación general de cada economía, en gran medida, ha sido producto de la importancia que tiene este grupo de genéricos en el gasto de la población. En particular, en la experiencia internacional el peso de los alimentos en los índices de precios al consumidor tiende a tener una correlación negativa con los niveles de ingreso per cápita (Gráfica 2). Por otra parte, destaca que las economías emergentes han registrado mayores aumentos en la

inflación de alimentos con relación a los países europeos (Cuadro 2 y Gráfica 3).

Los grupos de alimentos cuyos precios han registrado las mayores tasas de crecimiento coinciden en diversos países. Éstos son: granos y sus derivados, lácteos, y carnes y vegetales. Ello ha sido producto tanto de factores estructurales como coyunturales. Por una parte, la demanda mundial por alimentos se ha expandido con el mayor grado de desarrollo que han alcanzado algunas economías asiáticas. Por otra parte, desde mediados del 2006 se han presentado factores adicionales que han acentuado las alzas en los precios de los alimentos.

Así, el reciente ciclo de aumentos en las cotizaciones de los alimentos inició con un movimiento en los precios del maíz (el nivel máximo que alcanzó la variación anual del precio internacional de este grano fue en noviembre de 2006, al ubicarse en una tasa de 95 por ciento). El aumento en los precios del maíz obedeció, principalmente, a dos factores: primero, a una expansión observada y esperada en la demanda por el grano para su uso en la elaboración de bioenergéticos y, segundo, a una cosecha menor a la que se pronosticaba para 2006 en Estados Unidos.

**Gráfica 2
Ponderadores de Alimentos en Índices de Precios al Consumidor e Ingreso per Cápita**



Fuente: Base de datos de World Economic Outlook (Octubre 2007), FMI.

**Cuadro 2
Inflación Anual de Alimentos:
Experiencia Internacional**

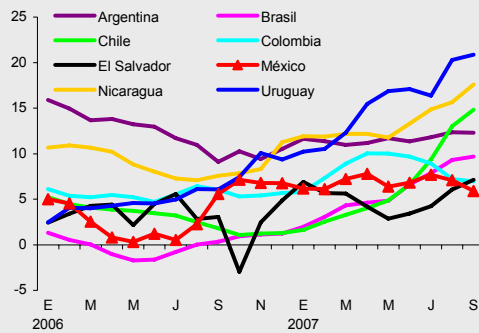
País	2006		2007		C-A	C-B
	Sep A	Dic B	Sep C	Sep C		
América						
Argentina	9.10	10.52	12.28	3.18	1.76	
Brasil	0.33	1.23	9.70	9.36	8.46	
Canadá	2.84	2.23	1.93	-0.91	-0.30	
Chile	1.80	1.28	14.84	13.04	13.55	
Colombia	6.02	5.69	6.96	0.95	1.28	
El Salvador	3.06	4.85	7.13	4.07	2.28	
Estados Unidos	2.51	2.13	4.46	1.95	2.33	
México						
Alim. Total ^{1/}	5.56	6.76	5.90	0.34	-0.86	
Alim. Suby.	4.13	5.10	7.03	2.90	1.93	
Nicaragua	7.58	11.26	17.60	10.02	6.34	
Uruguay	6.09	9.37	20.87	14.78	11.50	
Asia						
China	2.40	6.30	16.90	14.50	10.60	
Japón	1.60	0.81	0.10	-1.50	-0.71	
Europa						
Alemania	3.05	2.65	2.69	-0.37	0.03	
España	4.77	3.18	3.47	-1.30	0.29	
Francia	2.76	1.79	1.30	-1.45	-0.49	
Reino Unido	3.71	4.47	3.78	0.06	-0.69	
Africa						
Sudáfrica	8.53	8.12	11.92	3.39	3.80	

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

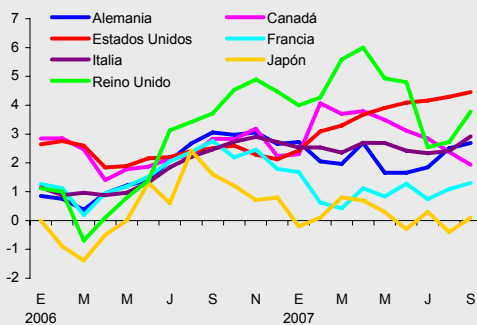
1/ No incluye bebidas alcohólicas y tabaco.



**Gráfica 3
Inflación Anual de Alimentos
A. América Latina**



B. Economías Avanzadas (G7)



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

El incremento en las cotizaciones del maíz incentivó su siembra, desplazando las áreas que tradicionalmente se destinaban para otros granos, como es el caso del trigo y de la soya (Cuadro 3). Las menores áreas cultivadas de estos últimos dos granos condujeron a una reducción en su oferta con el consecuente aumento de precios en 2007. Adicionalmente, condiciones climáticas adversas contribuyeron a agravar el problema, como las que afectaron Australia, Canadá, Estados Unidos y la Unión Europea (Cuadro 4). Así, en septiembre de 2007 los precios internacionales del trigo y de la soya alcanzaron tasas de crecimiento anual de 133.44 y 74.02 por ciento, respectivamente (Gráfica 4).

**Cuadro 3
Producción de Maíz Amarillo: EEUU**

Año	Superficie ^{1/}		Rendimiento ^{2/}	Producción ^{3/}	Precio Unitario ^{4/}	Valor de Producción ^{5/}
	Sembrada	Cosechada				
2007	92,888	85,418	155.8	13,307,999	n.d.	n.d.
2006	78,327	70,648	149.1	10,534,868	3.2	33,837,454
2005	81,779	75,117	148.0	11,114,082	2.0	22,198,472
2004	80,929	73,631	160.4	11,807,086	2.1	24,381,294
2003	78,603	70,944	142.2	10,089,222	2.4	24,476,803

Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU.

1/ Miles de acres, 2/ Bushel, 3/ Miles de Bushels, 4/ Dólares por Bushel, 5/ Miles de dólares.

El alza en los precios del maíz también repercutió sobre los costos de los insumos, tanto de los productos cárnicos, como de la leche y sus derivados (Gráfica 5). Por supuesto, al incremento en los precios de estos últimos contribuyó la creciente demanda mundial por alimentos de origen animal, destacando el mayor consumo de los países asiáticos (Gráfica 6). Así, el consumo de leche en China entre el año 2000 y 2005 aumentó 118.30 por ciento.

En el caso de los productos lácteos, sus precios registraron una presión adicional que provino de la cancelación de subsidios a la exportación en la Unión Europea (lo que incidió significativamente sobre las cotizaciones de la leche en polvo), y de la elevación en los costos de producción que ha implicado la continuación de la sequía que inició en 2001 en Australia (cuarto exportador mundial de leche en polvo). La modificación en la política de subsidios a la exportación a los lácteos en la Unión Europea no produjo aumentos significativos en los precios de dichos productos que rigen en los países de la referida región, dada la naturaleza de estos subsidios.

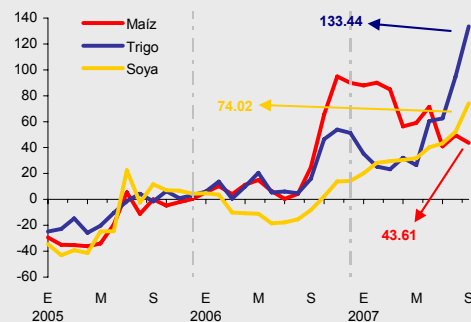
**Cuadro 4
Producción Mundial de Trigo
Millones de Toneladas Métricas**

	2005 / 2006		2006 / 2007 (Estimado)		2006 / 2007 (Proyectado)	
	Inventario Inicial	Producción	Inventario Inicial	Producción	Inventario Inicial	Producción
Mundial	151.01	622.64	149.16	593.07	125.08	606.24
Principales Países Exportadores	42.66	199.00	43.32	175.16	24.92	177.13
Australia	6.70	25.37	9.73	9.90	3.21	21.00
Canadá	7.92	26.78	9.71	25.27	6.92	20.30
Estados Unidos	14.70	57.28	15.55	49.32	12.40	57.53
Unión Europea 25 ^{1/}	27.49	132.36	23.38	124.80	14.48	121.83

Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU.

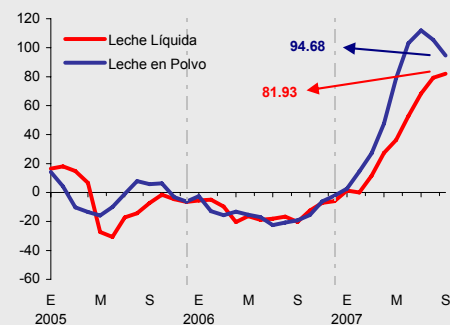
1/ Incluye: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Holanda, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa y Suecia.

**Gráfica 4
Precios Internacionales de los Granos:
Variación Anual**



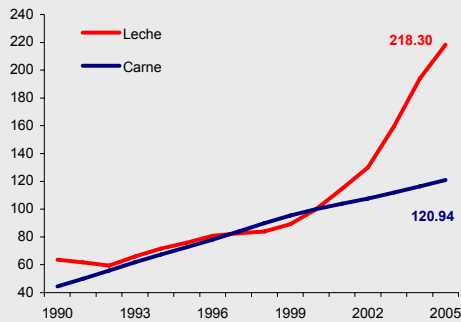
Fuente: Bloomberg.

**Gráfica 5
Precios Internacionales de la Leche:
Variación Anual**



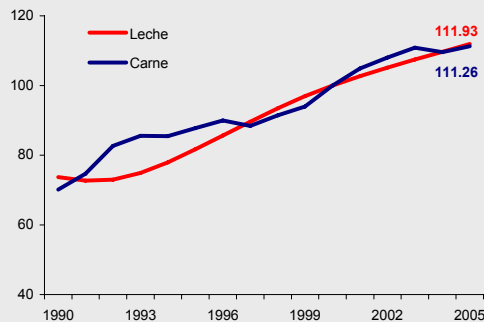
Fuente: Bloomberg.

Gráfica 6
A. Consumo de Leche y Carne: China
Índice 2000=100



Fuente: Organización de las Naciones Unidas para la Agricultura y la Alimentación (FAO).

B. Consumo de Leche y Carne: India
Índice 2000=100



Fuente: FAO.

Por lo que toca a la aceleración en la inflación de los vegetales, ésta se ha manifestado en un menor número de países, estando ligada su ocurrencia a condiciones climáticas adversas. En efecto, en el hemisferio Norte recientemente predominó el exceso de lluvias, mientras que en el hemisferio Sur las temperaturas registraron descensos significativos.

Es previsible que durante los próximos años las cotizaciones de los alimentos mantengan niveles relativamente elevados. Ello en virtud de que la expansión de la demanda global por granos y alimentos a base de proteínas animales es producto, en gran parte, del mayor grado de desarrollo que han alcanzado algunos países asiáticos como es el caso de China e India. Asimismo, el mayor uso de bioenergéticos, para los que el maíz es un insumo básico, se ha vuelto relativamente más rentable con el alza de precios de los combustibles fósiles. Adicionalmente, ante las presiones de demanda la producción de granos tiende a tener una respuesta lenta, dadas las limitantes en cuanto a las áreas disponibles para siembra y las restricciones que existen en varios países para utilizar semillas de alto rendimiento.

Por otra parte, el alza en los precios de los alimentos ha incidido en forma distinta sobre las economías de los países que son exportadores e importadores netos. Los primeros de éstos, como ha sido el caso de Argentina, Australia, Bolivia, Canadá, Chile, Estados Unidos y Nueva Zelanda se han beneficiado al elevarse el poder de compra que les concede el valor de su producción. Lo contrario ha ocurrido con aquellos que registran importaciones netas de alimentos, como ha sido el caso de diversas economías con bajos niveles de ingreso per cápita en África y Asia. México, que es un país de ingreso

medio, es un importador neto de materias primas alimenticias, la balanza comercial agroalimentaria en 2006 fue -1.8 mil millones de dólares (cifra equivalente a -0.21 por ciento del PIB).

En suma, el aumento en las cotizaciones de las materias primas alimenticias ha repercutido en mayores niveles de inflación en un número amplio de economías, predominantemente emergentes. Por ejemplo, en los casos de China, Uruguay, Chile, Brasil y Nicaragua el incremento que registró la inflación general anual, entre septiembre de 2006 y el mismo mes de 2007, en gran medida se explica por el comportamiento de las cotizaciones de los alimentos (Cuadro 5).

Es claro que el impacto desigual que ha tenido el alza en los precios de los alimentos entre países con distinto nivel de ingreso, es un fenómeno que también se presenta al interior de cada país. En particular, los hogares con menores ingresos resultan más afectados, ya que éstos usualmente destinan una proporción más elevada de su gasto a la compra de alimentos.

Cuadro 5
Inflación General Anual e Incidencia de Alimentos

País	Inflación Anual		Incidencia de Alimentos ^{1/}		B-A	D-C
	Sep-06 (A)	Sep-07 (B)	Sep-06 (C)	Sep-07 (D)		
América						
Argentina	10.44	8.56	3.25	4.33	-1.88	1.08
Brasil	3.70	4.15	0.07	1.97	0.45	1.90
Canadá	0.74	2.47	0.47	0.33	1.73	-0.14
Chile	2.81	5.85	0.45	3.64	3.04	3.19
Colombia	4.58	5.01	1.85	2.17	0.43	0.32
El Salvador	4.24	4.30	1.02	2.34	0.06	1.33
Estados Unidos	2.06	2.76	0.34	0.60	0.69	0.26
México ^{2/}	4.09	3.79	1.17	1.26	-0.30	0.09
México ^{3/}	4.09	3.79	0.62	1.05	-0.30	0.43
Nicaragua	7.49	11.58	3.18	7.39	4.09	4.21
Uruguay	6.60	8.90	1.78	6.08	2.30	4.30
Asia						
China	1.50	6.20	0.79	5.58	4.70	4.79
Japón	0.60	-0.20	0.41	0.03	-0.80	-0.39
Europa						
Alemania	1.01	2.36	0.27	0.24	1.35	-0.03
España	2.92	2.68	0.98	0.73	-0.24	-0.25
Francia	1.23	1.52	0.38	0.18	0.29	-0.20
Reino Unido	2.39	1.75	0.33	0.34	-0.64	0.01
África						
Sudáfrica	5.25	7.19	1.91	2.70	1.94	0.79

Fuente: Estimación del Banco de México.

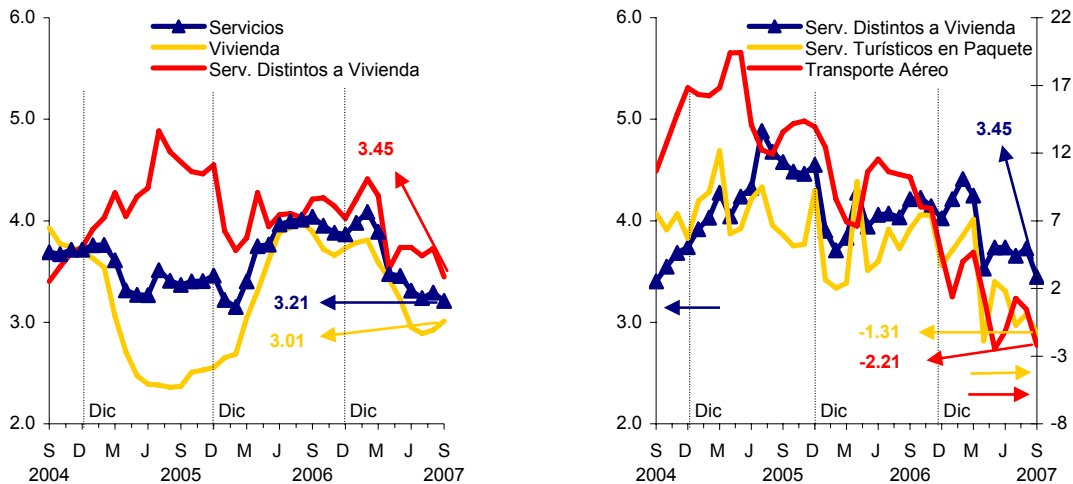
^{1/}Esta medida explica la contribución que tuvieron las alzas de precios de los alimentos en la inflación general anual de cada país reportado. El cálculo de la incidencia se obtiene de multiplicar la variación anual del subíndice de interés (en este caso el de alimentos) por el ponderador de éste en la canasta del INPC, ajustado por el precio relativo (en el caso de China y Brasil no se realizó último ajuste referido debido a la falta de información).

^{2/}La incidencia reportada corresponde al grupo de alimentos procesados y agropecuarios (sin considerar bebidas alcohólicas y tabaco).

^{3/}La incidencia reportada corresponde al grupo de alimentos considerados en la medida subyacente de inflación.

Al cierre del tercer trimestre de 2007, la variación anual del subíndice subyacente de los servicios fue 3.21 por ciento, lo que significó una reducción de 0.10 puntos porcentuales con relación a la cifra que se observó en junio. Esta reducción fue impulsada por la menor tasa de crecimiento que registró el grupo de los servicios distintos a los de la vivienda, destacando las bajas en los precios del transporte aéreo y de los servicios turísticos en paquete (Gráfica 5).

Gráfica 5
Subíndice de Precios Subyacente de los Servicios
 a) Servicios
 Variación anual en por ciento
 b) Servicios Distintos a la Vivienda
 Variación anual en por ciento

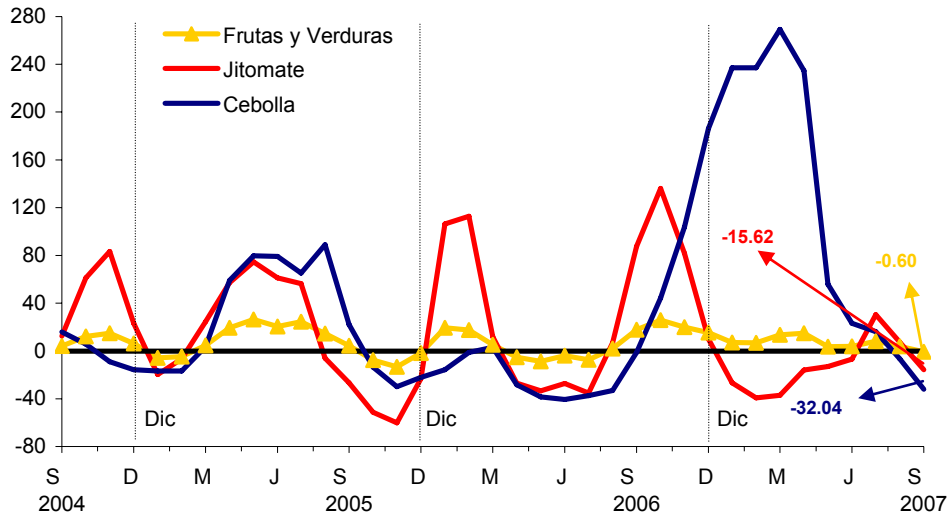


La inflación no subyacente anual presentó amplias fluctuaciones durante el trimestre que se analiza. Así, en septiembre de 2007 este indicador se situó en 3.78 por ciento, cifra que resultó 0.80 puntos porcentuales menor a la que se registró en junio. Esta reducción fue determinada, en gran medida, por el comportamiento del subíndice de los productos agropecuarios, cuya inflación mensual promedio resultó menor en el tercer trimestre de 2007 con relación a la observada el mismo periodo del año previo. Por lo que corresponde al resto de los componentes del índice de precios no subyacente, destacó el aumento de 0.45 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento anual del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados (ver Sección 3.3.2), así como el estancamiento del lento proceso de desinflación que se había venido observando en el sector de la educación privada.

El subíndice de precios de los productos agropecuarios registró una variación anual de 3.52 por ciento en septiembre de 2007, lo que contrasta con el dato de junio que fue 6.68 por ciento. Ello fue consecuencia de una reducción en las inflaciones tanto del grupo de las frutas y verduras, como del de los productos pecuarios. En ambos casos durante el trimestre objeto de este Informe estos grupos presentaron alzas de precios de menor magnitud respecto de las que se observaron en los mismos meses de 2006. Cabe señalar que la mayor contribución a este resultado provino del grupo de las frutas y verduras, cuyas cotizaciones aumentaron significativamente en el tercer trimestre del año anterior por el exceso de lluvia y el paso del huracán Lane (Gráfica 6). Los cultivos que han producido la mayor volatilidad en este subíndice son el jitomate y la cebolla,

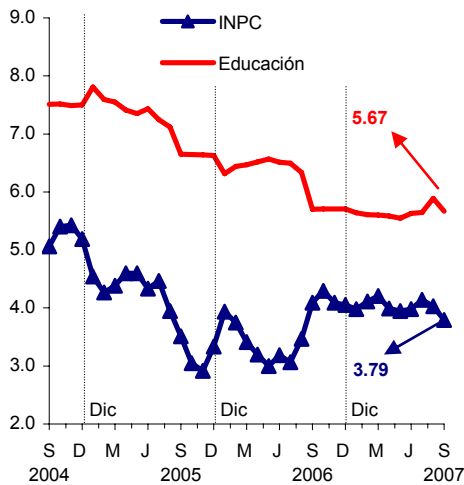
cuyas fluctuaciones fueron amplias y sus ponderadores en la canasta del INPC son elevados (0.4953 y 0.1359 por ciento, respectivamente).

Gráfica 6
Índice de Precios de Frutas y Verduras
Variación anual en por ciento

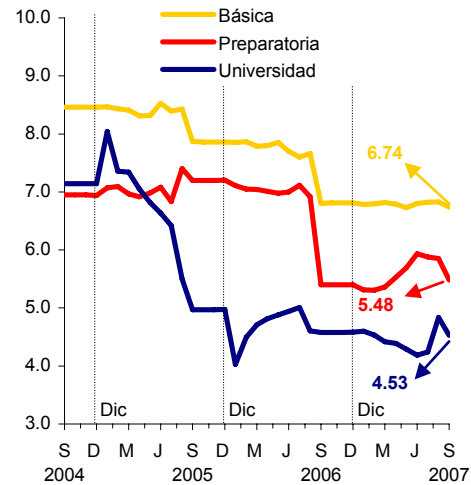


En septiembre de 2007, la variación anual del subíndice de la educación privada se situó en 5.67 por ciento, mientras que en junio dicha cifra resultó de 5.63 por ciento (Gráfica 7a). Así, este sector que de por sí se había caracterizado por presentar una convergencia lenta hacia la inflación general, mantuvo un alto ritmo de crecimiento en las colegiaturas, siendo particularmente elevadas las correspondientes a la educación básica (Gráfica 7b).

Gráfica 7
Subíndice de Precios de la Educación Privada
a) INPC y Educación Privada
Variación anual en por ciento



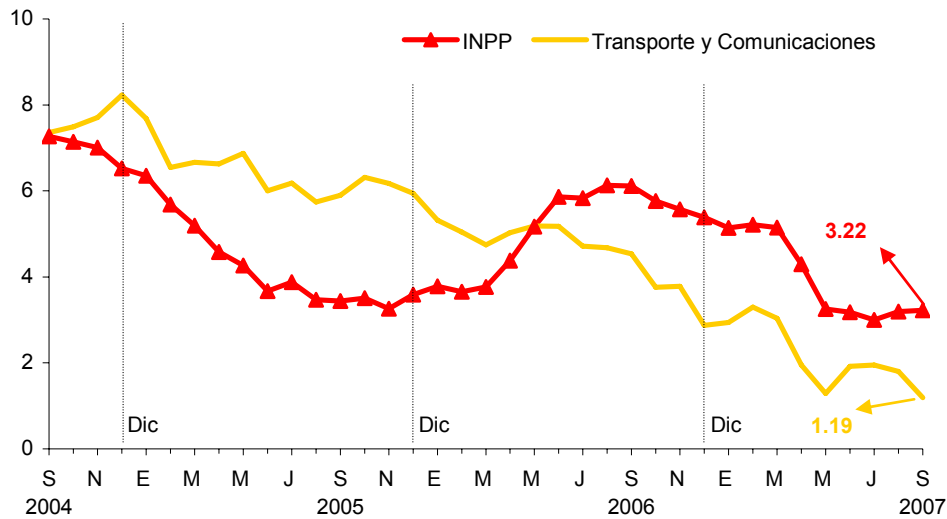
b) Educación por Nivel
Variación anual en por ciento



2.2. Índice Nacional de Precios Productor

El Índice Nacional de Precios Productor (INPP) de mercancías y servicios finales, excluyendo petróleo, alcanzó una variación anual de 3.22 por ciento al finalizar el tercer trimestre de 2007 (Gráfica 8). Ello significó un incremento de 0.04 puntos porcentuales con relación a la cifra que se registró en junio. Entre los subíndices que integran al INPP, destacó la reducción en la tasa de crecimiento anual que se observó en los genéricos relacionados con el transporte, tanto aéreo como el terrestre de pasajeros.

Gráfica 8
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo



3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Entorno Externo

La actividad económica global se mantuvo fuerte durante el tercer trimestre de 2007, a juzgar por el comportamiento de los indicadores oportunos disponibles, los cuales sugieren que el vigor de la expansión en las economías emergentes compensó cierta pérdida de dinamismo en las avanzadas. Sin embargo, la reciente alteración en el funcionamiento de los mercados de crédito ha acentuado los riesgos a la baja, particularmente en Estados Unidos. Si bien las expectativas de inflación global se mantuvieron contenidas durante el trimestre, en diversas economías se observaron mayores presiones inflacionarias derivadas de una fuerte expansión del gasto interno, el aumento en los precios del petróleo y alzas adicionales en los precios de los alimentos, entre otros factores. En los mercados financieros internacionales, el agravamiento de los problemas en el mercado hipotecario de calidad inferior en Estados Unidos fue seguido por una pérdida de confianza y una crisis de liquidez. Estos fenómenos se propagaron a otros mercados y dieron lugar a una percepción de un mayor riesgo crediticio global. A pesar de que las acciones instrumentadas por los bancos centrales han tranquilizado a los mercados, la incertidumbre no se ha disipado y persiste la preocupación por el posible impacto de estos eventos en la economía mundial.

3.1.1. Actividad Económica Global

Durante el segundo trimestre de 2007, la economía de Estados Unidos continuó mostrando un crecimiento por debajo del potencial. El PIB registró un incremento trimestral anualizado de 3.8 por ciento (0.6 por ciento en el periodo enero-marzo), pero esta cifra no permite una evaluación adecuada de la fortaleza de la economía, en virtud de las marcadas fluctuaciones trimestre a trimestre del crecimiento del PIB en fechas recientes. La tasa de crecimiento anual del PIB, de mayor valor informativo para evaluar la tendencia de la actividad económica bajo las circunstancias actuales, se ubicó en 1.9 por ciento en ese lapso (1.5 por ciento en el primer trimestre).

La actividad económica parece haber mostrado un incremento moderado en el periodo julio-septiembre. La información oportuna sugiere una expansión del gasto agregado, a pesar de una contracción adicional de la inversión residencial. Los distintos indicadores para el sector residencial mostraron un marcado deterioro durante el trimestre, lo que resultó en un debilitamiento significativo de los precios de los bienes inmuebles. Por otra parte, si bien la trayectoria de los nuevos pedidos de bienes de capital sugiere una expansión modesta de la inversión no residencial, las exportaciones netas aumentaron de manera significativa bajo el estímulo de la depreciación cambiaria. Además, el consumo parece haber continuado expandiéndose a una tasa similar a la registrada en la primera mitad del año, aunque los riesgos se han incrementado ante la disminución de la riqueza inmobiliaria y el menor crecimiento del empleo.

Cabe destacar que es todavía demasiado pronto para evaluar el posible impacto sobre la economía del reciente episodio de turbulencia en los mercados financieros. Es de esperarse un efecto significativo sobre el ritmo de crecimiento

del PIB, en virtud de la incidencia directa de la crisis sobre la inversión residencial y de su impacto indirecto sobre diversas variables, al propiciar condiciones de mayor astringencia crediticia. Sin embargo, el carácter inusual de la crisis dificulta la evaluación de la magnitud y duración de sus efectos. En este contexto, los analistas han venido revisando a la baja sus previsiones de crecimiento para el segundo semestre del año y, más marcadamente, para la primera mitad de 2008. Así, se espera una trayectoria débil de la actividad económica en el cuarto trimestre de 2007 y un crecimiento del PIB durante el año de alrededor de 2.0 por ciento, esto es, por debajo de su potencial.

En otras economías avanzadas también se observaron indicios de una menor fortaleza del crecimiento económico. En la zona del euro, si bien la desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre (2.5 por ciento a tasa anual contra 3.1 por ciento en el trimestre anterior) podría ser transitoria, persiste la incertidumbre acerca del impacto sobre la actividad económica del apretamiento de las condiciones en los mercados internacionales de crédito –que se ha reflejado en caídas recientes en los índices de confianza– y de la apreciación del euro. En Japón, la tasa anual de crecimiento del PIB mostró una desaceleración en el periodo abril-junio (de 2.6 por ciento en el primer trimestre a 1.6 por ciento en el segundo) y los indicadores oportunos sugieren una expansión moderada en el tercer trimestre.

Por su parte, las principales economías emergentes siguieron mostrando un crecimiento vigoroso. En el tercer trimestre de 2007, el PIB de China se expandió a una tasa anual de 11.5 por ciento. En este contexto, se espera que en 2007 la mayor contribución al crecimiento mundial (en términos de PIB ajustado por paridad de poder de compra) provenga nuevamente de la economía china. También las economías de la India y Rusia continuaron creciendo a tasas elevadas en ese lapso.

En América Latina, la actividad económica se mantuvo robusta durante el periodo julio-septiembre, pero se espera que en 2007 el ritmo de expansión se modere. Lo anterior reflejaría en parte el impacto en algunas economías de la desaceleración de la actividad económica en Estados Unidos. A diferencia de lo que se observa en otras economías latinoamericanas, los analistas esperan que tanto en Brasil como en Chile el ritmo de crecimiento del PIB sea mayor en 2007 que durante el año anterior.

3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

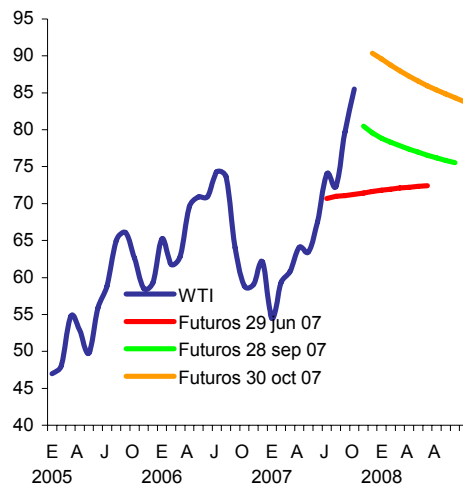
Los precios del petróleo continuaron al alza durante el tercer trimestre, alcanzando el precio del West Texas Intermediate (WTI) un máximo histórico a finales de septiembre. En promedio, el WTI se cotizó en 75 dólares por barril, esto es, alrededor de 10 dólares por encima de su promedio en el trimestre anterior. Las cotizaciones se vieron influidas por un crecimiento sólido de la demanda, condiciones más restrictivas de oferta –asociadas al resurgimiento de riesgos geopolíticos, a un menor crecimiento de la producción de los países no miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) y al impacto de la temporada de huracanes en el Océano Atlántico–, y una disminución en el nivel de inventarios de crudo. Cabe señalar que los precios repuntaron a pesar de las preocupaciones latentes sobre la posibilidad de un menor crecimiento de la economía mundial y del anuncio, a mediados del mes de septiembre, de un aumento en la cuota de producción de la OPEP de 500 mil barriles diarios a partir del primero de noviembre de este año. Los precios del petróleo continuaron

aumentando durante el mes de octubre. El precio del WTI alcanzó un nuevo máximo histórico el día 29 de ese mes, de 93.5 dólares por barril, en respuesta principalmente a un acrecentamiento de las tensiones geopolíticas en el Medio Oriente y a la percepción de un desequilibrio entre las condiciones de oferta y demanda en vísperas de la próxima temporada de invierno.

El índice de precios de los productos primarios no petroleros publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) se incrementó nuevamente durante el tercer trimestre (13 por ciento a tasa anual), si bien a un ritmo inferior al observado en el trimestre anterior (19.4 por ciento). Dicho índice ha venido mostrando incrementos significativos en los últimos 5 años, registrando un avance promedio al año de 15.2 por ciento en dicho lapso.

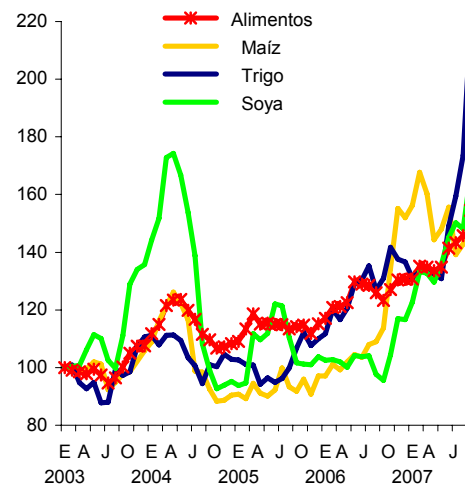
Gráfica 9
Precios de Productos Primarios

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



Fuente: Bloomberg.

b) Precios de Productos Primarios
 Índices 1995=100



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

El incremento del índice de precios de los productos primarios no petroleros en los últimos meses respondió fundamentalmente al componente de alimentos, que representa casi el 42 por ciento del índice y aumentó a una tasa anual de 17.4 por ciento en el tercer trimestre, contra 7.5 por ciento en el segundo (Gráfica 9). Por su parte, el ritmo de crecimiento de los precios de los metales básicos se moderó. Si bien la tasa anual de crecimiento para los precios de los metales básicos se mantiene elevada (14.3 por ciento en el tercer trimestre), el nivel del índice para dichos productos registró un descenso de casi 14.5 por ciento de su pico en mayo a septiembre (para mayor detalle ver la sección 3.3.3 de este Informe).

Al finalizar el tercer trimestre, como resultado del repunte en los precios de los alimentos y la energía, la inflación general al consumidor en Estados Unidos alcanzó su tasa anual más alta durante 2007 (2.8 por ciento), después de haber registrado su valor más bajo en agosto (2 por ciento). El índice subyacente, que excluye alimentos y energía, registró una variación anual de 2.1 por ciento en septiembre, cifra muy por debajo del pico alcanzado en septiembre de 2006 (2.9 por ciento). Lo anterior refleja, en buena medida, los moderados incrementos de



los costos salariales, no obstante que la tasa de desempleo se mantiene reducida. Por otra parte, los aumentos en el costo de la energía y los alimentos y la depreciación del dólar, no han incidido mayormente sobre las expectativas inflacionarias de largo plazo, las cuales se mantienen bien ancladas.

En la zona del euro, la inflación medida por los precios al consumidor se ubicó en septiembre (2.1 por ciento a tasa anual) por encima del valor de referencia (poco menos de 2 por ciento) establecido por el Banco Central Europeo (BCE), después de haberse mantenido por debajo de dicho valor durante 12 meses. El repunte obedece, en buena medida, al reciente incremento en los precios del petróleo y al efecto de un bajo periodo de comparación el año previo. El BCE considera que la tasa de inflación se mantendrá significativamente por encima de 2 por ciento durante los últimos meses de este año. En Japón, el índice general de precios al consumidor registró nuevamente una variación negativa a tasa anual en septiembre (-0.2 por ciento).

En diversas economías emergentes se han observado mayores presiones inflacionarias en meses recientes. Lo anterior refleja una combinación de factores, entre los que destacan el fuerte crecimiento de sus economías, el incremento de los precios de los productos primarios, particularmente el petróleo y los alimentos, y que en estos países la participación de los alimentos en sus índices de precios es mayor. Cabe destacar el caso de China, donde la inflación al consumidor aumentó de un mínimo de 0.8 por ciento en marzo de 2006 a 6.2 por ciento en septiembre de 2007. También algunos países latinoamericanos han resentido un aumento de la tasa de inflación en los últimos meses.

3.1.3. Mercados Financieros

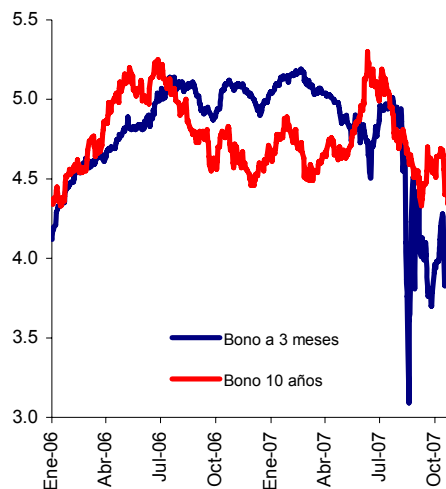
Las condiciones en los mercados financieros de diversas economías avanzadas resintieron un deterioro desde finales de junio, que derivó en una crisis de liquidez a partir de la primera semana de agosto.

La intensificación de los problemas en la recuperación de cartera hipotecaria de baja calidad crediticia en Estados Unidos a finales del segundo trimestre, dio lugar a una creciente preocupación sobre la fortaleza de los valores respaldados por este tipo de hipotecas. La subsecuente contracción en el financiamiento mediante dichos instrumentos afectó a diversos intermediarios financieros con una elevada exposición a los mismos. Las pérdidas iniciales sufridas por algunos inversionistas resultaron sorpresivas y revelaron las dificultades para evaluar con precisión los riesgos contenidos en ciertos derivados crediticios. Además, el problema afectó a instituciones financieras de otros países, especialmente europeos. La rápida contracción en el financiamiento a través de obligaciones colateralizadas, forzó a diversos intermediarios a buscar resarcir su posición de liquidez mediante la venta de otros activos o recurriendo a líneas de crédito contingentes otorgadas por bancos. La incertidumbre acerca de cuáles intermediarios habrían sufrido pérdidas que pusieran en duda su solvencia, así como la rápida expansión forzada del crédito extendido por diversos bancos, dio lugar a una creciente preocupación por el riesgo de contraparte en diversas operaciones en los mercados financieros y acentuó la búsqueda de liquidez y seguridad por parte de los inversionistas. De esta forma, la alteración en el funcionamiento del mercado de crédito se propagó con rapidez más allá de la fuente original del problema, dando lugar a la percepción de un mayor riesgo crediticio global. En este contexto, la contracción en la

disponibilidad de crédito para financiar activos hipotecarios de mayor riesgo se extendió a otros activos hipotecarios, al mercado de bonos corporativos y al mercado interbancario, si bien el contagio varió de un activo a otro. Al mismo tiempo, los rendimientos sobre instrumentos del Tesoro de Estados Unidos registraron una notable disminución, particularmente los de corto plazo, a medida que los participantes en los mercados buscaban inversiones más líquidas y seguras (Gráfica 10).

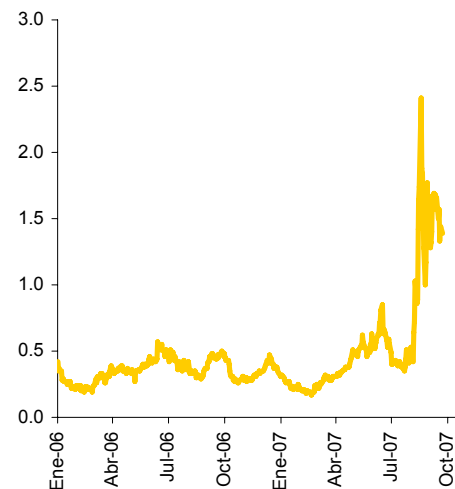
Gráfica 10
EUA: Tasas de Interés
 Por ciento anual

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



Fuente: Bloomberg.

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



Fuente: Bloomberg.

La respuesta de los principales bancos centrales ante la alteración en el funcionamiento normal de los mercados de crédito se centró inicialmente en proveer de liquidez al sistema bancario. Para cumplir con dicho propósito, diversos bancos centrales ampliaron los plazos de sus operaciones de redescuento y el tipo de papel aceptado en las mismas, y en algunos casos redujeron su costo.² El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC por sus siglas en inglés) había mantenido casi inalterado su balance de riesgos y la pausa en las acciones de política monetaria se había extendido hasta su reunión de agosto. No obstante, en su sesión de septiembre el FOMC decidió reducir en 50 puntos base el nivel objetivo para la tasa de fondos federales, y advirtió sobre riesgos significativos a la baja para la actividad económica derivados de los problemas en los mercados financieros. Por su parte, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón decidieron en agosto mantener sin cambio sus tasas de referencia.

Si bien hacia finales de octubre la situación había mejorado, la incertidumbre no se había disipado totalmente, como lo sugiere el elevado

² Desde el 9 de agosto, el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Banco Central Europeo y el Banco de Japón inyectaron considerables montos de recursos a sus sistemas financieros. Los bancos centrales de Australia y Canadá también intervinieron. Como una medida complementaria, en agosto 17 la Reserva Federal redujo en medio punto porcentual su tasa de descuento a 5.75 por ciento, a la vez que relajaba las condiciones de plazo en las operaciones de redescuento con los bancos privados.

diferencial entre la tasa de interés interbancaria en el mercado del eurodólar y los rendimientos sobre instrumentos del Tesoro de Estados Unidos. Ante el riesgo de un impacto sobre la actividad económica, la alteración en los mercados modificó las expectativas sobre las acciones del Banco de la Reserva Federal, reflejándose en la curva de futuros para la tasa de fondos federales.

Los eventos del trimestre modificaron la perspectiva para la política monetaria no sólo en Estados Unidos, sino también en la zona del euro y el Reino Unido. Sin embargo, dicho cambio no fue generalizado. Tanto las economías emergentes como algunas economías avanzadas no resultaron mayormente afectadas por la reciente crisis y varias de ellas continuaron haciendo frente a presiones inflacionarias de consideración. Así, diversos bancos centrales siguieron incrementando sus tasas de referencia durante el tercer trimestre y mantuvieron un balance de riesgos al alza para la inflación (Cuadro 4).

Cuadro 4
Cambios en la Postura Monetaria

	Tasa de Política		Cambios Primer semestre 07	Cambios 2007-III	Inflación Anual y Objetivo ^{1/}	Riesgos Inflación	Factores que influyen en los riesgos al alza
	Nivel al 30/10/07	Cambios 2006					
Canadá	4½	(+) 1	=	(+) ¼	2.5	2±1	Balanceados
Estados Unidos	4¾	(+) 1	=	(-) ½	2.8	n.a.	Al alza
Noruega	5	(+) 1¼	(+) 1	(+) ½	-0.3	2.5	Al alza
Reino Unido	5¾	(+) ½	(+) ½	(+) ¼	1.8	2	Balanceados
Suecia	4	(+) 1½	(+) ½	(+) ¼	2.2	2±1	Al alza
Suiza	2¼ - 3¼	(+) 1	(+) ½	(+) ¼	0.7	<2	Al alza
Zona del euro	4	(+) 1¼	(+) ½	=	2.1	<2	Al alza
Australia	6½	(+) ¾	=	(+) ¼	1.9	2-3	Al alza
Nueva Zelandia	8¾	=	(+) ¾	(+) ¼	1.8	1-3	Al alza
Corea	5	(+) ¾	=	(+) ½	2.3	3±0.5	Balanceados
China ^{2/}	7.29	(+) 0.54	(+) 0.45	(+) 0.72	6.2	n.a.	Al alza
Malasia	3½	(+) ½	=	=	1.8	n.a.	Balanceados
Tailandia	3¾	(+) 1	(-) 1½	(-) ¼	2.1	0-3.5	Al alza
Taiwán	3¾	(+) ½	(+) ¾	(+) ¼	3.1	n.a.	Al alza
Rusia	10	(-) 1	(-) 1	=	9.4	6.5-8	Al alza
Brasil	11¼	(-) 4 ¾	(-) 1 ¼	(-) ¾	4.2	4.5±2	Al alza
Colombia	9¼	(+) 1½	(+) 1 ½	(+) ¼	5.0	3.5-4.5	Al alza
Chile	5¾	(+) ¾	(-) ¼	(+) ¾	5.8	3±1	Al alza
Perú	5	(+) 1¼	=	(+) ½	2.8	2±1	Al alza
Sudáfrica	10 ½	(+) 2	(+) ½	(+) ½	7.5	3-6	Al alza

^{1/} Las cifras de inflación y tasas de interés se reportan en por ciento. Los datos de inflación corresponden al mes de septiembre para todos los países.

^{2/} La tasa de política se refiere a la tasa aplicable por las instituciones financieras a los préstamos a un año.

Fuente: Sitios oficiales de los países referidos.

n.a.: no aplica

Los mercados accionarios de las economías avanzadas registraron caídas abruptas al inicio de la crisis de liquidez, si bien las pérdidas fueron pequeñas en comparación con pasados episodios de volatilidad y éstas se habían revertido en su mayor parte hacia el final del tercer trimestre. Por otra parte, la tendencia a la depreciación del dólar se reafirmó desde el inicio de la crisis de liquidez en los mercados de crédito. El tipo de cambio efectivo del dólar había recuperado terreno a principios del tercer trimestre; sin embargo, de la primera semana de agosto al cierre de septiembre el índice efectivo frente a las

principales monedas había acumulado una baja de 3.3 por ciento, alcanzando su valor mínimo en 45 años el 20 de septiembre.³ El euro resintió cierto debilitamiento al darse a conocer las pérdidas sufridas por algunos intermediarios europeos sobre sus inversiones en valores hipotecarios de Estados Unidos, para después elevar su cotización respecto al dólar a un nuevo máximo histórico a finales del tercer trimestre.

Las condiciones financieras para las economías emergentes no sufrieron un impacto tan notable como en las economías avanzadas. La disminución en el apetito por riesgo se reflejó en un aumento en los diferenciales sobre la deuda soberana de estos países, pero el ajuste fue menor al sufrido por la deuda de alto rendimiento de corporativos de Estados Unidos y al registrado durante anteriores periodos de turbulencia. En este contexto, los diferenciales de riesgo soberano se mantuvieron cerca de mínimos históricos. Por otra parte, a diferencia de episodios anteriores de incertidumbre, el desempeño de los mercados accionarios en las economías emergentes no ha sido más desfavorable que en las avanzadas. Además, diversos índices de mercados emergentes habían superado desde principios de octubre sus picos previos. Este desempeño se debió, entre otros factores, a una reducida exposición de estos países a valores hipotecarios de Estados Unidos y a la mejora de sus condiciones económicas fundamentales durante los últimos años.

3.1.4. Perspectivas

Las perspectivas de crecimiento en las economías avanzadas se han venido revisando a la baja desde el inicio del tercer trimestre. La crisis de liquidez que afectó a los mercados de crédito incrementó la incertidumbre sobre el curso de estas economías y, especialmente, de la estadounidense. Por una parte, aún es temprano para ver reflejada la totalidad de su impacto en el sector real y, por la otra, el carácter inusual de los eventos recientes hace difícil anticipar con precisión sus posibles efectos. Aunque la posibilidad de una recesión en Estados Unidos se considera baja, los riesgos a la baja para la actividad económica han aumentado, tanto por los factores antes mencionados como por la posibilidad de que la debilidad en el sector residencial se extienda a otras partes de la economía, si bien no hay hasta ahora evidencia directa de que ello esté ocurriendo.

El riesgo de un repunte en la inflación mundial parece haber disminuido, ante la expectativa de que la pérdida de vigor del ritmo de expansión en Estados Unidos y otros países avanzados se refleje en una menor presión sobre el grado de utilización de los recursos productivos. Empero, los riesgos no han desaparecido, ya que los precios de la energía se mantienen muy elevados y continúa el ascenso de los precios de los alimentos. La depreciación cambiaria es otro factor que contribuye a los riesgos inflacionarios para Estados Unidos. Además, en varios países se observan presiones de demanda sobre la inflación.

Por otra parte, el reajuste en curso en el ritmo de expansión de diversas economías, junto con la depreciación acumulada del dólar, crean un entorno más favorable para la resolución ordenada de los desequilibrios globales en cuenta corriente. No obstante, las implicaciones de la reciente crisis de liquidez para el

³ El tipo de cambio efectivo frente a las principales monedas elaborado por la Reserva Federal, es un promedio de las cotizaciones del dólar frente a las monedas de 7 países, ponderando dichas cotizaciones por la importancia del comercio del país correspondiente con Estados Unidos. El 30 de octubre, el tipo de cambio efectivo del dólar alcanzó un nuevo mínimo.

financiamiento del déficit en cuenta corriente de Estados Unidos son todavía inciertas.

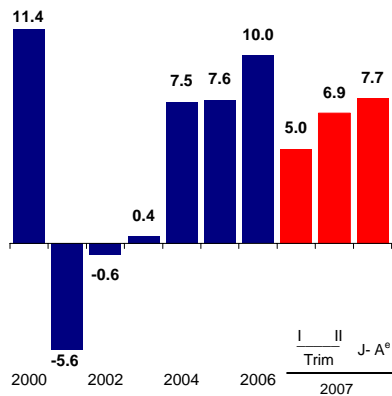
3.2. Oferta y Demanda Agregadas en México

En el tercer trimestre de 2007 la actividad económica en el país tuvo un crecimiento anual, que resultó superior al observado en el segundo trimestre. En general, tanto la evolución de la demanda agregada como de la producción fueron afectadas por el entorno externo, mismo que se caracterizó principalmente por dos aspectos. Por un lado, por la fase de crecimiento moderado que atravesó el ciclo económico en Estados Unidos. Por otro lado, en el referido entorno sobresalió un dinamismo significativo de la demanda externa proveniente del resto del mundo (mercado no estadounidense).

En general, el comportamiento que mostró la demanda agregada durante el tercer trimestre se caracterizó por los siguientes factores: i) el crecimiento de la demanda interna fue ligeramente mayor que el registrado en el primer semestre; ii) tal evolución de la demanda interna se originó de un gasto de consumo cuyo crecimiento anual en el tercer trimestre superó al observado en el primer semestre⁴ y una expansión anual de la inversión que resultó cercana en ambos periodos (Gráfica 11a);⁵ iii) el crecimiento de las exportaciones de bienes y servicios y, particularmente, el correspondiente a bienes, presentó un incremento más elevado que el alcanzado en la primera mitad del año.

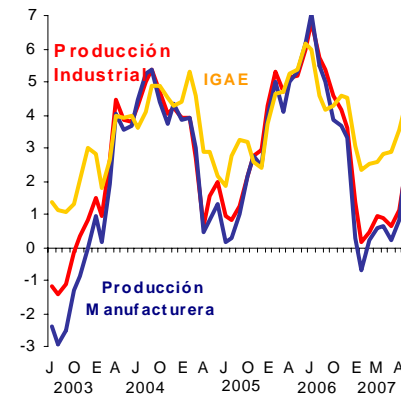
Gráfica 11
Indicadores de Demanda Interna y de Producción

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



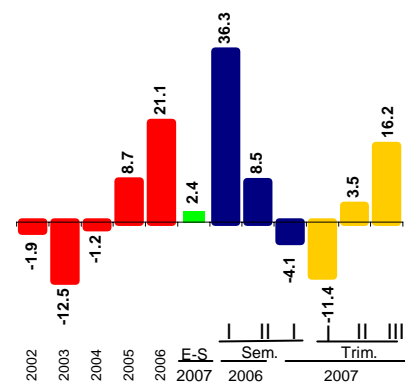
e: Estimado.
Fuente: INEGI.

b) IGAE y Producción Industrial
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados y promedio móvil de dos meses



Fuente: INEGI.

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



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

La mejoría que presentó el crecimiento del producto en el tercer trimestre fue impulsada por la demanda externa, a pesar de que diversos

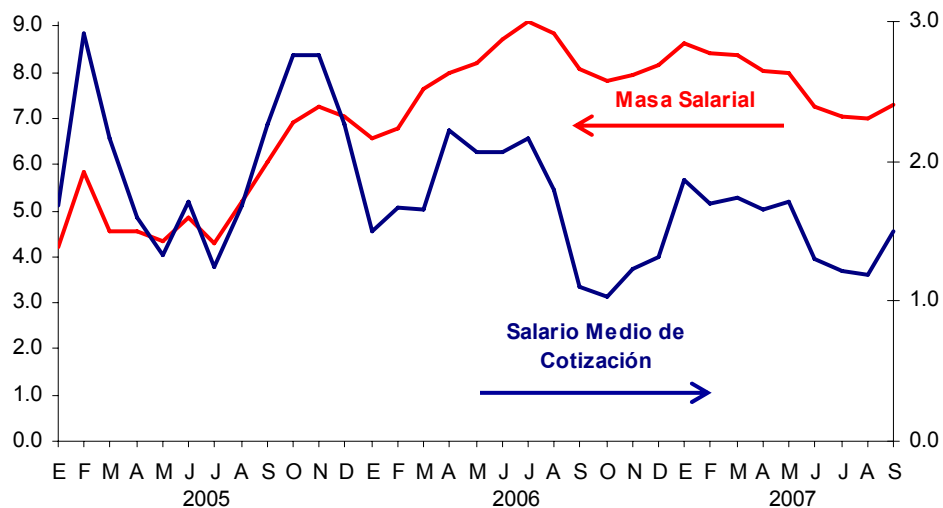
⁴ En los indicadores de consumo privado destaca que las ventas de la ANTAD (incluyendo a Wal-Mart) en el tercer trimestre presentaron un crecimiento anual de 9.2 por ciento, tasa que se compara con alzas de 11.8 y 9.1 por ciento en el primero y segundo trimestres del año y de 14.7 por ciento en todo 2006.

⁵ Se estima que en el bimestre julio-agosto la inversión haya mostrado un incremento anual de 7.7 por ciento, luego de crecimientos respectivos de 5 y 6.9 por ciento en el primero y segundo trimestres del año (10 por ciento en todo 2006).

aspectos del entorno externo no resultaron positivos para la actividad económica. Entre éstos se tiene a los siguientes: i) se mantuvo en su conjunto la desaceleración de la demanda proveniente de Estados Unidos, como resultado de la combinación de una mejoría de las exportaciones del sector automotriz y de una falta de dinamismo del resto de las exportaciones no petroleras; ii) el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares presentó un ligero incremento anual, lo que implicó que la contribución de dicha variable a la expansión del consumo privado haya sido reducida; y, iii) en los mercados internacionales presentaron alzas en 2006 y 2007 los precios de varios productos primarios de origen agropecuario que México importa, incluyendo los de diversos alimentos. En contraste con lo anterior, un aspecto positivo del entorno externo fue que en el tercer trimestre la demanda proveniente del resto del mundo (mercado no estadounidense) presentó un dinamismo importante, que favoreció al crecimiento de la producción manufacturera.

Diversos factores de origen interno posiblemente contribuyeron a limitar en el tercer trimestre la expansión del consumo privado. Por un lado, si bien el financiamiento a dicho gasto (incluyendo vivienda) se mantuvo creciendo a tasas anuales elevadas en términos reales, estas fueron menores a las registradas previamente. Por el otro, el consumo también pudo haber sido afectado por la desaceleración que registró la masa salarial en términos reales con relación a su crecimiento en la primera mitad del año, principalmente en el sector formal de la economía (Gráfica 12). Esto último reflejó tanto una moderación de las remuneraciones reales, como un menor crecimiento de la generación de empleos.⁶

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



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

En la evolución de la oferta agregada en el tercer trimestre de 2007 cabe destacar, por un lado, un crecimiento del PIB mayor al registrado en los

⁶ Durante el tercer trimestre de 2007 en el sector formal de la economía la masa salarial en términos reales mostró un crecimiento anual de 7.1 por ciento, luego de aumentos respectivos de 8.5 y 7.8 por ciento en el primero y segundo trimestres del año. En el caso del salario medio de cotización en el IMSS su incremento anual en términos reales en el tercer trimestre se situó en 1.3 por ciento, mientras que en el primero y segundo presentó alzas respectivas de 1.8 y 1.6 por ciento.

primeros dos trimestres del año;⁷ y, por otro, un incremento de las importaciones de bienes y servicios que resultó superior que el observado en el primer semestre, sobresaliendo el alza de las adquisiciones en el exterior de bienes intermedios. Desde una perspectiva sectorial, la expansión del PIB en el trimestre se derivó de incrementos anuales en los tres sectores que lo integran, resultando más elevados en los servicios y en el sector agropecuario que en el industrial.

En el trimestre de referencia también se presentaron incidentes que afectaron de manera adversa a la producción. Así, ciertos eventos climáticos tuvieron una repercusión negativa sobre la producción agropecuaria. También, los ataques perpetrados a instalaciones de PEMEX implicaron la interrupción por unos días durante septiembre del suministro de gas natural en diez entidades del país, lo que repercutió sobre su actividad económica, especialmente en el caso de la industria manufacturera.⁸

La producción industrial registró en el tercer trimestre de 2007 un crecimiento anual modesto, si bien ello representó una mejoría significativa con relación a los dos primeros trimestres del año (Gráfica 11b).⁹ El avance se originó fundamentalmente en su sector más importante, que es la industria manufacturera, lo que reflejó en buena medida una recuperación de la industria automotriz (Gráfica 11c), que se sustentó principalmente en el comportamiento de la demanda externa. En dicha industria la producción de vehículos para el mercado nacional cayó a tasa anual, en respuesta a una contracción de las ventas internas. Esto último ha estado asociado a un fuerte aumento de la importación de unidades usadas.

Con base en lo anterior, y tomando en consideración el desempeño de otros indicadores de la actividad económica, se estima que el crecimiento a tasa anual del PIB en el tercer trimestre de 2007 haya resultado cercano a 4 por ciento, luego de que en la primera mitad del año su expansión fue de 2.7 por ciento.

La expansión de la actividad económica registrada a lo largo de 2007 no ha implicado presiones sobre la capacidad de producción de la economía, que pudieran haberse traducido en presiones sobre los precios. Al respecto, cabe destacar lo siguiente: i) el crecimiento anual en el trimestre tanto del producto como del gasto interno fue moderado, lo que dio lugar a que no se ampliara la brecha en el ritmo de expansión de esos dos rubros; ii) el crecimiento del producto en el tercer trimestre resultó cercano al crecimiento potencial estimado de la economía, al tiempo que los indicadores de brecha del producto se ubicaron en términos generales en niveles cercanos a cero; iii) en el caso particular de la industria manufacturera, la modesta expansión que ha registrado en el presente año no se ha originado en la demanda interna, sino fundamentalmente en la del exterior; y, iv) en los años recientes la capacidad de producción del país se ha

⁷ En los indicadores de producto destaca que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró en el bimestre julio- agosto de 2007 un crecimiento anual de 4.6 por ciento (3.1 por ciento en los primeros ocho meses del año). Dicha tasa se derivó de alzas en los tres sectores que lo integran: el industrial se incrementó 2.4 por ciento, los servicios 5.3 por ciento y el agropecuario 8.3 por ciento.

⁸ Las entidades afectadas fueron Aguascalientes, Distrito Federal, Guanajuato, Jalisco, Estado de México, Michoacán, Puebla, Querétaro, San Luis Potosí y Tlaxcala. Estos diez estados generan más del 50 por ciento de la producción manufacturera del país.

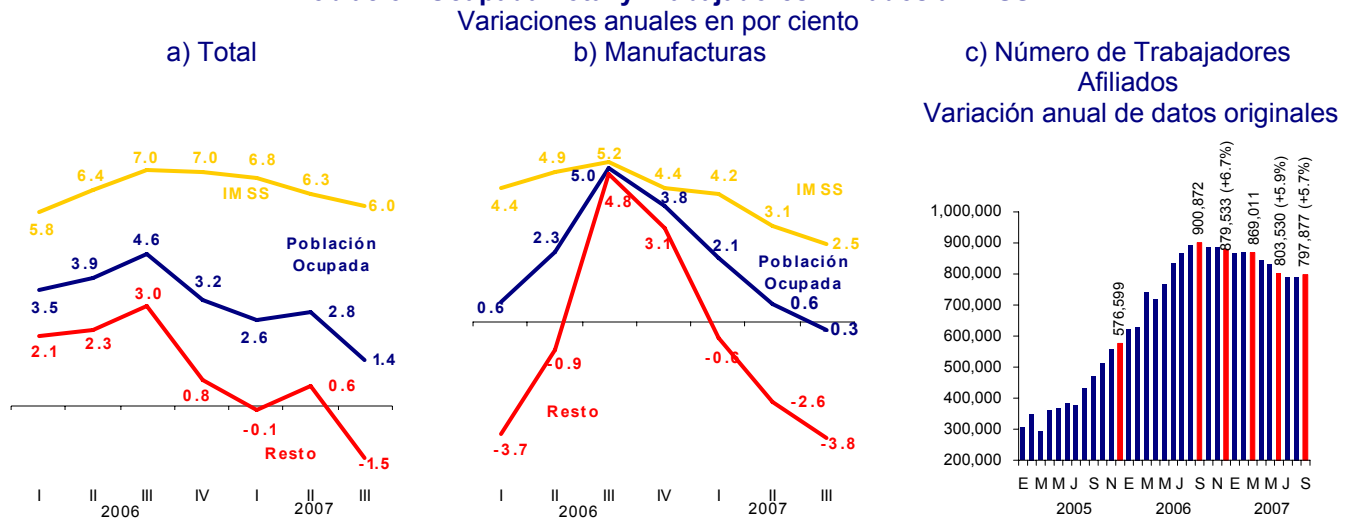
⁹ El crecimiento de la producción industrial en el bimestre julio-agosto de 2007 de 2.4 por ciento, se compara con la tasa de 0.6 por ciento observada en el primer semestre del año. El avance en dicho bimestre reflejó el desempeño del sector manufacturero que creció 2.7 por ciento a tasa anual, luego de que en el primero y segundo trimestres su variación había resultado de -0.2 y 0.4 por ciento.

fortalecido de manera importante, debido al aumento que ha registrado el gasto de inversión. Ello ha permitido incrementar el acervo de capital y que éste sea más moderno y productivo.

3.2.1. Empleo

Durante el tercer trimestre de 2007 se atenuó el ritmo de generación de empleo en la economía en su conjunto, si bien únicamente de manera ligera en el sector formal. Así, la mejoría que registró el ritmo de crecimiento del producto en dicho trimestre frente al observado en la primera mitad del año, no dio lugar a un mayor fortalecimiento de la demanda por trabajo. Lo anterior se desprende de los resultados de la Encuesta Nacional de Empleo, que recaba el INEGI y que muestran que la tasa de crecimiento de la población ocupada en el país se ha moderado durante el presente año (Gráfica 13a y b). En general, la evolución del mercado laboral durante el tercer trimestre de 2007 se caracterizó por los siguientes aspectos: i) el aumento del empleo en el sector formal continuó siendo significativo, medido mediante el número de trabajadores afiliados al IMSS.¹⁰ No obstante, este indicador presentó una ligera desaceleración (Gráfica 13c); ii) el incremento de la generación de empleo formal siguió siendo más elevado en las ocupaciones eventuales urbanas que en las permanentes;¹¹ y, iii) la moderación mostrada por el ritmo de crecimiento del empleo total en el país ha comprendido a varios sectores económicos, pero ha sido más acentuada en el manufacturero (Gráfica 13b).

Gráfica 13
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 secundarios y servicios. De este último se excluye al gobierno y a los organismos internacionales. Las cifras de Población Ocupada del tercer trimestre de 2007 son estimadas por el 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.

El ritmo de crecimiento anual del número de trabajadores afiliados al IMSS al cierre del tercer trimestre continuó siendo importante en varias

¹⁰ En anteriores Informes se ha señalado que es posible que el alza en el número de trabajadores afiliados al IMSS también esté reflejando los resultados de un mayor esfuerzo de fiscalización por parte de ese instituto. Ello considerando que el crecimiento anual de ese indicador de empleo formal ha estado superando de manera significativa al que ha registrado el producto.

¹¹ Al concluir septiembre de 2007 el referido incremento anual del número de trabajadores afiliados al IMSS, se integró de 382,769 trabajadores permanentes (48 por ciento de la variación total) y 415,108 eventuales urbanos (52 por ciento del total).

actividades del sector terciario, tales como el comercio (170,115 trabajadores y un aumento de 6.3 por ciento anual), los servicios para empresas, personas y hogares (308,339 trabajadores y 9.9 por ciento) y los servicios sociales y comunales (59,430 personas y 3.9 por ciento). Por su parte, en la industria manufacturera el incremento de los trabajadores afiliados resultó al cierre del tercer trimestre de 109,364 personas (2.7 por ciento), luego de haber alcanzado alzas respectivas de 157,150 y 101,259 trabajadores (4.1 y 2.6 por ciento) al cierre del año pasado y de junio de 2007.

3.2.2. Sector Externo

En el tercer trimestre de 2007 la cuenta corriente de la balanza de pagos mostró un saldo deficitario moderado, que resultó superior al registrado en igual trimestre del año pasado. El aumento de ese saldo se explica principalmente por los siguientes factores: a) la ligera mejoría que presentó en dicho trimestre el crecimiento del gasto interno y de la producción, lo cual implicó una expansión de las importaciones de mercancías, principalmente, de las de bienes intermedios; y, b) un incremento importante en su comparación anual de los valores unitarios o precios medios de importación de un conjunto de materias primas de origen agropecuario y de diversos alimentos, que elevó el valor de las adquisiciones en el exterior.¹²

En general, en la evolución del sector externo de la economía mexicana en el tercer trimestre de 2007, cabe destacar los siguientes aspectos:

- i) Las exportaciones no petroleras presentaron un crecimiento que superó al registrado en los dos primeros trimestres del año.¹³ Dicha mejoría reflejó en parte un repunte de las efectuadas por el sector automotriz. Este último contrasta con la reducción que mostraron tales exportaciones en el primer semestre del año.¹⁴
- ii) En términos regionales la expansión en el tercer trimestre de las exportaciones no petroleras (11 por ciento) se originó, al igual que ocurrió en el primer semestre del año, de la combinación de un crecimiento moderado de las destinadas a Estados Unidos (alza de 7.2 por ciento) y un fuerte aumento de las dirigidas al resto del mundo (incremento de 32.1 por ciento, Gráfica 14a y b).
- iii) El valor de las exportaciones petroleras registró una tasa anual positiva, luego de haber mostrado caídas en los tres trimestres precedentes. Ese resultado es atribuible al aumento que mostró el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo, toda vez que en su comparación anual el

¹² En el periodo enero-septiembre de 2007 el valor de las importaciones de México de 127 productos que son insumos de origen agropecuario o alimentos seleccionados fue de 8,751 millones de dólares. En ese lapso el valor unitario de tales adquisiciones superó en 25.3 por ciento al registrado en 2005, periodo en que dichos valores en promedio mostraron estabilidad. Ello implicó un encarecimiento de tales importaciones de 1,759 millones de dólares con relación al monto resultante de mantener sin cambio los precios unitarios observados en 2005.

¹³ Las exportaciones totales registraron en el tercer trimestre de 2007 un crecimiento anual de 11.1 por ciento (4.3 por ciento en el primer semestre del año). Dicha tasa se derivó de incrementos anuales de 11.9 por ciento de las exportaciones petroleras (-8.4 por ciento en el primer semestre) y 11 por ciento de las no petroleras (6.9 por ciento en la primera mitad de 2007).

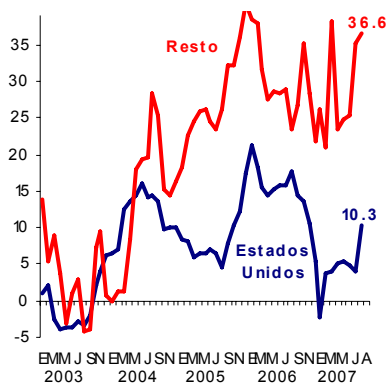
¹⁴ El valor de las exportaciones del sector automotriz creció en el tercer trimestre en 18.3 por ciento a tasa anual, luego de que había disminuido -1.1 por ciento en el primer semestre (variaciones respectivas de -5.8 y 3.4 por ciento en el primero y segundo trimestres). Cabe señalar que en los primeros nueve meses de 2007 el 76 por ciento de los vehículos exportados se canalizaron al mercado de Estados Unidos.

volumen de crudo exportado permaneció prácticamente sin cambio. Por otra parte, en el comercio exterior de productos petroleros siguió sobresaliendo la importación de gasolina, cuyo monto en los primeros nueve meses del presente año fue equivalente a 27.4 por ciento del valor de las exportaciones de crudo.

En el tercer trimestre del presente año la entrada de recursos al país por concepto de remesas familiares sumó 6,339 millones de dólares, con un incremento anual de 2.7 por ciento, luego de que dicho ingreso había aumentado ligeramente en el primer semestre del año (0.7 por ciento; Gráfica 14c). El resultado anterior implicó que en los primeros nueve meses de 2007 las remesas familiares ascendieran a 18,198 millones de dólares, monto que representó un aumento de 1.4 por ciento con respecto al dato del periodo comparable de 2006.

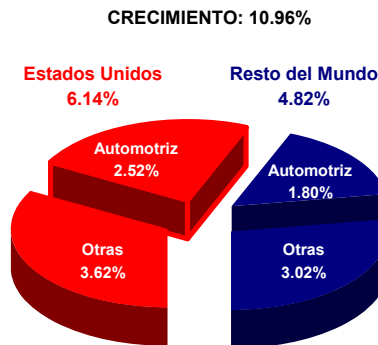
Gráfica 14
Indicadores del Sector Externo

a) Exportaciones No Petroleras a Estados Unidos y el Resto del Mundo
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados^{1/}



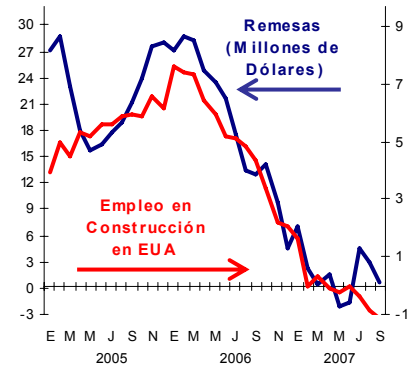
1/ Promedio móvil de dos meses, excepto en 2007.
Fuente: Banco de México.

b) Contribución de Distintos Mercados al Crecimiento de las Exportaciones No Petroleras: III Trimestre de 2007
Por cientos



Fuente: Banco de México.

c) 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/ Promedio móvil de dos meses, excepto en 2007.
Fuente: Banco de México y Buró de Estadísticas del Trabajo del Departamento del Trabajo de Estados Unidos.

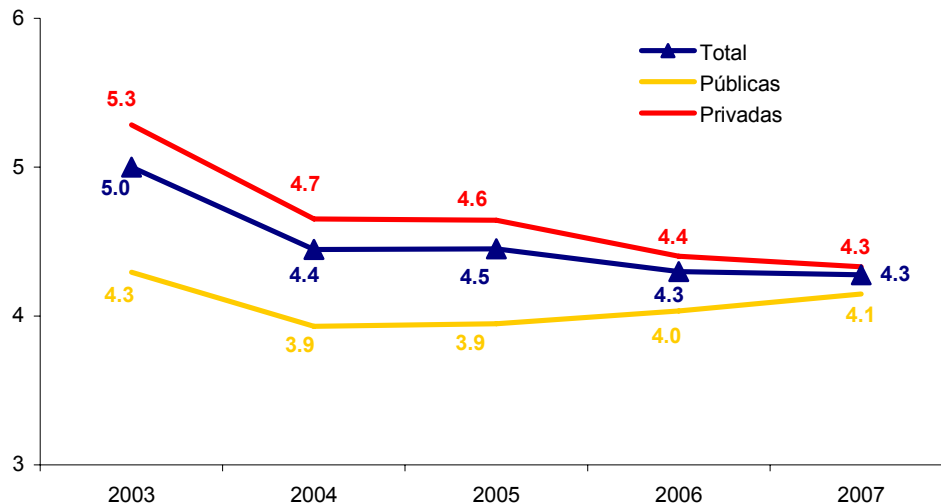
La información presentada en los párrafos anteriores aunada a la disponible sobre otros renglones de las cuentas externas, permiten estimar que en el tercer trimestre de 2007 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya registrado un saldo deficitario de aproximadamente 1.5 miles de millones de dólares. Con lo anterior, dicha cuenta habría acumulado en los primeros nueve meses del año un déficit de 4.9 miles de millones de dólares, monto equivalente a 0.7 puntos porcentuales del PIB. Por otra parte, se estima que en el tercer trimestre la cuenta de capital haya arrojado un superávit de alrededor de 4.8 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones). Este saldo sería el resultado neto de los siguientes conceptos: entrada de recursos por concepto de inversión extranjera, tanto directa como de cartera; financiamiento externo dirigido a proyectos Pidiregas; y salidas derivadas de desendeudamiento externo del sector público. Por último, en el tercer trimestre de 2007 la reserva internacional neta del Banco de México aumentó en 3,285 millones de dólares, lo que implicó que su saldo al cierre de septiembre haya sido de 73,224 millones de dólares.

3.3. Costos y Precios

3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra

Los salarios contractuales que se otorgaron durante el tercer trimestre de 2007 aumentaron 4.3 por ciento en promedio, cifra igual a la que se observó en el mismo periodo del año anterior. Los incrementos promedio que se otorgaron en las empresas de propiedad pública y privada fueron en ambos casos de 4.3 por ciento, mientras que en el mismo trimestre de 2006 dichos aumentos fueron de 4.1 y 4.4 por ciento, respectivamente. Adicionalmente, durante el periodo enero-septiembre del año en curso, el incremento promedio de los salarios contractuales coincidió con la cifra correspondiente al mismo lapso del año previo (Gráfica 15).

Gráfica 15
Incremento Promedio al Salario Contractual (Enero-Septiembre)
 Cifras en por ciento



La productividad laboral en la industria manufacturera presentó una menor caída a tasa anual en el segundo trimestre de 2007 con relación a lo observado el trimestre anterior (Cuadro 5). En julio, este indicador aumentó a una tasa anual de 2.5 por ciento, lo que se asocia en gran medida con la expansión que registró la producción automotriz en dicho mes. Asimismo, la variación anual del costo unitario de la mano de obra (CUMO) fue ligeramente menor en el segundo trimestre con relación al dato correspondiente al primer trimestre, mientras que en julio dicha cifra se ubicó en -1.7 por ciento.

Cuadro 5
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO en la Industria Manufacturera
 Variación anual en por ciento

	2005	2006		2007			
	Ene-Dic	Ene-Jul	Ene-Dic	I	II	Jul	Ene-Jul
Productividad Laboral ^{1/}	2.1	4.6	3.5	-1.5	-0.3	2.5	-0.4
Remuneraciones Medias Reales	-0.2	0.8	0.5	0.1	1.0	0.8	0.6
CUMO	-2.2	-3.5	-2.8	1.6	1.4	-1.7	1.0
Producción	1.3	5.7	4.9	-0.2	0.4	2.4	0.5
Empleo	-0.8	1.1	1.3	1.3	0.7	-0.1	0.9

Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del INEGI.

^{1/}A partir de enero de 2007, el cálculo de la productividad laboral en la industria manufacturera se realizó con base en el Índice de Volumen Físico de la Producción Manufacturera (IVFPM). Ello se debe a que el INEGI interrumpió la publicación de la estadística referente al IVFPM para la industria de la transformación.

3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

Al cierre del tercer trimestre de 2007 la variación anual del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados fue 4.16 por ciento, mientras que en junio dicha cifra fue 3.71 por ciento (Gráfica 16). Este aumento se debió a dos factores: primero, a que durante el tercer trimestre de 2006 las cotizaciones de las gasolinas en las ciudades fronterizas disminuyeron, en contraste con el trimestre que se analiza en el que se mantuvieron sin cambio; así, al disminuir la base de comparación, la medición anual de la tasa de variación se elevó. Segundo, a la mayor tasa de crecimiento anual que registró el genérico gas para uso doméstico, al observarse menores caídas de precio durante el tercer trimestre de 2007 con relación a las que se registraron en el mismo lapso del año anterior.

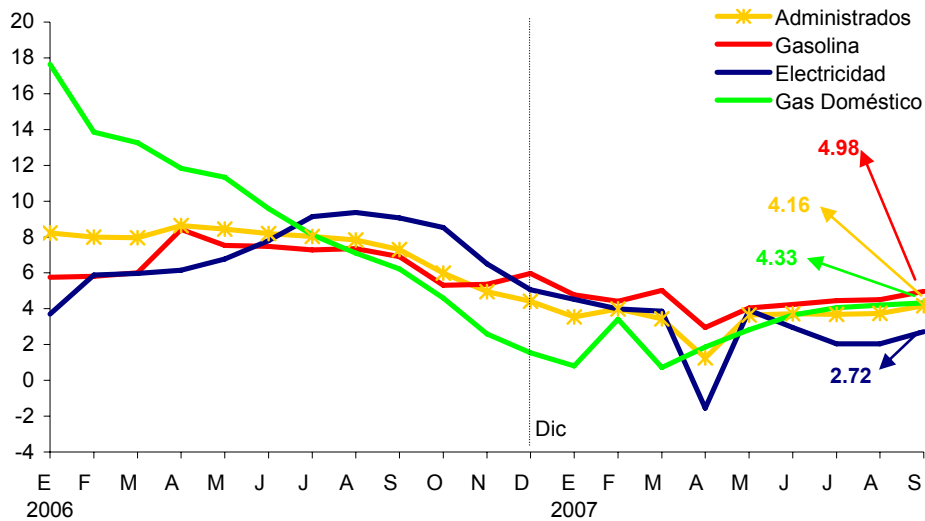
Por otra parte, la inflación anual de las tarifas eléctricas experimentó un ligero descenso durante el tercer trimestre de 2007, ya que de junio a septiembre ésta pasó de 2.95 a 2.72 por ciento. El relativamente bajo nivel de crecimiento, a tasa anual, del genérico electricidad también fue producto de la elevada base de comparación con que se realizó el cálculo. En particular, los cargos adicionales que se cobran a los consumos altos de electricidad (tarifas DAC) aumentaron a un menor ritmo durante el tercer trimestre de 2007, al registrarse alzas de menor magnitud en los precios de los metales, con relación a los que ocurrieron en el mismo periodo del año previo.¹⁵

Durante el tercer trimestre de 2007, las cotizaciones internacionales de la gasolina y del gas licuado registraron niveles más elevados con relación a los que se esperaban al inicio de dicho periodo (Gráfica 17). En lo principal, ello se debió a dos factores: primero, una demanda mundial por combustibles que se ha expandido a un mayor ritmo que la oferta. Segundo, a las desfavorables condiciones climáticas que prevalecieron durante la temporada de huracanes y que afectaron la producción de petróleo en la zona del Atlántico Norte. Por otra

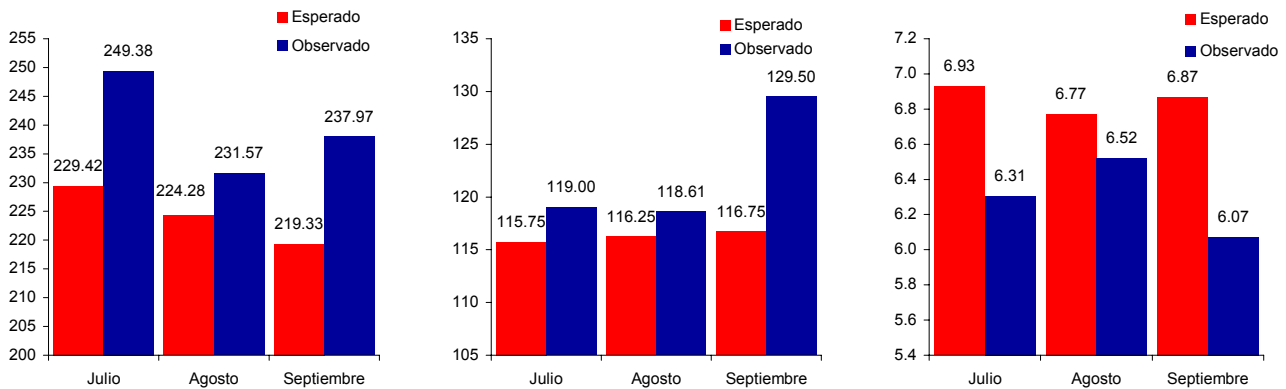
¹⁵ Las tarifas eléctricas residenciales de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo al siguiente factor: $F = 0.8TIP^* + 0.2TCC$. El primer término de la ecuación (TIP*), se calcula como el promedio aritmético considerando cuatro periodos de rezago de tres subíndices del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) que son: Productos Metálicos, Maquinaria y Equipo, Industrias Metálicas Básicas y, Otras Industrias Manufactureras. El segundo término (TCC), representa el costo de los precios de los combustibles que se utilizan para la generación de la electricidad, éstos son: combustóleo importado y nacional; gas natural; diesel industrial y; carbón importado y nacional.

parte, en el caso del gas natural, en que se han acumulado volúmenes importantes de inventarios a nivel mundial, ocurrió lo contrario al observarse referencias de precio más bajas con relación a las que se esperaban al inicio del trimestre. Cabe señalar que durante el periodo de análisis los futuros de los energéticos fluctuaron en varias direcciones; en octubre, los correspondientes a la gasolina y el gas licuado aumentaron con relación al cierre del mes previo, mientras que las del gas natural disminuyeron (Gráfica 18).

Gráfica 16
Subíndice de Precios Administrados
Variación anual en por ciento



Gráfica 17
Precios Internacionales de Energéticos: Observados y Esperados ^{1/}
a) Gasolina ^{2/} b) Gas licuado ^{3/} c) Gas natural ^{4/}



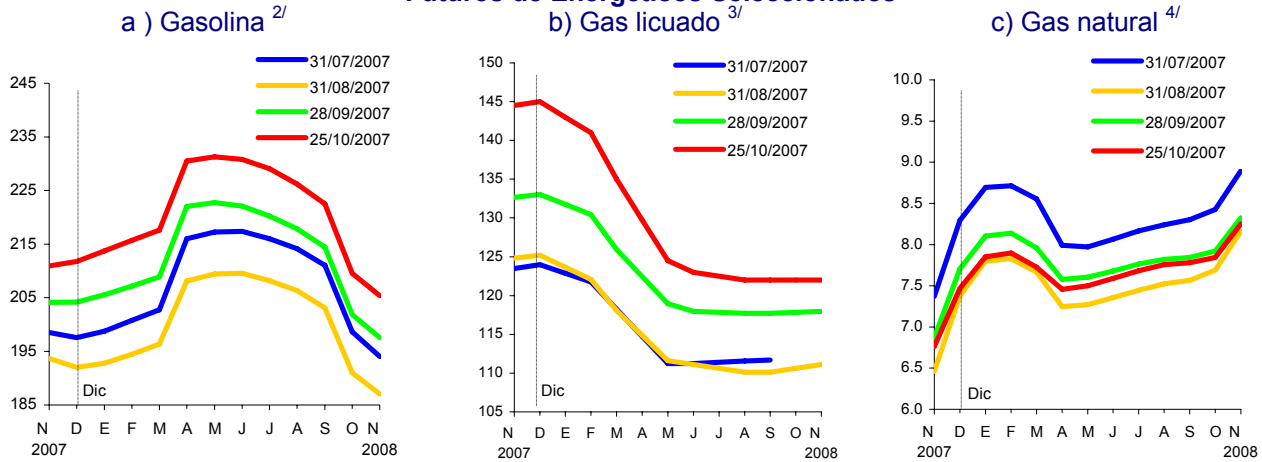
1/ Precios esperados al inicio del trimestre de acuerdo con cotizaciones del promedio de los contratos de futuros del mes de referencia (New York Mercantile Exchange, 29 de junio de 2007). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

2/ Texas. Centavos de dólar por galón.

3/ Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar.

4/ Tetco, Tex. Dólares por MMBtu.

Gráfica 18
Futuros de Energéticos Seleccionados ^{1/}



1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al promedio de diez días previos a las fechas indicadas en las gráficas. La fuente de los datos es el New York Mercantile Exchange.

2/ Centavos de dólar por galón.

3/ Centavos de dólar.

4/ Dólares por MMBtu.

La variación anual del subíndice de precios concertados pasó de 2.76 a 2.33 por ciento de junio a septiembre de 2007. El desempeño favorable de este indicador fue producto, principalmente, de que no se presentaron incrementos en el transporte público de localidades con elevada ponderación en el INPC durante el periodo que se analiza.

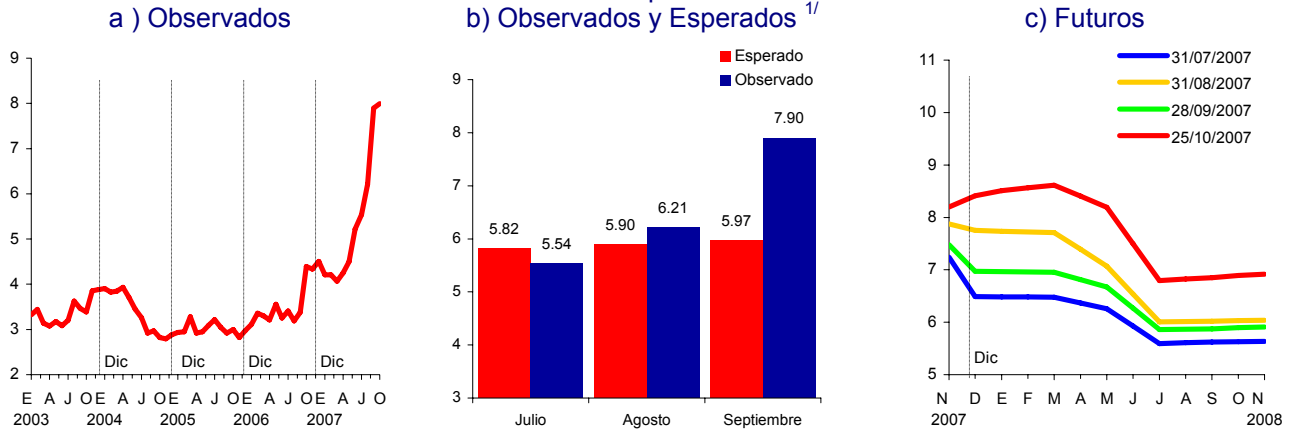
3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales

La evolución reciente de las cotizaciones internacionales de las materias primas alimenticias ha incidido significativamente sobre la trayectoria de la inflación en varios países (Recuadro 1). Este fenómeno podría exacerbase por el aumento, mayor a lo esperado, que registró el precio del trigo durante el tercer trimestre de 2007 (Gráfica 19). Además, los precios externos de la leche extendieron la trayectoria ascendente que habían venido presentando desde el inicio del año.

Por lo que toca a los precios internacionales del trigo, entre junio y septiembre de 2007 éstos aumentaron 51.2 por ciento, además de haberse revisado al alza sus cotizaciones a futuro. Esta elevación ha sido, principalmente, producto de dos factores: Primero, una disminución global de las áreas sembradas, al haber sido desplazado este cultivo por el maíz. Segundo, por condiciones climáticas adversas que mermaron la producción de trigo este año (Recuadro 1).

Las cotizaciones internacionales de la leche, líquida y en polvo, aumentaron de nueva cuenta durante el tercer trimestre de 2007. Así, estos alimentos alcanzaron en septiembre de 2007 una tasa de variación anual de 81.9 y 94.7 por ciento, respectivamente. Cabe señalar que las alzas de precio que se registraron fueron mayores a lo que se esperaba al cierre de junio, y que los futuros de ambos tipos de leche se ubicaron en niveles más elevados con relación a los que se observaron al cierre de junio (Gráfica 20).

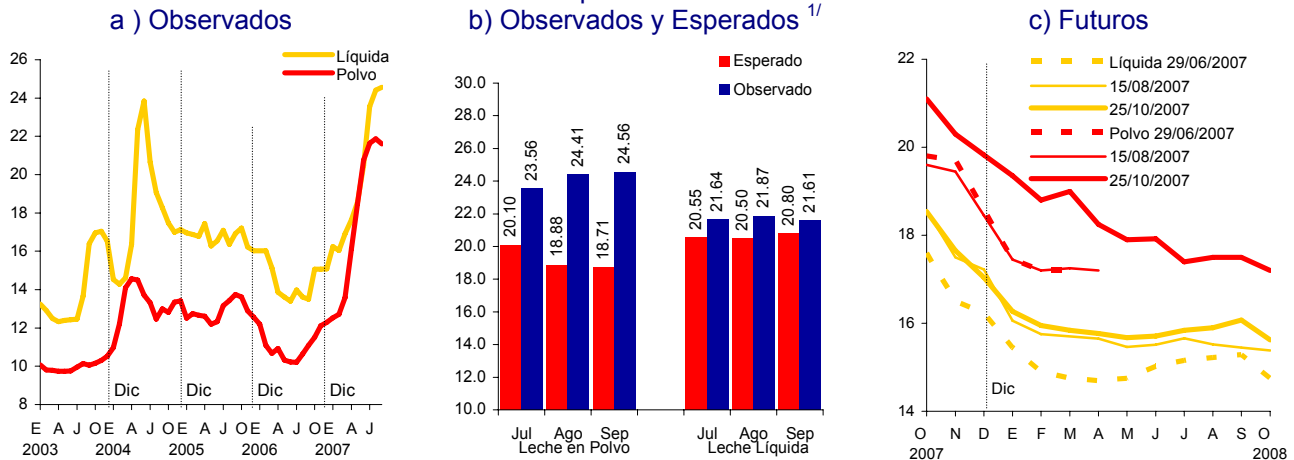
Gráfica 19
Precios Internacionales del Trigo
Dólares por Bushel



^{1/}Precios esperados al inicio del trimestre de acuerdo con cotizaciones del promedio de los contratos de futuros del mes de referencia (Chicago Mercantile Exchange, 29 de junio de 2007). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

Por otra parte, durante el trimestre objeto de este Informe los precios internacionales del maíz alcanzaron niveles más bajos respecto de los que se esperaban al finalizar el trimestre anterior, como consecuencia del aumento en su producción. Asimismo, en el caso de la soya los incrementos de precio fueron menores a los esperados siendo que disminuyó el área sembrada en el mundo.

Gráfica 20
Precios Internacionales de la Leche Líquida y en Polvo
Dólares por Centena de Libras



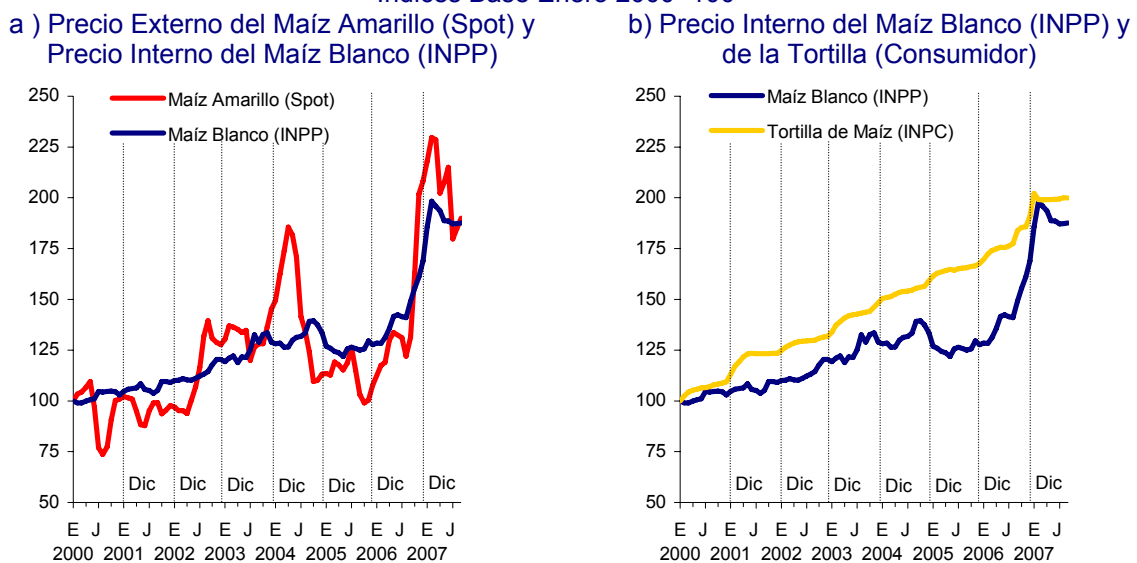
^{1/}Precios esperados al inicio del trimestre de acuerdo con cotizaciones del promedio de los contratos de futuros del mes de referencia (Chicago Mercantile Exchange, 29 de junio de 2007). Asimismo, los precios observados corresponden al promedio del periodo de referencia.

Los aumentos que tuvieron los precios internacionales del maíz amarillo durante el tercer cuatrimestre de 2006 afectaron de inmediato los precios del maíz blanco en México. Sin embargo, las reducciones que se han observado desde marzo de 2007 en los precios externos del maíz amarillo se han trasladado en menor medida a los precios del maíz blanco de producción nacional. En particular, el precio internacional del maíz disminuyó 17.3 por ciento entre febrero y septiembre de 2007, mientras que en el mismo periodo el precio interno del maíz blanco se redujo sólo 5.4 por ciento. Asimismo, la reducción observada en

las cotizaciones de mayoreo del maíz blanco no se han reflejado en bajas en los precios al consumidor de la tortilla (Gráfica 21).

Las cotizaciones externas del cobre registraron fluctuaciones relativamente moderadas durante el tercer trimestre de 2007; sin embargo, las cotizaciones a futuro de éste se ubicaron al cierre del periodo referido en niveles más elevados con relación a los que se observaron al finalizar el trimestre previo. Por otra parte, en el periodo de análisis los precios internos de la varilla de acero se elevaron, mientras que los precios de este metal en Estados Unidos mantuvieron una trayectoria estable.

Gráfica 21
Precios del Maíz Amarillo, Maíz Blanco y Tortilla
 Índices Base Enero 2000=100



3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

3.4.1. Base Monetaria, Crédito Interno Neto y Activos Internacionales

En el tercer trimestre de 2007, la tasa de crecimiento de la base monetaria continuó mostrando una tendencia decreciente. En el periodo julio-septiembre, esta variable presentó un crecimiento nominal anual de 11.6 por ciento, mientras que en los dos primeros trimestres del año había registrado tasas de crecimiento de 15.7 y 12.7 por ciento anual. Adicionalmente, cabe señalar que en el tercer trimestre de 2006, la tasa de crecimiento de este agregado fue 18 por ciento.¹⁶ Estos resultados indican que si bien el incremento en la demanda de dinero se ha moderado, el proceso de remonetización continúa.¹⁷

¹⁶ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de saldos diarios.

¹⁷ Como se ha mencionado en informes anteriores, cuando la 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 resarcan 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. En el caso de México, la base monetaria expresada como porcentaje del producto se ubicó en 3.82 por ciento en el segundo trimestre de 2006, en 4.01 por ciento en el cuarto trimestre de 2006 y en 4.19 por ciento en el segundo trimestre de 2007.

En el periodo enero-septiembre de 2007, los activos internacionales netos se incrementaron en 5,888 millones de dólares para ubicarse en 82,192 millones de dólares.¹⁸ Por su parte, en dicho periodo la base monetaria se redujo en 37,380 millones de pesos. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó en 101,442 millones de pesos en el periodo (Cuadro 6).

Cuadro 6
Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
Millones

	Saldos		Variación	Flujos en 2007			
	Al 31 Dic. 2006	Al 30 Sep. 2007	% anual	Trimestre			Acumulados al 30 Sep. 2007
			Al 30 Sep. 2007	I	II	III	
(A) Base Monetaria (Pesos)	449,821	412,441	12.3	-40,007	-1,087	3,714	-37,380
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	824,967	898,485	-2.1	-5,090	22,230	46,922	64,062
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	76,304	82,192	-1.5	-421	2,051	4,259	5,888
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-375,145	-486,044	-11.7	-34,918	-23,317	-43,208	-101,442
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	67,680	73,224	8.8	1,516	744	3,285	5,544
(E) Reserva Bruta (Dólares)	76,330	82,168	-1.5	-479	2,083	4,234	5,838
Pemex				2,573	3,087	3,437	9,097
Gobierno Federal				-2,132	-412	-708	-3,251
Venta de dólares a la banca ^{4/}				-1,996	-1,407	-504	-3,907
Otros ^{5/}				1,076	815	2,009	3,899
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	8,650	8,944	-44.6	-1,995	1,339	950	294

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.

3.4.2. Agregados Monetarios y Financiamiento

Durante 2007, los agregados monetarios han mostrado un menor dinamismo respecto a lo observado el año anterior (Gráfica 22a). Esto ha tenido lugar en un contexto en el que el ritmo de actividad económica ha sido menor que el que se observó en 2006. La variación nominal anual del agregado monetario M1 mostró una trayectoria descendente hasta julio de este año. Posteriormente, en agosto, se observó un incremento en su tasa de crecimiento (10.4 por ciento). En lo que respecta a los agregados monetarios amplios, el agregado monetario M2 – ahorro de los residentes en instrumentos financieros internos- registró en agosto un crecimiento nominal anual de 12.1 por ciento, cifra similar al promedio observado entre 2003 y 2005.

Al segundo trimestre de 2007, el flujo anual de las fuentes de financiamiento de la economía representó 3.3 por ciento del PIB (Cuadro 7). Como se ha mencionado en informes anteriores, el menor uso de recursos financieros por parte del sector público en los últimos años ha permitido liberar recursos para financiar al sector privado. Durante el periodo de análisis, el flujo de financiamiento a los hogares representó 1.8 puntos porcentuales del PIB mientras

¹⁸ 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).

que los recursos destinados al financiamiento a las empresas ascendieron a 2.5 por ciento del producto.¹⁹

Cuadro 7
Fuentes y Usos de Recursos de la Economía
Porcentaje del PIB

	Saldo a Junio 2007		Flujo Anual		
	%PIB	Estructura %	2005	2006	Jun 2006 - Jun 2007
Total de fuentes	71.7	100.0	7.8	5.5	3.3
M4	54.8	76.4	7.5	7.0	5.1
Financiamiento externo	16.9	23.6	0.3	-1.5	-1.7
Total de usos	71.7	100.0	7.8	5.5	3.3
Reserva internacional ^{1/}	7.8	10.9	0.9	-0.1	-1.0
Sector público (SHRFSP) ^{2/}	34.5	48.1	1.4	0.9	0.8
Estados y municipios	1.5	2.0	0.1	0.0	0.1
Sector privado	30.0	41.9	2.8	4.4	4.2
Hogares	13.8	19.2	2.0	2.4	1.8
Consumo	4.9	6.9	1.2	1.2	1.1
Vivienda ^{3/}	8.9	12.3	0.7	1.2	0.7
Empresas	16.3	22.7	0.9	2.0	2.5
Crédito de intermediarios financieros ^{4/}	7.8	10.9	0.3	1.3	1.8
Emisión de instrumentos de deuda	1.7	2.4	0.0	0.1	0.1
Externo	6.7	9.4	0.6	0.6	0.6
Otros conceptos ^{5/}	-2.1	-2.9	2.6	0.3	-0.8

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/ Saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público (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.

Durante el presente año, el crédito de la banca comercial al sector privado no financiero ha presentado tasas de crecimiento elevadas. En agosto de 2007, el crédito directo vigente de la banca comercial a los hogares registró un crecimiento real anual de 25.7 por ciento (Gráfica 22b). A nivel de sus componentes, el crédito directo vigente al consumo se incrementó a una tasa real anual de 25.9 por ciento, en tanto que el crédito a la vivienda mostró una variación real anual de 25.2 por ciento (Gráfica 22c).²⁰

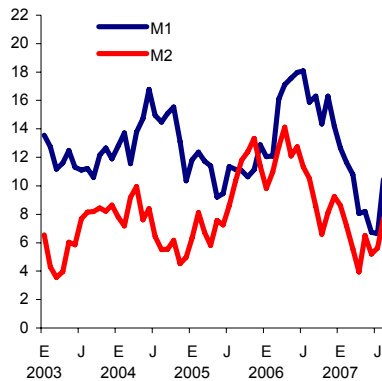
¹⁹ El flujo anual de financiamiento a junio de 2007 destinado a hogares y empresas está afectado por las disposiciones de la CNBV relativas a que a partir de enero del presente año la estadística de crédito bancario y de las Sofoles incluye una reclasificación de los créditos puente para la construcción de vivienda del rubro de crédito a vivienda (hogares) al de crédito a empresas. Ello implica una reducción en el saldo de crédito a la vivienda y un incremento en el saldo de crédito a las empresas a partir de enero de 2007. Para efectos ilustrativos, durante el periodo de estudio los recursos destinados a los hogares y empresas sin esta reclasificación hubiesen sido de 2.3 y 1.9 por ciento del PIB.

²⁰ En agosto de 2007, el índice de morosidad del crédito de la banca comercial a los hogares (el cociente de la cartera directa vencida entre la cartera directa total) se ubicó en 4.4 por ciento (5.3 por ciento para el crédito al consumo y 2.6 por ciento para el crédito a la vivienda), cifra superior en 1.1 puntos porcentuales a la observada en agosto de 2006. Al considerar los componentes del crédito al consumo, los índices de morosidad fueron de 6.4 por ciento para el crédito otorgado a través de tarjetas de crédito y de 3.6 por ciento para el crédito al consumo de bienes duraderos y otros, lo que significó un incremento de 1.5 y 1.0 puntos porcentuales en los últimos doce meses. Como se ha mencionado en informes anteriores, este incremento en la cartera vencida obedece, entre otras razones, a la expansión de crédito de la banca a sectores de la población sin un historial crediticio previo que, consecuentemente, tienen un riesgo de crédito mayor.

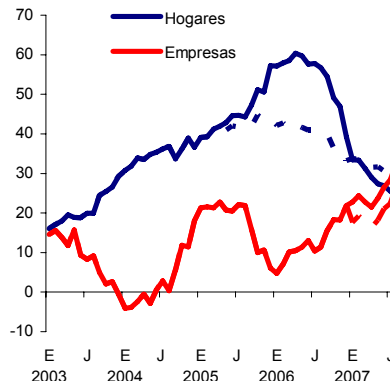
Por lo que se refiere al financiamiento a las empresas, durante 2007 se ha observado una tendencia al alza en las tasas de crecimiento real del crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas (Gráfica 22b). En agosto, éste registró una variación real anual de 33.1 por ciento.^{21,22} Por otra parte, la tasa de crecimiento del saldo de valores privados de mediano plazo se ha mantenido relativamente estable durante el año, registrando en agosto un incremento real anual de 4.4 por ciento.

Gráfica 22
Agregados Monetarios y Crédito Vigente Directo de la Banca Comercial al Sector Privado

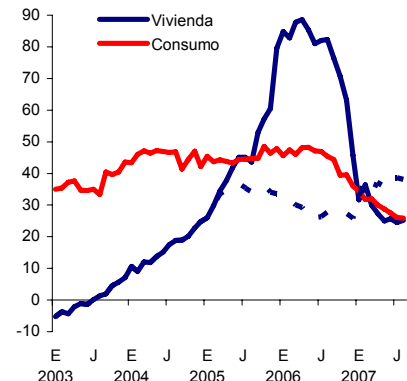
a) Agregados Monetarios
Variación nominal anual en por ciento



b) Crédito al Sector Privado:
Hogares y Empresas^{1/2/}
Variación real anual en por ciento



c) Crédito a los Hogares^{2/}
Variación real anual en por ciento



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

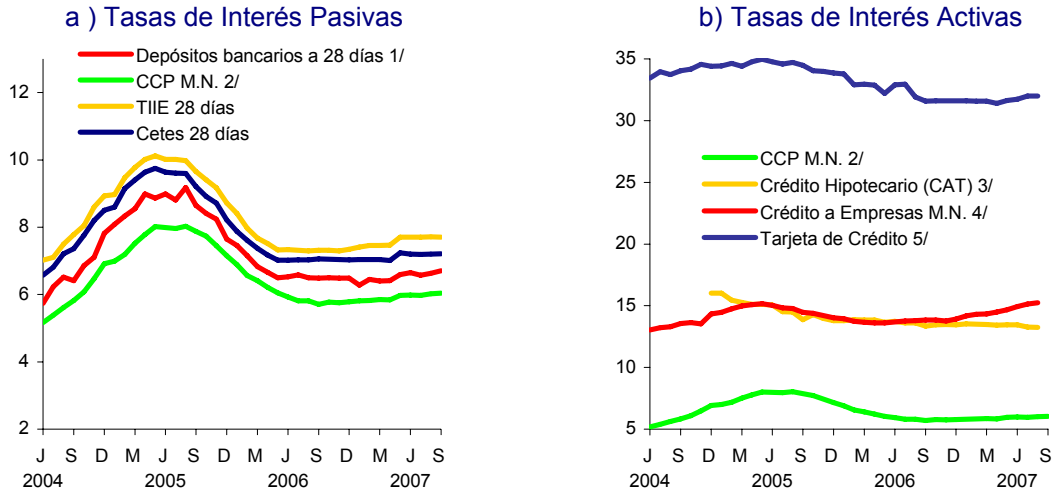
2/ De acuerdo con disposiciones de la CNBV, incluye la reclasificación de los créditos puente para la construcción del rubro de crédito a la vivienda al de crédito a empresas a partir de enero de 2007. En la Gráfica 22b y c, en los casos del crédito a los hogares y a la vivienda las líneas punteadas excluyen el efecto de la compra de cartera hipotecaria de los Bancos a las Sofoles y la reclasificación de los créditos puente para la construcción. Por su parte, en la Gráfica 22b, en los casos del crédito a las empresas, las líneas punteadas excluyen el efecto de la reclasificación de los créditos puente para la construcción.

Como se ha señalado en informes anteriores, las tasas de interés del crédito de la banca comercial a los hogares continúan siendo elevadas. Durante 2007, las tasas de interés activas del crédito a los hogares, ya sea al consumo, o bien, para la adquisición de vivienda, han permanecido relativamente estables (Gráfica 23). Por su parte, durante al año se ha observado un ligero incremento en la tasa de interés promedio de los créditos de la banca comercial a las empresas, de 14.2 por ciento en enero a 15.2 por ciento en agosto. Este incremento se explica, principalmente, por el otorgamiento de crédito a empresas de menor tamaño, que por lo general tienen asociado un mayor riesgo de crédito.

²¹ Si se excluye el efecto de la reclasificación de cartera de los créditos puente para la construcción del rubro de crédito a la vivienda al de crédito a empresas, el crédito directo vigente de la banca comercial a las empresas tuvo un incremento real anual de 26.9 por ciento en agosto de 2007.

²² En agosto de 2007, el índice de morosidad del crédito a las empresas fue de 1.1 por ciento, cifra que no presentó cambio con respecto a la del mismo mes del año anterior.

Gráfica 23
Tasas de Interés Pasivas y Activas de la Banca Comercial en Moneda Nacional
 Por ciento anual

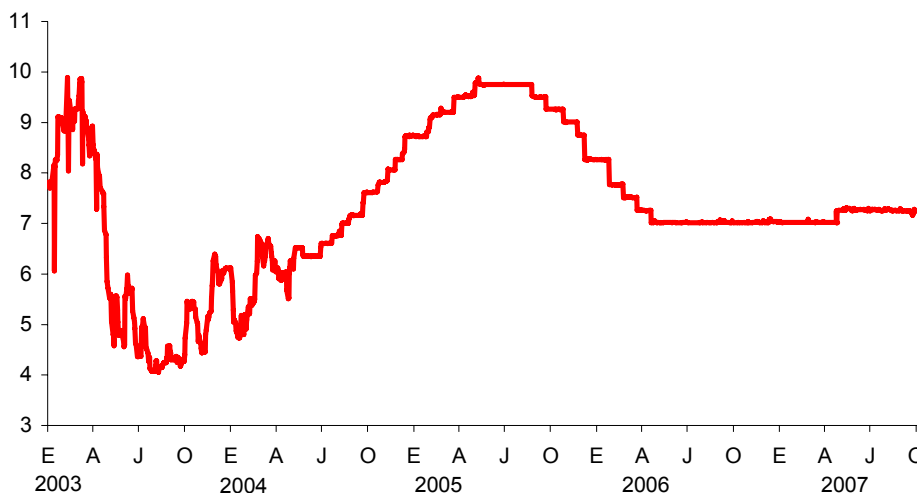


- 1/ Promedio ponderado mensual de tasas brutas pactadas en operaciones realizadas durante el mes tanto en ventanilla como en mesas de dinero, pagaderas a personas físicas y morales.
- 2/ Incluye los pasivos a plazo en moneda nacional a cargo de la banca múltiple, excepto los pasivos que se derivan de 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.

4. La Política Monetaria durante el Tercer Trimestre de 2007

En octubre del presente año, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió restringir en 25 puntos base las condiciones monetarias. Así, la tasa de interés de fondeo bancario se elevó a 7.50 por ciento. (Gráfica 24).

Gráfica 24
Tasas de Interés
 Tasas de Interés de Fondeo Bancario
 Por ciento anual



En 2007, la inflación en México se ha visto afectada por una serie de perturbaciones de oferta, las cuales han propiciado un repunte tanto de la inflación general, como de la subyacente. Estas perturbaciones han sido persistentes y de magnitud considerable, y han tenido su origen sobre todo en los fuertes incrementos de las cotizaciones internacionales de diversos alimentos.

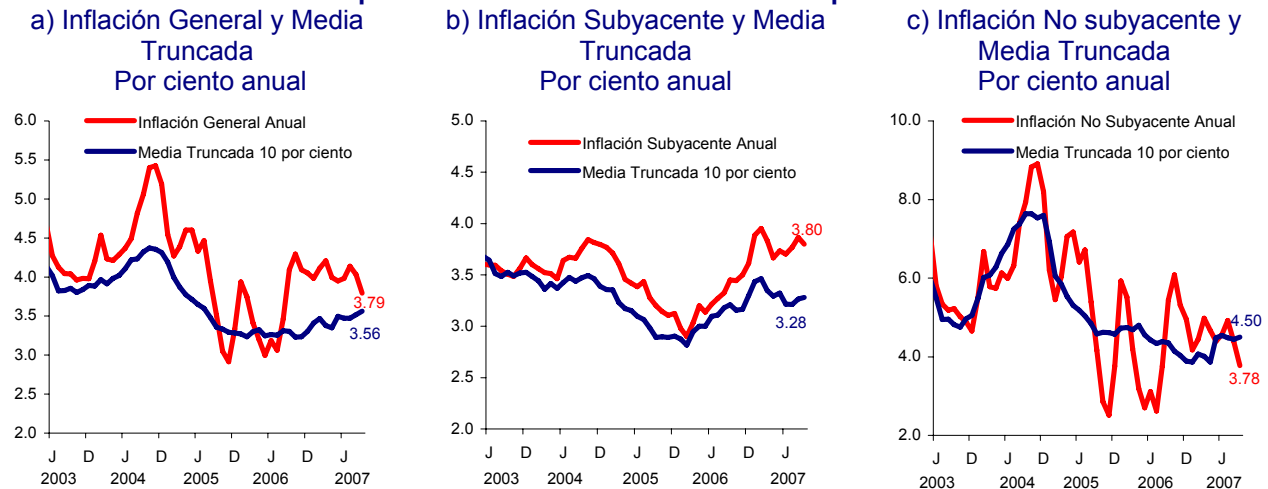
Como se ha señalado anteriormente, el Banco de México utiliza una amplia gama de indicadores y estadísticas para evaluar las condiciones actuales que afectan a la inflación, así como sus perspectivas. Algunos de éstos son útiles para analizar la historia reciente de la inflación y, actualmente, para detectar qué rubros se están viendo mayormente afectados por las perturbaciones referidas; de otros se puede extraer información sobre cuáles son las perspectivas que tienen los agentes económicos sobre la inflación. Ambos tipos de indicadores son informativos para analizar cuáles están siendo los principales determinantes de la formación de precios en la economía, y son insumos en los diversos ejercicios y modelos que utiliza el Banco para establecer sus previsiones sobre la inflación.

Entre el primer grupo de indicadores se encuentran las llamadas medias truncadas de la inflación, que excluyen los efectos de los genéricos cuyos precios han presentado variaciones extremas (tanto las mayores, como las menores) y, por lo tanto, contienen información en cuanto a la *tendencia* que

viene mostrando recientemente la inflación. En el caso de la inflación general, en la Gráfica 25a se observa que durante el tercer trimestre su media truncada mostró una tendencia al alza y se ubicó en 3.56 por ciento en septiembre, 23 puntos base por debajo de la inflación general. Además, se puede apreciar que la brecha entre la inflación general y su media truncada se ha venido cerrando desde hace varios meses, lo que se explica en gran parte por el comportamiento de la inflación no subyacente. Ello queda de manifiesto en la Gráfica 25c.

Por otro lado, desde el segundo trimestre de 2007 la media truncada de la inflación subyacente comenzó a mostrar una tendencia a la baja, la cual se vio interrumpida los últimos dos meses del tercer trimestre. No obstante, la Gráfica 2b muestra que, en general, la brecha entre la inflación subyacente y su media truncada se ha venido ampliando desde el año anterior, y que actualmente la segunda se sitúa en 3.28 por ciento, 52 puntos base por debajo de la primera. Por supuesto, esto refleja el hecho de que los efectos de las perturbaciones más severas que ha experimentado la inflación en los últimos meses se han concentrado en diversos genéricos incluidos en el grupo de los alimentos procesados del subíndice de precios subyacente de las mercancías. Tales son los casos del azúcar y de la tortilla durante el segundo semestre de 2006 y principios de este año, así como de los derivados de la leche y del trigo durante 2007.

Gráfica 25
Inflación General e Indicadores de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento^{1/}



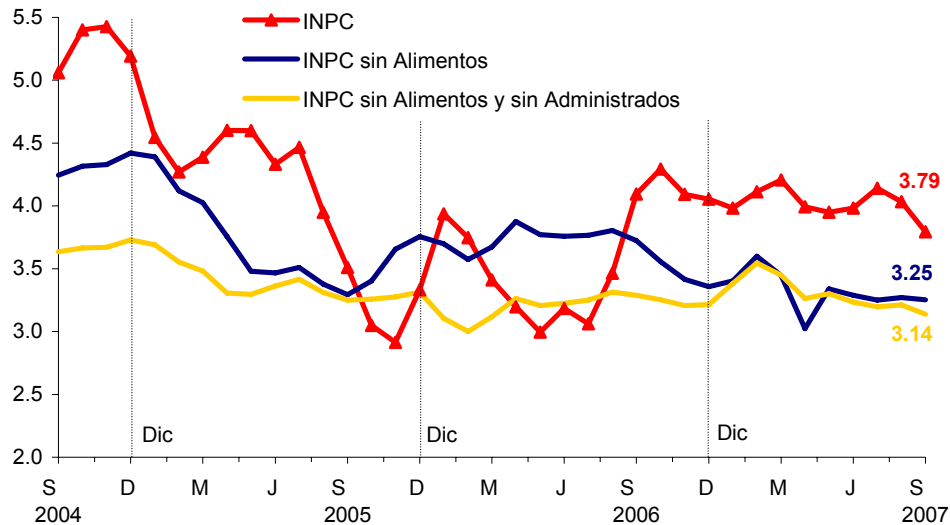
1/ La media truncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se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

Un conjunto de indicadores que ofrece información sobre cuáles genéricos se están viendo más afectados por los choques a los que se ha hecho referencia, es el que resulta de calcular la proporción de la canasta del INPC y del subíndice de precios subyacente que corresponde a genéricos cuyos precios han presentado variaciones anuales en determinados rangos.

En el caso del INPC se observa que durante los últimos meses la proporción de la canasta cuyos precios vienen creciendo por arriba de 4 por

se puede ver, en los últimos años la evolución de dichos precios ha ejercido presiones *adicionales* a las provenientes de los precios de los alimentos sobre la inflación general, si bien éstas se han moderado durante 2007. En efecto, la variación anual del INPC excluyendo los precios de los alimentos y los precios de los bienes y servicios administrados, se ubicó en septiembre en 3.14 por ciento, 65 puntos base por debajo de la inflación general.

Gráfica 27
Indicador de Inflación sin Alimentos y sin Bienes y Servicios Administrados^{1/}
 Variación anual en por ciento



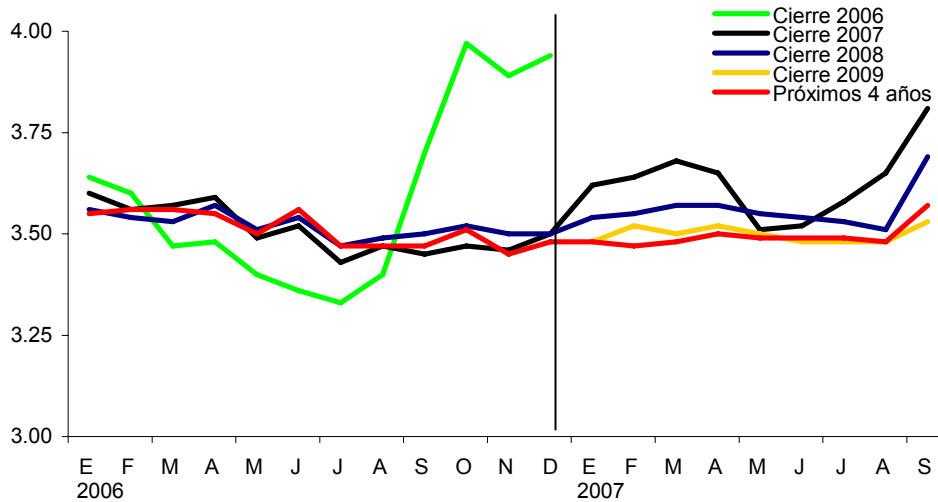
^{1/} El indicador de inflación sin alimentos excluye de la canasta del INPC los genéricos del grupo de bienes agropecuarios y del grupo de alimentos procesados y bebidas del subíndice subyacente de mercancías (no se excluyen los genéricos asociados al tabaco). Este indicador representa el 77.86 por ciento de la canasta del INPC. En el caso del indicador sin alimentos y sin bienes y servicios administrados, de la canasta del INPC se excluyen también todos los genéricos del grupo de bienes y servicios administrados. Este indicador representa el 70.09 por ciento de la canasta del INPC.

En lo que se refiere al segundo conjunto de indicadores, esto es, a aquéllos que se asocian con las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos, a continuación se presentan dos arquetipos. El primero se refiere a información sobre las expectativas de inflación que es recabada directamente mediante la encuesta que lleva a cabo el Banco de México entre analistas económicos del sector privado de manera mensual, mientras que el segundo se refiere a información sobre las expectativas de inflación que se obtiene de instrumentos financieros de mercado.

Como se mencionó en Informes anteriores, las expectativas para la inflación general correspondientes a horizontes de mediano y largo plazo (en este caso, cierres de 2008, 2009, y en promedio para los siguientes 4 años) se habían mantenido relativamente estables durante prácticamente todo el año. Sin embargo, en septiembre se observó un incremento en prácticamente todas ellas con respecto a las reportadas en agosto: las correspondientes al cierre de 2008 pasaron de 3.51 a 3.69 por ciento, las del cierre de 2009 de 3.48 a 3.53 por ciento y, las que corresponden al promedio de los siguientes cuatro años, se

incrementaron de 3.47 a 3.57 por ciento (Gráfica 28).²⁴ Por otro lado, como era de esperarse, ante las perturbaciones de oferta que se han materializado, las expectativas para la inflación general de corto plazo (cierre de 2007) se han incrementado en mayor medida.

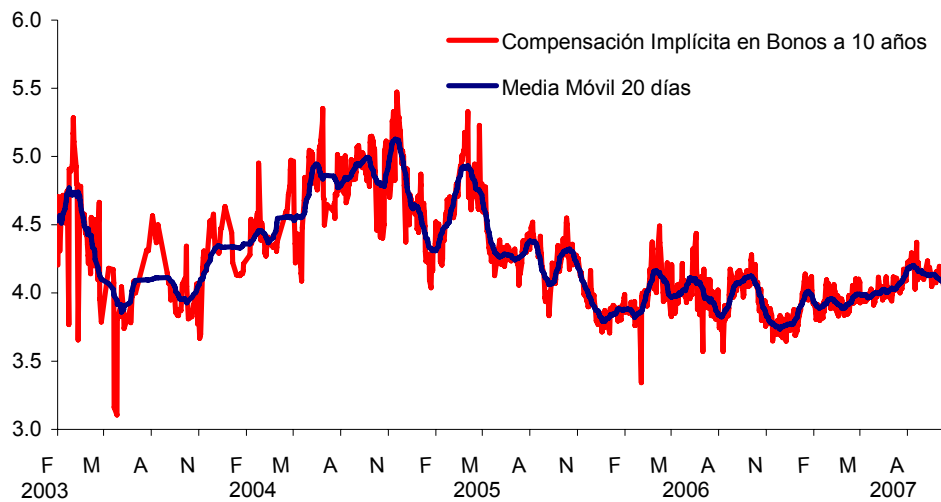
Gráfica 28
Expectativas de Inflación General: Encuesta Banco de México
 Por ciento anual



Finalmente, información que puede ser extraída de los rendimientos de diferentes activos en el mercado también es útil para evaluar cómo se están conformando las expectativas de inflación en la economía. En particular, un indicador que contiene información acerca de las perspectivas inflacionarias de largo plazo es la compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima de riesgo) que los inversionistas demandan por mantener bonos de largo plazo denominados en pesos. Este indicador, que 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), se presenta en la Gráfica 29. De ahí se desprende que, desde el segundo trimestre del año, este indicador había venido presentando una cierta tendencia al alza, si bien en las últimas semanas dicha tendencia parecería estarse revirtiendo.

²⁴ Las expectativas de inflación recabadas por Infosel presentan un comportamiento similar. Las correspondientes al cierre de 2008 aumentaron de 3.51 el 31 de agosto a 3.71 por ciento el 26 de octubre; las que se refieren al cierre de 2009 se incrementaron de 3.42 a 3.50 por ciento en igual periodo y las correspondientes al promedio de los siguientes cuatro años de 3.45 a 3.48 por ciento.

Gráfica 29
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo
 Por ciento anual



Del análisis previo, así como de la información que se presenta en el resto de este Informe, se desprende que en la actualidad la política monetaria enfrenta una coyuntura compleja.

Por un lado, no parecen existir presiones generalizadas sobre la inflación que pudiesen provenir de la evolución de la demanda agregada, no se ha registrado un deterioro en las negociaciones salariales, y las expectativas de inflación de largo plazo no se han alterado de manera significativa. Ello, a pesar del número, persistencia y magnitud de los choques de oferta que se han presentado, y de la elevación de los diferentes indicadores de inflación por ya un número importante de meses que esto ha implicado.

Por otro, se anticipan presiones inflacionarias adicionales en el corto plazo en el caso de que algunas empresas se encuentren en la posibilidad de trasladar al consumidor, vía precios, el aumento en su carga fiscal derivado de las modificaciones tributarias recién aprobadas. Al respecto, si bien es altamente incierto el que las empresas puedan traspasar al consumidor los incrementos de costos que enfrentan y que, en ese caso, se anticipa que el efecto de la reforma fiscal sobre la inflación sería moderado y transitorio, los niveles que ha venido registrando la inflación incrementan el riesgo de que la formación de precios y salarios en la economía pueda verse afectada. Claramente, a estos riesgos habría que añadir otros que el Banco de México ha venido listando, en particular, que el proceso de ajuste en los precios relativos de los alimentos a nivel mundial no parece haber concluido, y que las expectativas de inflación para el largo plazo en nuestro país se encuentran más de medio punto porcentual por arriba de la meta establecida.

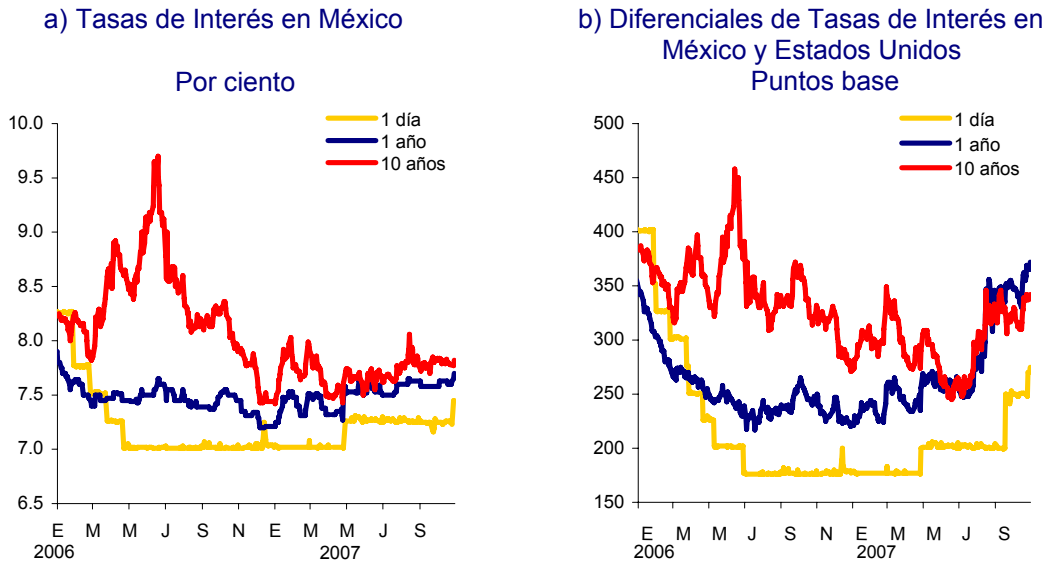
Es importante mencionar, no obstante, y como se destacó en las secciones 3.1 y 3.2 de este Informe, que la revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento para la economía de Estados Unidos, así como la mayor incertidumbre asociada a dichas previsiones, elevan los riesgos sobre las perspectivas de la actividad económica en México. Por supuesto, en la medida

en la que el escenario de crecimiento en Estados Unidos se torne más adverso, ello obraría en dirección opuesta a algunos de los factores de riesgo antes mencionados que enfrenta la inflación. Sin embargo, la última información parece apuntar a que si bien dicha economía viene mostrando una desaceleración gradual, actualmente no se espera un deterioro tal que pudiese compensar las presiones inflacionarias aludidas.

Con base en las consideraciones anteriores, en octubre la Junta de Gobierno del Instituto Central decidió restringir en 25 puntos base las condiciones monetarias con el propósito de contribuir, por un lado, a evitar una posible contaminación en el proceso de formación de precios y, por otro, a moderar las expectativas de inflación.

Dicha acción, en combinación con la reducción de 50 puntos base que se presentó en la tasa de interés de fondos federales en Estados Unidos el 18 de septiembre, propició un incremento importante en el diferencial de tasas de interés de corto plazo entre ambos países (Gráfica 30b). Asimismo, es importante destacar que a pesar de que las tasas de interés internas para plazos mayores se encuentran en niveles relativamente reducidos (Gráfica 30a), la caída en las tasas de interés de los bonos del Tesoro de Estados Unidos derivada de la mayor demanda por instrumentos de bajo riesgo, ha implicado que los diferenciales de tasas de interés entre México y Estados Unidos para plazos mayores también hayan presentado un incremento importante en los últimos meses (Gráfica 30b).

Gráfica 30
Tasas de Interés

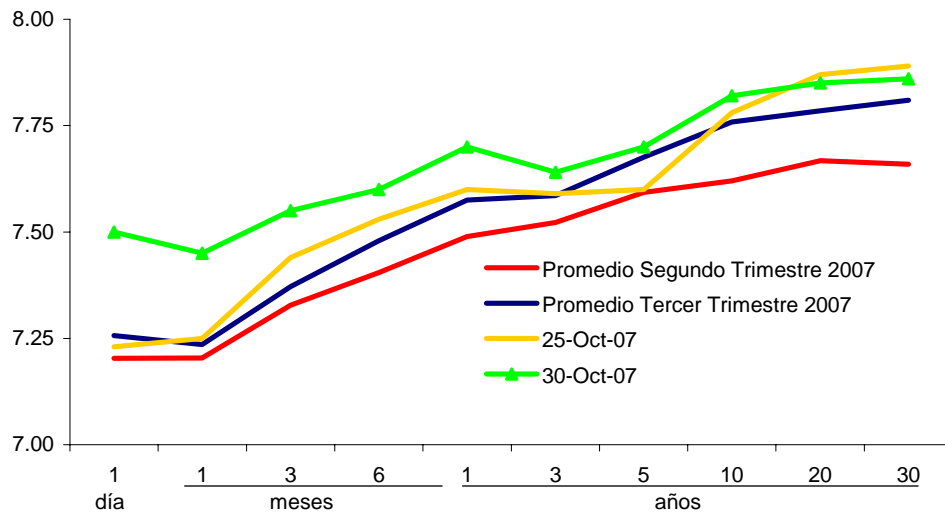


Es importante mencionar que, ante la reducción en el apetito por riesgo que se presentó en los mercados financieros internacionales durante los últimos meses, derivada de la incertidumbre generada por el deterioro de la cartera hipotecaria en Estados Unidos, el ajuste en los mercados internos ha sido, en términos generales, ordenado y de magnitud poco significativa. Este resultado se debe a múltiples factores, entre los que destacan la mejoría en la percepción de

riesgo soberano, así como el desarrollo y consecuente profundización de nuestros mercados cambiario y de dinero.

Finalmente, la elevación de las tasas de interés de corto plazo a raíz de la decisión de política monetaria, aunado al comportamiento que han observado recientemente las tasas de interés de mayor plazo, propició que en los últimos días la curva de rendimientos en México presentara un “aplanamiento” (Gráfica 31).

Gráfica 31
Tasas de Interés
Curva de Rendimientos en México
Por ciento



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) Las perspectivas para el crecimiento del PIB de Estados Unidos se han venido revisando a la baja en los últimos meses. Esta revisión ha sido menos pronunciada en el caso de la producción industrial lo que se debe, entre otros factores, a que se espera que la depreciación del tipo de cambio real del dólar atenúe la reducción en el crecimiento de las manufacturas. En particular, se prevé una desaceleración gradual de la tasa de crecimiento trimestre a trimestre durante el periodo octubre-diciembre de 2007 y el primer trimestre de 2008, mientras que para el resto de 2008 se anticipa una recuperación de la actividad económica. Así, en la actualidad los pronósticos para el crecimiento del PIB y de la actividad industrial en 2008 se sitúan en 2.4 y 2.8 por ciento, respectivamente. El escenario y las cifras anteriores se refieren al consenso de mercado prevaleciente al momento de publicar este Informe, esto es, al promedio de los pronósticos de los analistas. No obstante, por las diferentes razones expuestas, dicho escenario está sujeto a un elevado grado de incertidumbre. En particular, los riesgos asociados a que se presente un escenario de crecimiento más adverso se han incrementado.
- ii) No se espera un deterioro en las condiciones de acceso a financiamiento en los mercados internacionales. El episodio reciente de volatilidad en los mercados financieros ha estado influenciado, en gran medida, por los problemas en la recuperación de cartera hipotecaria de calidad crediticia inferior en Estados Unidos. A pesar de que ello propició un incremento en las primas de riesgo de otros activos financieros, particularmente en el caso de aquéllos respaldados por este tipo de hipotecas, así como una contracción del financiamiento otorgado a través de dichos instrumentos, hasta el momento las primas de riesgo asociadas a los activos de economías emergentes no se han visto afectadas de manera significativa.

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

Crecimiento: se estima que en 2007 éste se sitúe alrededor de 3.2 por ciento, y entre 3.25 y 3.75 por ciento en 2008.

Empleo: se anticipa que la generación de empleo en el sector formal sea cercana a 800 mil plazas durante 2007, y a 700 mil durante 2008 (número de trabajadores asegurados en el IMSS).

Cuenta Corriente: se prevé que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos sea de alrededor de 1 punto porcentual del PIB en 2007, y de 1.2 por ciento en 2008.

Inflación: primeramente, debe mencionarse que, al considerar el comportamiento reciente de la actividad económica en México, así como las perspectivas que se tienen en el futuro previsible para ésta y para la economía de Estados Unidos, actualmente no se contemplan presiones inflacionarias de importancia provenientes de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía mexicana (esto es, presiones por el lado de la demanda).

Sin embargo, como se ha mencionado en éste y otros Informes recientes, durante el año 2006 y lo que va de 2007 la inflación en México se ha visto afectada por una serie de perturbaciones de oferta, principalmente en el sector de alimentos, que han sido de una magnitud y persistencia considerables. A pesar de que se espera que los efectos sobre la inflación de dichos choques sean transitorios, la inflación se ha situado en niveles elevados ya por un periodo prolongado.

Esta situación, de por sí, implica una coyuntura complicada para la autoridad monetaria. Para 2008, se espera que la coyuntura se torne aún más compleja.

En efecto, para el próximo año las previsiones sobre la inflación deben considerar alzas adicionales de precios en la medida en la que algunas empresas puedan traspasar al consumidor el incremento en su carga fiscal derivado de las modificaciones al sistema tributario.

- En primer lugar, se anticipa que dichas modificaciones propicien ajustes *de una sola vez* en el nivel general de precios, lo que implica que su impacto sobre la inflación anual será transitorio. Este impacto se estima entre 40 y 50 puntos base para 2008, y entre 2 y 5 puntos base para 2009.
- Segundo, la estimación del referido impacto depende de dos factores principales. Por un lado, en aquellos casos donde las empresas vean incrementada su carga fiscal, su capacidad para traspasar a precios parte de dicho incremento es incierta. Esta capacidad depende, entre otros elementos, de la concentración de mercado que prevalezca en cada sector, y de la competencia proveniente de productos internacionales que enfrenta cada industria. Por otro lado, a mayor heterogeneidad entre las empresas al interior de cada sector, mayor incertidumbre acerca de cuál será el incremento en la carga fiscal, en su caso, susceptible a ser trasladado a precios. En general, el traspaso al consumidor vía precios será menor en la medida en que éste tenga mayores opciones de sustitución, y en la medida en que haya mayor competencia en cada sector (ver Anexo 2).

Por supuesto, el Banco de México estará evaluando detenidamente estos elementos en los siguientes meses.

Por otra parte, en la elaboración del pronóstico se consideró, entre los distintos supuestos que se utilizan, que los precios de las tarifas eléctricas ordinarias, así como los del gas licuado, aumentarán durante 2008 y 2009 a un ritmo similar al de 2007. En lo que se refiere a los precios de la gasolina, se proyecta que, ya considerando el nuevo impuesto, durante los años referidos éstos se incrementen ligeramente por arriba del desliz registrado el presente año.

Asimismo, se estima que durante 2008 el subíndice de precios de los bienes y servicios concertados podría ejercer una mayor presión sobre la inflación con relación a la incidencia que ha tenido en los últimos tres años. Ello se debe a la posibilidad de que en algunas ciudades se revisen las tarifas del transporte público.

La autoridad monetaria debe tomar sus decisiones con base en una evaluación cuidadosa de la coyuntura económica y de las perspectivas sobre las condiciones inflacionarias que enfrenta. En este contexto, es importante considerar que los diferentes canales del mecanismo de transmisión de la política monetaria operan en horizontes de entre 6 y 8 trimestres, por lo que resulta pertinente evaluar las perspectivas de inflación en un horizonte de dos años.

Teniendo en cuenta los elementos anteriores, en el Cuadro 8 se presenta la proyección base del Banco de México en términos de intervalos de amplitud de medio punto porcentual para la inflación trimestral promedio en términos anuales durante los próximos ocho trimestres. A continuación se mencionan algunas de los aspectos que sobresalen de dicha previsión:

- Se estima que la inflación general presente una trayectoria ascendente durante el primer semestre de 2008, alcanzando su nivel más alto del año en el segundo trimestre. En el segundo semestre, la inflación general podría presentar una moderada tendencia descendente, al comenzar a diluirse las perturbaciones de oferta asociadas a las alzas que se han registrado en meses recientes en las cotizaciones de algunos alimentos. Posteriormente, se proyecta que durante 2009 dicha tendencia se acelerará, al disiparse los efectos estimados de la mayor carga tributaria asociada a la reforma fiscal. Así, se pronostica que hacia el tercer trimestre de 2009, la inflación general anual se acerque estrechamente a la meta de inflación. En efecto, se estima que la convergencia estrecha de la inflación con la meta de 3 por ciento se logrará hasta finales de 2009, en lugar de 2008, como se había previsto antes.
- La proyección supone que el impacto que podría tener el Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) sobre los precios se reflejará, en su mayor parte, durante el primer semestre del próximo año. En particular, se supuso que el efecto referido se distribuirá a lo largo de dicho lapso, periodo durante el cual las empresas evaluarán el efecto del gravamen sobre su estructura de costos. Cabe señalar que el periodo de evaluación podría resultar relativamente corto, ya que las empresas tienen la obligación de presentar, en su caso, pagos provisionales del nuevo impuesto a partir del primer mes del próximo año. Sin embargo, es claro que el supuesto utilizado con respecto a la temporalidad del impacto del IETU sobre los precios (y, por ende, sobre la inflación anual) constituye un elemento de incertidumbre adicional sobre el pronóstico.
- A pesar de lo anterior, la menor inflación anual que podría observarse en el primer trimestre de 2008 con relación a la del segundo trimestre, sería producto de que la primera se calculará sobre una base de comparación elevada. Al inicio de 2007 aumentaron significativamente los precios de la tortilla, situación que no se espera que se repita. Así, al

absorberse dicho efecto en el primer trimestre de 2008, es previsible que la inflación general anual muestre un repunte de carácter aritmético en el segundo trimestre.

- En adición al efecto que pudiese tener la mayor carga tributaria sobre la inflación, es pertinente mencionar una vez más que durante el siguiente año el cálculo anual de este indicador se verá afectado por las alzas de precios que recientemente registraron diversos productos lácteos, los alimentos derivados del trigo y los cigarrillos. Al respecto, en ausencia de choques de oferta adicionales, los efectos sobre la inflación de los incrementos de precios referidos comenzarán a disiparse en el tercer trimestre de 2008 induciendo, como ya se comentó, una moderada tendencia descendente que se acelerará en 2009 al desvanecerse el impacto estimado de la reforma fiscal.

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

Trimestre	Inflación
2007-IV	3.50 - 4.00
2008-I	3.75 - 4.25
2008-II	4.00 - 4.50
2008-III	4.00 - 4.50
2008-IV	3.75 - 4.25
2009-I	3.50 - 4.00
2009-II	3.50 - 4.00
2009-III	3.00 - 3.50

Por su naturaleza, cualquier ejercicio de pronóstico está sujeto a cierto grado de incertidumbre debido, entre otros factores, a que un pronóstico es condicional al conjunto de información disponible al momento de realizar el ejercicio. Por ello, los pronósticos deben interpretarse tomando en consideración que existen riesgos asociados a los mismos. A continuación se presenta un balance de los riesgos más importantes que se considera enfrenta la previsión actual que se tiene de la inflación para los próximos dos años:

- i) Los choques de oferta mencionados (precios de los alimentos), así como los posibles efectos (si bien inciertos y de una sola vez) que pudieran tener las modificaciones tributarias sobre el nivel de precios, podrían contaminar otros precios y/o los salarios. De materializarse estos últimos, las expectativas de inflación se podrían ver afectadas y, consecuentemente, la inflación podría experimentar un incremento mayor al previsto inicialmente.
- ii) Existe incertidumbre en torno a los precios de algunos productos alimenticios, particularmente, los que utilizan diversos granos como insumo. Adicionalmente, no puede descartarse el riesgo de que condiciones climatológicas desfavorables pudieran afectar el abasto de las frutas y verduras y, consecuentemente, su precio.
- iii) La información más reciente permite anticipar una desaceleración de la economía estadounidense, lo que se ha comentado a lo largo de este informe. Además, la percepción de que dicha desaceleración podría

resultar mayor a la que se anticipa actualmente es elevada. Este escenario se podría materializar a través de tres canales.

Primero, un deterioro adicional en la cartera hipotecaria podría dar lugar a una mayor reducción en la inversión residencial. Segundo, si dicho deterioro afecta los precios de los bienes raíces, ello podría generar una reducción en la confianza del consumidor y, consecuentemente, en el gasto de los hogares en dicho país. Finalmente, es claro que los intermediarios financieros resentirían un deterioro adicional de la cartera respaldada por activos inmobiliarios, lo que podría restringir las condiciones crediticias para otros agentes en la economía.

En la medida en la que este escenario llegara a materializarse, la economía mexicana podría experimentar una disminución en el crecimiento de su actividad económica debido, entre otros, a: a) una contracción en la demanda externa por productos mexicanos; b) una disminución en las remesas enviadas por trabajadores mexicanos que residen en dicho país; y, c) condiciones de acceso a financiamiento más astringentes en los mercados internacionales.

Por supuesto, ante un escenario como el anterior, sería de esperar una menor expansión del gasto en nuestro país, lo que obraría en dirección de atenuar algunos de los riesgos al alza que enfrenta la inflación.

- iv) La volatilidad en los mercados financieros internacionales podría incrementarse.

Teniendo en consideración la revisión al alza en sus previsiones para la inflación, así como los elementos de riesgo a los que están sujetas, la Junta de Gobierno del Banco de México decidió en octubre restringir las condiciones monetarias en 25 puntos base. Ello con el propósito de contribuir, por un lado, a evitar la posible contaminación del proceso de formación de precios y salarios y, por otro, a moderar las expectativas de inflación. La Junta continuará atenta a la evolución del balance de riesgos respecto de las previsiones revisadas, con miras al cumplimiento de la meta.

En suma, el desempeño que mostrará la economía mexicana en los próximos meses dependerá de manera importante de diversos choques, entre los cuales destacan la desaceleración de Estados Unidos, los incrementos de precios de algunos alimentos, el impacto que pudieran tener sobre los precios las modificaciones al sistema tributario, así como de la respuesta de política económica ante dichos choques. En este contexto, cabe destacar la relevancia que tienen tanto la política monetaria, como otros elementos de política económica, para contribuir a la conducción de la economía hacia un equilibrio de inflación baja con crecimiento suficiente para ir ampliando el bienestar de la población mexicana.

Es importante enfatizar que, si bien tiene un papel fundamental, en el largo plazo la política monetaria no es el único mecanismo a través del cual se garantiza la estabilidad macroeconómica y se promueven las condiciones para el crecimiento de la economía y, en el corto, no es el único instrumento de política económica que debe ajustarse ante la diversidad de choques que cualquier economía abierta puede enfrentar en un mundo globalizado. Con respecto a esto

último, la política monetaria debe complementarse con otras acciones para asegurar que la economía enfrente las diferentes perturbaciones que puedan afectarla con el menor costo posible en términos de crecimiento e inflación.

Un primer elemento a considerar es el papel que puede tener la política fiscal. En particular, como se ha venido enfatizando durante varios años, un manejo sano de las finanzas públicas es imprescindible para el buen funcionamiento de la economía. En el corto plazo, un manejo saludable de las finanzas públicas reduce las presiones sobre la inflación. En el largo, un esfuerzo por elevar el ahorro público a través de expandir la infraestructura en capital físico y humano amplía la capacidad productiva de la economía y, en consecuencia, libera presiones inflacionarias en el futuro a través de un mayor impulso al crecimiento potencial del país, tal y como lo ha venido señalando el Gobierno Federal. Asimismo, es claro que reducir la dependencia petrolera de las finanzas públicas es un paso imprescindible en la consolidación de un entorno de estabilidad económica. En este contexto, se considera que la recién aprobada reforma fiscal es un avance significativo en la dirección correcta.

Un segundo elemento relevante es la política de competencia. En efecto, si bien es de esperarse cierto impacto en el corto plazo de las modificaciones tributarias sobre el nivel de precios, como se ha mencionado éste es de una magnitud incierta y depende de diversos factores. Uno de estos factores es el grado en el que las empresas se vean en la posibilidad de traspasar al consumidor vía precios los incrementos en costos que enfrentan. En este sentido, es relevante que las autoridades competentes eviten que algunas empresas intenten coordinarse para incrementar sus precios por encima de lo que, bajo un ambiente de competencia, éstos pudieran ajustarse de manera natural ante los cambios en los costos de producción.

Más allá de la importancia de la competencia para atenuar el posible impacto de las modificaciones tributarias en los precios, desde hace años se ha insistido en la necesidad urgente de promover una mayor competencia y libre concurrencia en áreas económicas fundamentales para el país, a fin de disminuir costos y propiciar una mayor eficiencia y calidad de los bienes y servicios.

En conclusión, ante el entorno actual la política monetaria deberá estar atenta al desempeño que vaya mostrando la economía y, en ese contexto, llevar a cabo el esfuerzo necesario para lograr que la inflación converja hacia su meta. Por supuesto, este esfuerzo será más efectivo en la medida en la que sea complementado con otras acciones de política económica.

6. Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria

6.1. Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria en 2008

A continuación se presenta el calendario para los anuncios de política monetaria, los comunicados de prensa sobre la política monetaria, y los Informes sobre la Inflación correspondientes a 2008.

Calendario para los Anuncios de las Decisiones de Política Monetaria, Publicación de Comunicados de Prensa sobre la Política Monetaria e Informes sobre la Inflación en 2008

Mes	Anuncios de Política Monetaria y Publicación de los Comunicados de Prensa	Publicación del Informe sobre la Inflación
Enero	18	30 ^{1/}
Febrero	15	
Marzo	14	
Abril	18	30
Mayo	16	
Junio	20	
Julio	18	30
Agosto	15	
Septiembre	19	
Octubre	17	29
Noviembre	28	

^{1/} Incluye el Programa Monetario para 2008.

El calendario contempla once fechas, una cada mes excepto en diciembre, para los anuncios de las decisiones de política monetaria y para la publicación del comunicado de prensa correspondiente en el que se explicarán al público las decisiones adoptadas. No obstante, cabe señalar que el Banco de México se reserva la facultad de modificar la postura de política monetaria en fechas distintas a las preestablecidas, en caso de que se presentaran eventos extraordinarios que hicieran necesaria la intervención del Banco Central.



Anexos

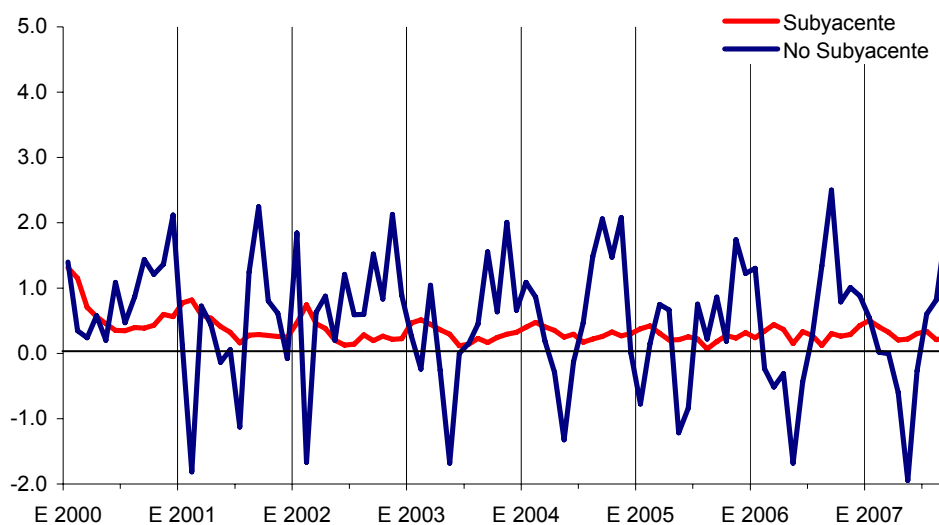
Anexo 1

Consideraciones sobre la Definición de la Inflación Subyacente

La separación del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) en un componente subyacente y otro no subyacente obedece a que la volatilidad de los precios de algunos genéricos incluidos en dicho índice puede dificultar la identificación de la tendencia general del proceso inflacionario en el país. En consecuencia, aquellos índices que por sus características dificultan la lectura de la tendencia general del proceso inflacionario, se agrupan en el denominado índice no subyacente. Por su parte, el resto de los precios se mantiene dentro de la medida de inflación subyacente la cual, en este contexto, ofrece un mejor reflejo de la tendencia de la inflación y de las presiones que ésta pudiese estar teniendo bajo una perspectiva de mediano plazo.

Aunque en algunos casos las cotizaciones incluidas en el índice de precios no subyacente tienen un componente determinado por el mercado doméstico, en su mayor parte se fijan ya sea por su cotización internacional (por ejemplo, los precios de algunos productos pecuarios), por decisiones administrativas (como en el caso, entre otros, de la tenencia y la gasolina), o por factores climatológicos (como ocurre con los productos agrícolas). Ello usualmente implica una mayor variabilidad y dificultad de predicción de los incrementos de estos precios respecto a los que se incluyen en el índice subyacente. En particular, la evolución de estos precios tiende a reflejar la incidencia de perturbaciones que no necesariamente son indicativas de la trayectoria de mediano plazo de la inflación ni de la postura de la política monetaria (Gráfica 32).

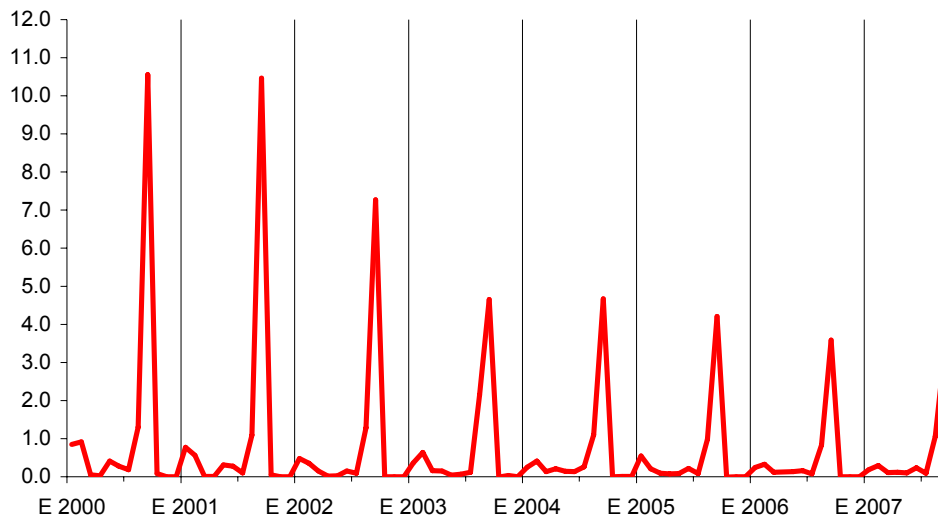
Gráfica 32
Inflación Subyacente y No Subyacente Mensual



Fuente: Banco de México.

Los precios de los servicios de la educación privada comparten algunas de estas características y, por ende, tienden a representar una fuente adicional de volatilidad del INPC. Ello, debido a que los aumentos de las colegiaturas por lo general tienen lugar cuando inicia cada ciclo escolar, y se mantienen relativamente fijas el resto del año. En particular, los mayores ajustes de esos precios se observan en agosto, septiembre y enero (Gráfica 33). A medida que el nivel general de la inflación en México ha venido disminuyendo, este patrón estacional ha tendido a convertirse en el factor dominante del comportamiento de estos precios y, por ende, la evolución de estos precios se ha tendido a tornar más predecible. Esto, en contraste con otros componentes de la inflación no subyacente. La regularidad del patrón estacional del subíndice de la educación privada es evidente al visualizar su crecimiento mensual o al contrastar su tasa de variación anual con la de los otros subíndices que actualmente conforman el componente no subyacente del INPC (Gráfica 33 y Gráfica 34). De esta manera, al eliminar el efecto de esta estacionalidad, las colegiaturas han registrado propiedades dinámicas similares al resto de los servicios incluidos en el índice de precios subyacente y, de hecho, muestran una tendencia similar, si bien a niveles relativamente más elevados.

Gráfica 33
Variación Mensual en por ciento del Subíndice de Educación Privada

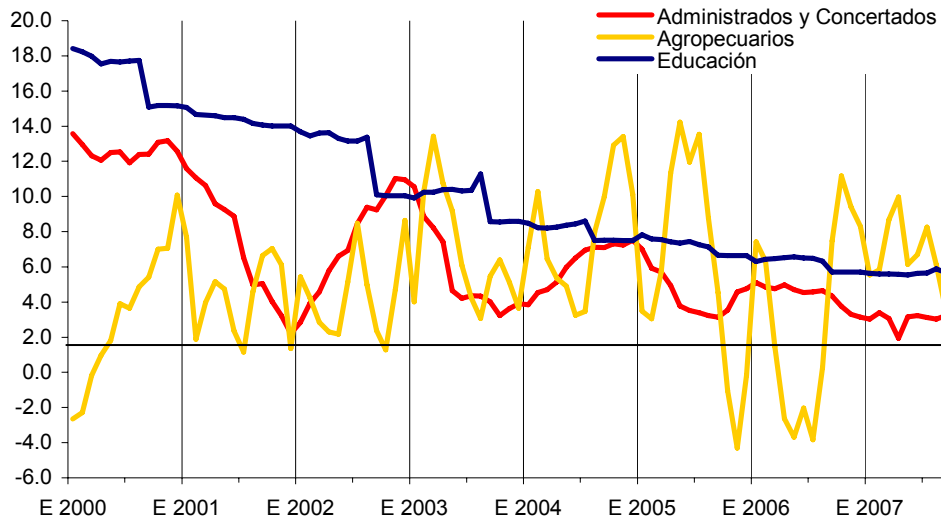


Fuente: Banco de México.

Lo anterior sugiere que, en la actualidad, sería factible incluir el subíndice de precios de la educación privada en el índice de precios subyacente, en lugar de mantenerlo dentro del índice de precios no subyacente. En virtud de los argumentos anteriormente expuestos, dicha medida podría ofrecer una mejor aproximación de las presiones inflacionarias generales de mediano plazo, mientras que la inflación no subyacente, excluyendo el subíndice de educación privada, presentaría una medida más precisa de las diversas perturbaciones de oferta que tienden a incidir de manera transitoria y poco predecible sobre la inflación general. Ello se puede apreciar en la Gráfica 35 y la Gráfica 36, que presentan la evolución de la inflación subyacente y no subyacente anual, utilizando la definición actual y una definición nueva en la que el subíndice de la educación privada se incluye en el primer indicador (y se excluye del segundo).

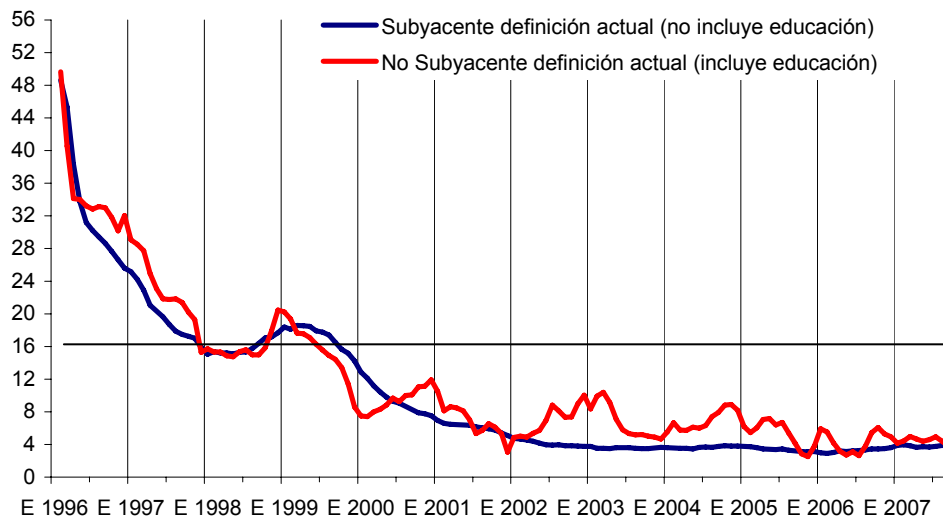
En estas gráficas se observa que, en general, la inflación subyacente incluyendo la educación tiende a representar de manera más cercana la tendencia general de la inflación no subyacente que cuando no se incluye la educación dentro del índice subyacente.

Gráfica 34
Variación Anual en por ciento de Subíndices No Subyacentes



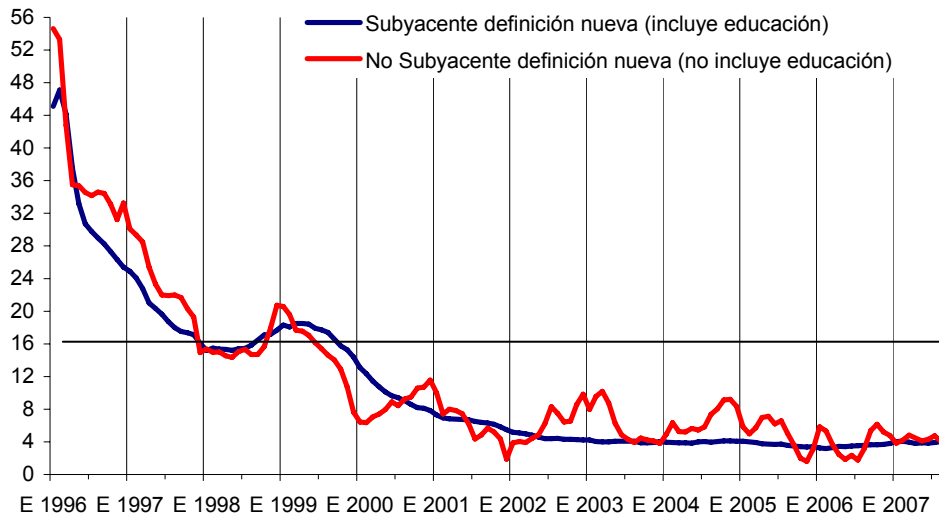
Fuente: Banco de México.

Gráfica 35
Inflación Subyacente y No Subyacente Anual: Definición Actual



Fuente: Banco de México.

Gráfica 36
Inflación Subyacente y No Subyacente Anual: Definición nueva



Fuente: Banco de México.

El Cuadro 9 presenta el promedio de las diferencias (elevadas al cuadrado) entre la inflación subyacente mensual y dos medidas de la tendencia futura de la inflación general (es decir, el Error Cuadrático Medio entre estos conceptos). El Error Cuadrático Medio se calcula para dos definiciones de la inflación subyacente: la actual y una que incorpora el subíndice de la educación privada. Para el comportamiento futuro de la inflación, se utilizó un promedio móvil de la inflación general mensual de los siguientes 12 meses, así como un promedio móvil de la inflación general mensual de los pasados y próximos 6 meses (media centrada). Los resultados sugieren que el Error Cuadrático Medio es menor si se incorpora el subíndice de educación privada a la inflación subyacente. Esto, a su vez, indica que una definición de inflación subyacente que incluya a la educación privada aparentemente se ha vuelto una mejor medida de la tendencia general del proceso inflacionario en el país.

Cuadro 9
Error Cuadrático Medio entre Inflación Subyacente Mensual y Tendencia de la Inflación General
(enero de 1990 – septiembre de 2007)

	Tendencia	
	Media próx. 12 meses	Media centrada
Subyacente (Definición actual)	0.63	0.34
Subyacente (Definición nueva, incluye educación)	0.59	0.31

Fuente: Banco de México.

Con base en los argumentos anteriores, a partir de *enero de 2008* el Banco de México modificará la definición del índice de precios subyacente, incorporando dentro de la canasta actual de éste al subíndice de precios de la educación privada, que actualmente es parte del componente no subyacente del INPC. Con esta modificación, el indicador subyacente de la inflación tendrá una

mayor representatividad de la canasta de consumo urbana del país. En particular, la ponderación de este índice dentro del INPC pasaría de 69.56 por ciento con la definición actual a 74.77 por ciento con la nueva (Cuadro 10).

Cuadro 10
Estructura Porcentual del Índice de Precios Subyacente

	Definición Actual	Definición Nueva
INPC	100.0000	100.0000
Subyacente	69.5625	74.7665
Mercancías	37.0253	37.0253
Alimentos	14.6736	14.6736
Resto	22.3516	22.3516
Servicios	32.5372	37.7412
Vivienda	17.8585	17.8585
Educación	0.0000	5.2040
Resto	14.6787	14.6787

Fuente: Banco de México.

Adicionalmente, la nueva definición del índice de precios subyacente facilitará la comparación del indicador de la economía mexicana con los de otros países. En efecto, es poco común a nivel internacional excluir los precios de la educación del cálculo subyacente de la inflación (Cuadro 11). Asimismo, es frecuente encontrar que en la medida subyacente se excluya al total de los alimentos, tanto a los procesados como a los agropecuarios.

Cuadro 11
Definición de Inflación Subyacente: Comparación Internacional ^{1/}

País	Conceptos excluidos de la canasta IPC para el cálculo de la Inflación Subyacente							Ponderación del Índice Subyacente en el INPC
	Alimentos			Energéticos		Concertados	Educación	
	Procesados	Agropecuarios		Combustibles	Electricidad			
		Frutas y verduras	Pecuarios					
México		X	X	X	X	X	X	69.6%
EEUU ^{2/}	X	X	X	X	X			77.4%
Canadá	X	X	X	X	X			74.3%
Argentina		X		X	X	X		70.6%
Brasil	X	X	X	X	X	X		69.2%
Chile		X		X				92.0%
Unión Europea		X	X	X	X			83.4%
España		X	X	X	X			82.3%
Italia		X	X	X	X			85.1%
Polonia	X	X	X	X	X			67.0%
Suiza	X	X	X	X	X			78.2%
Filipinas	X	X	X	X				81.6%
Japón	X	X	X	X	X			68.1%
Tailandia		X	X	X	X			75.3%

^{1/} Algunos países cuentan con varias medidas de inflación subyacente, en este cuadro se reportan aquellas medidas que se construyen mediante la exclusión de genéricos.

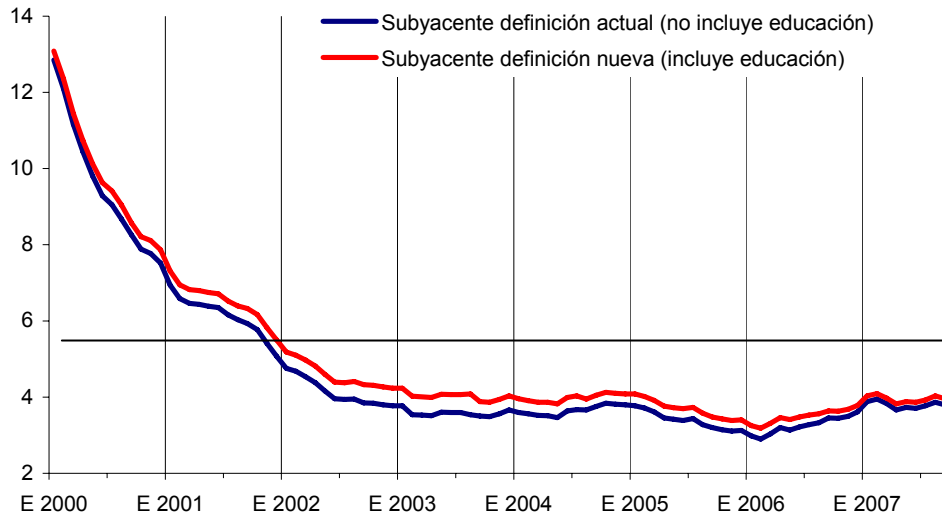
^{2/} Excluye alimentos dentro y fuera de casa.

Fuente: Cauley, Robert N. (Marzo 2007): "Core Versus Headline Inflation Targeting in Thailand", BIS; Agencias de Estadística y Bancos Centrales de países seleccionados.

Finalmente debe destacarse que, al calcular la inflación subyacente anual con la nueva definición, que incluye al subíndice de la educación privada, se observa que ésta fue 3.96 por ciento en septiembre de 2007, mientras que el

cálculo con la definición anterior arroja 3.80 por ciento para ese mismo mes. Esto, como consecuencia de que el ritmo de crecimiento de las colegiaturas ha sido mayor al del INPC durante el periodo de referencia (Gráfica 37).

Gráfica 37
Inflación Subyacente Anual: Definición Actual y Nueva



Fuente: Banco de México.

Anexo 2

Estimación del Efecto de la Reforma Fiscal sobre el INPC

En términos generales, un impuesto puede tener dos tipos de efectos sobre un índice de precios: a) un efecto directo, cuando el bien o servicio gravado es un componente de la canasta del índice de precios; y, b) un efecto indirecto, cuando los impuestos generan un aumento en los costos de las empresas, debido al incremento en el precio de los insumos que utilizan y/o de la carga fiscal que enfrentan, y éstas transfieren parte de estos costos adicionales a su precio final de venta.

La reforma fiscal aprobada por el H. Congreso de la Unión el pasado mes de septiembre estableció nuevos impuestos, los cuales podrían tener un efecto transitorio sobre la inflación.

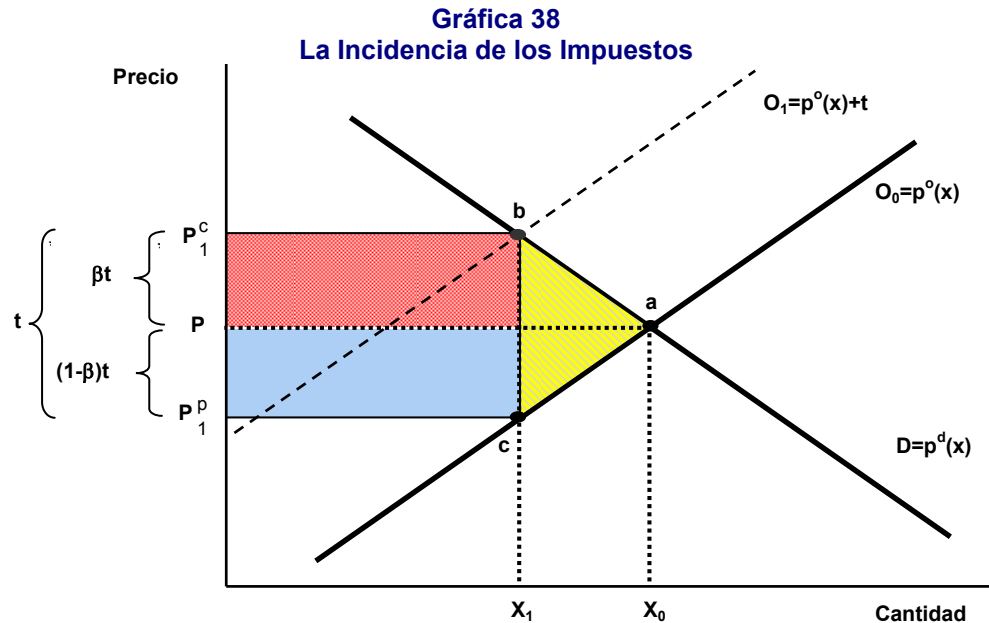
- i) El Impuesto Empresarial a Tasa Única (IETU) es un impuesto cuya carga estatutaria recae sobre las empresas y personas físicas con actividad empresarial. Por ello, este impuesto no tendrá un efecto directo sobre el INPC. No obstante, es posible que las empresas que se vean afectadas intenten transferir parte de la carga fiscal adicional al consumidor, vía incrementos en los precios de los bienes o servicios que producen.
- ii) El impuesto federal a las gasolinas y al diesel. Por tratarse de bienes con precio administrado, el impuesto a estos combustibles se traspasa íntegramente a su precio. Sin embargo, para 2008 y 2009 se prevé que los precios de estos combustibles, ya considerando los nuevos impuestos, se incrementen ligeramente por arriba del desliz registrado el presente año. Por este motivo, se anticipa que las presiones inflacionarias adicionales por este impuesto no resulten significativas.

Adicionalmente, en los Criterios Generales de Política Económica para 2008 se señaló que, en caso de que la reforma fiscal fuese aprobada, parte de los ingresos derivados de ella serían destinados a otorgar una reducción de tarifas eléctricas de punta (hora pico), en alta y media tensión, para usuarios industriales y comerciales. Esta medida podría implicar una reducción en los costos de producción de las empresas y, por lo tanto, atenuar el incremento en costos generado por la reforma fiscal recién aprobada. Por ello, este anexo también incluye una estimación del efecto de la reducción en las referidas tarifas eléctricas sobre el INPC.

La primera sección de este Anexo presenta un esquema de oferta y demanda que permite ilustrar el efecto de un impuesto sobre el precio de un producto. Teniendo este esquema como marco de referencia, la segunda sección describe la estimación del efecto del IETU sobre el INPC. Finalmente, la tercera sección presenta la estimación del impacto de la reducción de las tarifas eléctricas aludidas sobre el INPC.

1. Incidencia de los Impuestos: Marco de Referencia

Para estimar el efecto de la reforma fiscal sobre los precios, es importante mencionar que la carga que representa un impuesto puede no ser asumida por el agente a quien corresponde la carga estatutaria. En efecto, los impuestos pueden ser transferidos a otros agentes. La capacidad que tiene el productor de un bien o servicio para transferir al consumidor parte del impuesto, vía un incremento en precios (incidencia del impuesto sobre el consumidor), depende de las condiciones de oferta y demanda del mercado de ese producto.



En términos generales, el efecto en precios al consumidor de un impuesto se puede analizar mediante un esquema simple de equilibrio de mercado (oferta y demanda).²⁵ Para ejemplificar este efecto se puede considerar el caso de un impuesto por unidad sobre los productores (Gráfica 38). Partiendo de una situación de equilibrio inicial en el mercado (punto a), la aplicación de un impuesto (t) puede ser interpretada como un desplazamiento vertical de la curva de oferta por el monto del impuesto (de O_0 a O_1). Como consecuencia de este impuesto, se reduce la cantidad producida (de X_0 a X_1) y se presenta un diferencial entre el precio que paga el consumidor (P_1^c) y el precio que recibe el productor (P_1^p). De esta manera, es posible que el incremento en el precio al consumidor represente una fracción β del impuesto y que el productor absorba una fracción $(1-\beta)$ del mismo. Como resultado de la aplicación del impuesto, la

²⁵ El análisis de la incidencia del impuesto presentado se restringe a un enfoque de equilibrio parcial, es decir, se considera únicamente el efecto del impuesto en el mercado del producto analizado y no los efectos que pudieran existir sobre los mercados de otros bienes y servicios relacionados y sobre los mercados de los factores de producción. Sobre el tema de incidencia de los impuestos, véase por ejemplo: Binger, B. R. y E. Hoffman (1998), "Microeconomics with Calculus", Addison Wesley, Segunda Edición, pp. 345-356; Musgrave, R. y P. Musgrave (1995), "Hacienda Pública Teórica y Aplicada", Mc Graw Hill, Quinta Edición, pp. 305-338; Rosen, H. S. (2004), "Public Finance", McGraw-Hill/Irwin, Séptima Edición, pp. 273-301; Stiglitz, J. E. (2002), "La Economía del Sector Público", Antoni Bosch Editor, Tercera Edición, pp. 511-546; Varian H. R. (1994), "Microeconomía Intermedia", Antoni Bosch Editor, Tercera Edición, pp. 297-305. Para una visión de equilibrio general, el artículo pionero es Harberger, A. C. (1962), "The Incidence of the Corporate Income Tax", Journal of Political Economy, Vol. 70, pp 215-240.

recaudación que recibe el gobierno está representada, en la Gráfica 38, por el área $P_1^c bcP_1^p$.²⁶

Este esquema de mercado muestra, de forma simplificada, los elementos necesarios para la estimación del efecto en precios de un impuesto cuya base gravable son las ventas. En particular, como se puede apreciar, se requiere conocer la tasa del impuesto (t) y la incidencia al consumidor (β).

La incidencia sobre el consumidor, es decir, la parte del impuesto que se traspaasa a los precios (β), depende de las características de la oferta y demanda del mercado del bien en cuestión. Partiendo del equilibrio de oferta y demanda del bien $D(P^c) = O(P^c - t)$, la incidencia al consumidor está dada por:²⁷

$$\beta = \frac{\Delta P^c}{\Delta t} = \frac{n_o}{n_o - n_d}, \quad 0 \leq \beta \leq 1$$

donde $n_o \geq 0$ es la elasticidad de la oferta y $n_d \leq 0$ es la elasticidad de la demanda. La elasticidad de estas curvas se define como el cambio porcentual de la cantidad ofrecida o demandada, según corresponda, como proporción del cambio porcentual en el precio. La expresión de la incidencia al consumidor muestra que ésta depende de las elasticidades de las curvas de oferta y demanda. Para tratar de entender mejor esta relación es conveniente considerar algunos ejemplos. La Gráfica 39a presenta el caso extremo de un mercado con una demanda perfectamente elástica (horizontal), en el cual no existe un traspaso a los precios al consumidor ($\beta = 0$), por lo que el precio que recibe el productor disminuye en el monto íntegro del impuesto. Esta situación ilustra un mercado altamente competitivo, donde las empresas sólo pueden vender al precio determinado por la demanda, ya que en caso de intentar elevarlo, los consumidores desplazan sus compras a otros productores.

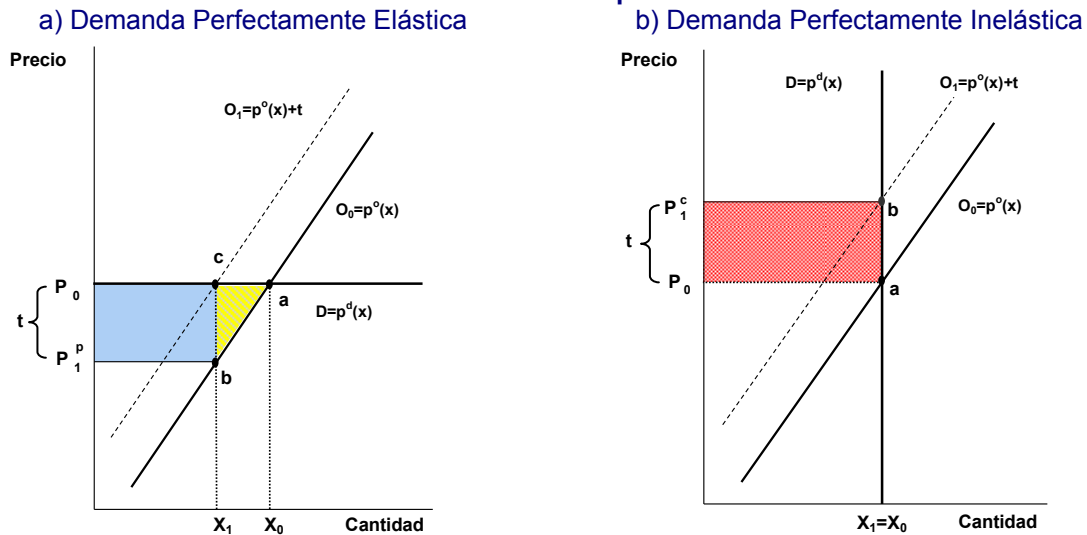
Por otra parte, cuando la demanda es perfectamente inelástica (vertical) (Gráfica 39b), la carga del impuesto se traspaasa íntegramente al precio final ($\beta = 1$). Una curva de demanda muy inelástica se presenta en los casos en donde no existen sustitutos cercanos al producto que se grava, cuando se trata de un bien básico, y/o cuando las preferencias del consumidor presentan hábitos de consumo muy arraigados.

En general, la incidencia de un impuesto recaerá mayormente sobre el lado del mercado (oferta o demanda) con una curva más inelástica.

²⁶ Con respecto a los costos y los beneficios del impuesto, las pérdidas de bienestar que enfrentan los consumidores (área $P_1^c baP$) y de beneficios que enfrentan los productores (área $PacP_1^p$) son superiores a la recaudación que recibe el sector público (área $P_1^c bcP_1^p$). Lo anterior implica que al introducir un impuesto, existe, en general, una pérdida neta de bienestar social (área abc).

²⁷ Véase por ejemplo Fullerton, D., y G. Metcalf, (2002), "Tax Incidence", en A. J. Auerbach y M. Feldstein (eds.), *Handbook of Public Economics*, Vol. 4, North Holland, pp. 1787-1872.

Gráfica 39
Incidencia de un Impuesto



2. Estimación del Efecto del IETU en el INPC

El esquema presentado corresponde a un impuesto a las ventas. No obstante, esta metodología puede utilizarse para analizar el traspaso a precios de incrementos en costos. Para ello, se requiere estimar la incidencia al consumidor (β) y una tasa equivalente a un impuesto a las ventas (t) que capture el mencionado cambio en costos derivado, en este caso, de la mayor carga fiscal por concepto del IETU. A continuación se presentan las metodologías empleadas en la estimación de estos dos elementos utilizados para estimar el impacto de la reforma fiscal en el INPC.

2.1. Incidencia sobre el Consumidor (β)

El primer elemento para estimar el impacto del IETU en el INPC consiste en estimar la incidencia al consumidor.

La capacidad de las empresas para traspasar el incremento de sus costos a precios depende de la estructura del mercado de los diferentes sectores económicos. Entre los factores principales que determinan esta capacidad están la concentración de mercado, el grado de competencia internacional que enfrente el sector, la existencia de otros bienes y servicios que sean sustitutos cercanos y las estructuras de costos de las empresas. Las elasticidades de la oferta y la demanda de los distintos sectores, y por lo tanto la incidencia de un impuesto sobre el consumidor, son resultado de todos estos factores.

Para estimar la incidencia sobre el consumidor del impacto sobre el INPC se siguieron dos pasos. Primero, se supuso que un cierto grupo de bienes y servicios tienen una incidencia de cero por este impuesto, destacando entre ellos algunos bienes y servicios con precios concertados o administrados, impuestos y

derechos locales, y vivienda propia.²⁸ En segundo lugar, para el resto de los bienes y servicios se consideraron las incidencias reportadas por Aportela y Werner (2002) para el episodio del ajuste del IVA en 1995.²⁹ Este episodio es particularmente apropiado para estimar la incidencia de un impuesto sobre los precios al consumidor debido a que se cuenta con dos trayectorias de precios, una correspondiente a las zonas fronterizas, donde la tasa del impuesto (IVA) no se modificó, y otra para el resto del país donde se incrementaron las tasas del IVA.

Cabe señalar que las incidencias estimadas en el estudio referido están sujetas a un alto grado de incertidumbre debido a los siguientes elementos. Primero, existe la incertidumbre estadística inherente a este tipo de estimaciones. Segundo, las diferencias entre las dos trayectorias de precios pudieron verse afectadas no sólo por el incremento en la tasa del IVA, sino también es posible que el entorno macroeconómico de ese año haya tenido efectos diferenciados en ambas regiones. Tercero, las incidencias estimadas en ese estudio son condicionales a las estructuras de mercado que existían en ese entonces. No obstante, el episodio del incremento del IVA antes referido constituye el único experimento natural reciente de su tipo con el que se cuenta para estimar las incidencias de un impuesto sobre los precios al consumidor.

2.2. Tasas Equivalentes de Impuestos a las Ventas (t)

El segundo elemento para estimar los efectos indirectos del IETU sobre el INPC consiste en estimar el incremento en la carga fiscal de las empresas por este impuesto, y expresarlo como una tasa equivalente de impuestos a las ventas. Al igual que en el caso de la estimación de las incidencias, la estimación de la recaudación adicional es un elemento clave en la estimación del posible impacto del IETU sobre el INPC.

El primer paso consiste en estimar la recaudación adicional por el IETU. A este respecto, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) presentó una metodología en la propuesta inicial de la “Reforma Integral de la Hacienda Pública”. Esta metodología está basada en el Sistema de Cuentas Nacionales de México (SCNM). Según esta metodología, la base del IETU puede estimarse utilizando el valor agregado, que se determina al descontar del valor bruto de la producción el consumo de bienes intermedios y, como principal deducción, la inversión física o formación bruta de capital.³⁰ Esta metodología requiere adecuaciones para incorporar las deducciones y acreditaciones posteriores a la propuesta original, aprobadas por el H. Congreso de la Unión, entre las que

²⁸ Se supone incidencia cero para los siguientes bienes y servicios: derechos por el suministro de agua, electricidad, gas doméstico, gasolinas de alto y bajo octanaje, larga distancia internacional, larga distancia nacional, línea telefónica, servicio telefónico local, vivienda propia, servicio doméstico, impuesto predial, cuotas de licencias y otros documentos, tenencia de automóvil, cuotas de autopistas, y metro o transporte eléctrico. Adicionalmente, en el caso del IETU se supuso que no existirá un efecto sobre el subíndice de educación. Cabe señalar que este supuesto no implica descartar revisiones a los precios de estos productos ajenas a los nuevos impuestos.

²⁹ Véase Aportela, F. y A. Werner (2002), “La reforma al impuesto al valor agregado de 1995: efecto inflacionario, incidencia y elasticidades relativas”, Documento de Investigación No. 2002-01, Banco de México.

³⁰ Es necesario considerar únicamente el valor agregado susceptible de ser gravado por este impuesto. El SCNM considera cinco sectores institucionales: sociedades no financieras, sociedades financieras, hogares, gobierno general y sociedades no lucrativas. Sólo los tres primeros sectores serán sujetos al IETU. Adicionalmente, es necesario realizar ajustes en el sector de los hogares para eliminar la parte de la producción de éstos que no está destinada al mercado.

destacan: i) la deducción de donativos; ii) el acreditamiento de la nómina (sólo aquella vinculada al ISR retenido) y de las contribuciones patronales a la seguridad social a la tasa de este impuesto; y, iii) el régimen fiscal especial para el sector agropecuario. Por otra parte, se requiere considerar el conjunto de deducciones con carácter temporal para la transición del régimen tributario ISR-IMPAC al régimen ISR-IETU, entre las que se contempla: la deducción gradual de la inversión del último cuatrimestre de 2007, la devolución correspondiente del IMPAC, y otros créditos fiscales y deducciones por inversiones anteriores, inventarios y pérdidas fiscales.

En virtud de que la SHCP dio a conocer que, considerando las características y los términos en que fue aprobada la reforma fiscal por el H. Congreso de la Unión, estima que dicha recaudación ascenderá a 1.1 por ciento del PIB para 2008 y 2009, para estimar el efecto del IETU sobre el INPC se utilizó esta información.³¹ No obstante, para realizar la estimación del impacto en precios es necesario desagregar por sector la estimación de la recaudación adicional. Debido a que no se cuenta con información a nivel de empresas para estimar la carga fiscal que éstas enfrentarán, se hicieron algunos supuestos utilizando la metodología antes descrita y la información del SCNM para distribuir la recaudación adicional a nivel de gran división de actividad económica.³²

En este contexto, es importante mencionar que la distribución sectorial de la recaudación adicional y, por consiguiente, la estimación de las tasas equivalentes, está sujeta a un elevado grado de incertidumbre. La estimación se realizó con la información disponible, en particular en lo referente a los supuestos para sectorizar la recaudación adicional y las deducciones transitorias por el paso del régimen tributario ISR-IMPAC al régimen ISR-IETU (véase nota 32). En la medida en la que las características de los sectores y las deducciones sean diferentes a las previstas, la estimación de las tasas equivalentes por sector y, por consiguiente, la del efecto de este impuesto sobre el INPC, podría ser diferente a la pronosticada en este ejercicio.

2.3. Efecto de la Reforma Fiscal sobre el INPC

Utilizando la metodología antes descrita, se estima que el efecto de la reforma fiscal sobre el INPC será de entre 40 y 50 puntos base en 2008 y de entre 2 y 5 puntos base en 2009.

Como se mencionó, el grado de incertidumbre asociado a estas estimaciones es elevado. Por una parte, las estimaciones de las incidencias a precios utilizadas provienen de un episodio que tuvo lugar en 1995. Si bien dicho episodio es idóneo para estimar las incidencias, existen elementos de incertidumbre, mencionados anteriormente, que sugieren tomar los resultados

³¹ Comunicado de prensa de la SHCP del 16 de septiembre de 2007 sobre la "Aprobación por el H. Congreso de la Unión del Paquete de la Reforma Hacendaria por los que Menos Tienen".

³² Algunas de las adecuaciones y supuestos realizados para esta sectorización son: i) el valor agregado de cada división se descontó por la parte producida por el gobierno y las sociedades no lucrativas; ii) para sectorizar la formación bruta de capital por actividad de destino, se utilizó una estimación de la proporción de las ventas que representa la inversión de cada sector; iii) la sectorización del acreditamiento de sueldos y salarios, así como las prestaciones a la seguridad social, se realizó con base en la distribución de las remuneraciones de los asalariados registradas en la cuenta de producción del SCNM; iv) se supuso que una parte del valor agregado no será gravada por el IETU, al ser generada en el sector informal, para lo cual se utilizaron las estimaciones de la informalidad, y su distribución sectorial, contenidas en la Cuenta Satélite del Subsector Informal de los Hogares del INEGI.

con cautela. Por otra parte, la estimación del impacto en el INPC requirió de supuestos para distribuir la recaudación adicional estimada por la SHCP a nivel sectorial. El uso de datos agregados a nivel de gran división de actividad económica limita la precisión de la estimación de la distribución de dicha carga. En particular, la composición al interior de cada sector entre las empresas que enfrentarán una carga fiscal adicional y las que no lo harán, tiene efectos sobre la recaudación adicional, lo cual no es posible estimar utilizando datos agregados.

Adicionalmente, es importante señalar que en las estimaciones anteriores no se incluyen posibles efectos de segunda ronda sobre la inflación. En particular, no se consideran efectos adicionales en caso de que se contaminara el proceso de negociación de salarios, o de incrementos en precios que no tengan su origen en un incremento en los costos por la mayor carga fiscal. De presentarse estos efectos, se podrían observar incrementos adicionales en los precios.

3. Reducción a las Tarifas Eléctricas de Punta

Como se mencionó, la reducción de las tarifas eléctricas de punta de alta y media tensión para usuarios industriales y comerciales podría generar una reducción en los costos de producción de las empresas que compense parte de los incrementos en costos debidos a la mayor carga fiscal. La metodología para la estimación del efecto en precios de un impuesto puede ser utilizada para estimar el posible efecto sobre el INPC de este subsidio.

Debido a que estas tarifas no están incluidas en la canasta del INPC, no existirá un impacto directo sobre dicho índice. Por otra parte, para determinar los posibles efectos indirectos sobre el INPC de esta medida es necesario estimar el efecto sobre los costos de producción de los distintos sectores que serán beneficiados por la reducción en las referidas tarifas, y utilizar las incidencias descritas anteriormente. Para realizar la estimación de la reducción de costos de producción se utilizó la matriz de insumo-producto publicada por el INEGI con información actualizada. El cambio en el precio de un insumo genera una serie de cambios subsecuentes en los costos de producción y los precios de los distintos sectores, y así sucesivamente hasta que el efecto se desvanece. La matriz insumo-producto permite estimar el efecto total de estos cambios sobre los costos de producción, expresados como una proporción del valor bruto de la producción.

Utilizando el cambio en costos estimado y las incidencias a precios del consumidor descritas con anterioridad, se estima que esta medida contribuya con una reducción del INPC en 2008 de entre 3 y 5 puntos base.

Anexo 3

Instrumentación de la Política Monetaria a través de un Objetivo Operacional de Tasa de Interés

El Banco de México tiene como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para alcanzar el control sobre la inflación que requiere este mandato, el Instituto Central debe definir un objetivo operacional que guíe la instrumentación de su política monetaria. A partir del 21 de enero de 2008, el Banco de México adoptará 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 (objetivo conocido como el “corto”). Es muy importante destacar que estos cambios no tienen ninguna implicación sobre la postura de política monetaria del Banco de México.

Antecedentes

Los bancos centrales hacen un análisis continuo de la evolución de los precios y de las perspectivas inflacionarias como apoyo en la conducción de su política monetaria. También dan seguimiento a los principales indicadores económicos determinantes de la inflación, entre los que destacan: el entorno externo y el tipo de cambio; las remuneraciones, salarios, empleo y costos unitarios de la mano de obra; la oferta y demanda agregadas; precios administrados y concertados; finanzas públicas; y, agregados monetarios y crediticios.³³

Un banco central no puede controlar directamente la inflación ni las variables que la determinan. Sin embargo, los bancos centrales sí cuentan con los instrumentos necesarios para afectar de manera directa a un grupo de variables nominales que, a su vez, tienen impacto sobre los determinantes de la inflación. A este grupo de variables se les conoce como “objetivos operacionales” y comprenden, entre otras, a las tasas de interés de corto plazo y a los saldos de las cuentas corrientes de la banca en el banco central. En la instrumentación de su política monetaria el banco central debe elegir uno de estos objetivos operacionales.

Objetivo Sobre Saldos en las Cuentas Corrientes – El “Corto”

Desde septiembre de 1995 el Banco de México ha instrumentado su política monetaria a través de un objetivo sobre las cuentas corrientes de la banca. En términos generales, la implantación de una política monetaria neutral bajo este esquema equivale a inyectar o retirar toda la liquidez necesaria, a tasas

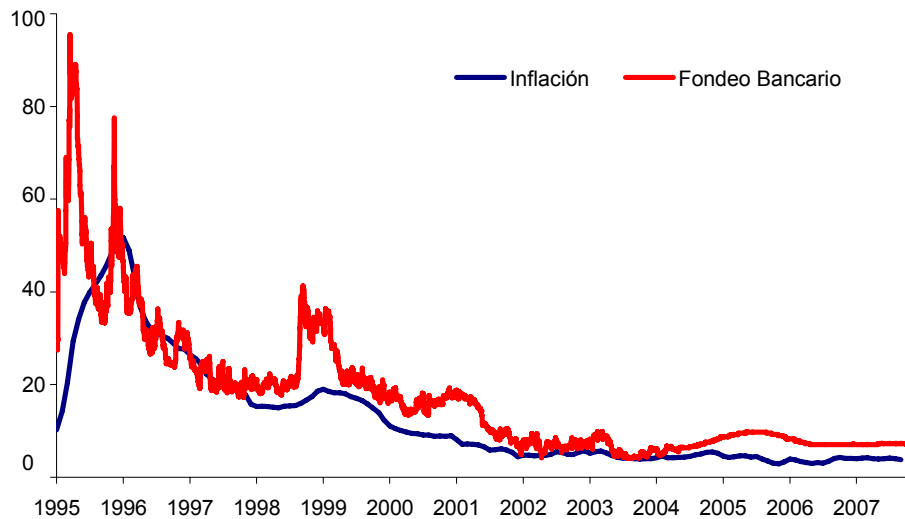
³³ Los regímenes de política monetaria conducidos bajo el esquema de objetivos de inflación se basan en el anuncio de una meta multianual de inflación, en la transparencia de las acciones de política monetaria, en la amplia comunicación con el público y, finalmente, en el análisis sistemático de un extenso conjunto de indicadores que proporcionan información sobre la futura trayectoria de la inflación. A partir de 2001, la política monetaria del Banco de México se conduce exclusivamente bajo este esquema. Para más detalles ver el Programa Monetario para 2001, p. 59.

de mercado, para que las cuentas corrientes finalicen el periodo de medición en cero. En cambio, cuando el banco central desea mantener una política restrictiva anuncia un saldo objetivo negativo, y, para una política monetaria expansiva, un saldo objetivo positivo.

Cuando existe un “corto” (saldo objetivo negativo) el banco central continúa inyectando toda la liquidez que el sistema necesita, sin embargo, una parte de ésta, el monto del “corto”, la provee a tasas de interés penales (actualmente dos veces la tasa de interés de fondeo interbancario a un día). Esta acción presiona las tasas de interés de mercado al alza pues los bancos buscan pedir prestados los fondos para evitar el pago de las tasas penales del banco central.³⁴

La experiencia en México con el uso del “corto” reveló que, en la práctica, la postura de política monetaria del Banco de México se señalaba más por los cambios en el nivel objetivo que por su nivel específico. Así, un aumento del “corto” era interpretado como una postura más restrictiva, es decir, una señal para que aumentaran las tasas de interés. En contrapartida, una reducción de éste se interpretaba como una posición más neutral aunque el “corto” todavía se mantuviera.

Gráfica 40
Fondeo Bancario e Inflación Anual
Por ciento



Elegir un objetivo sobre las cuentas corrientes de la banca tiene varias ventajas. En primer lugar, evita que las autoridades monetarias tengan que determinar un nivel específico de la tasa de interés de corto plazo. En México esto fue especialmente conveniente durante los años de alta volatilidad de los mercados financieros y cuando las tasas de interés de corto plazo eran prácticamente las únicas referencias en el mercado de dinero. Así mismo, en un entorno de inflación a la baja, un objetivo sobre las cuentas corrientes permite que las tasas de interés disminuyan conforme se ajustan las expectativas inflacionarias (Gráfica 40). Tal fue el caso en México de 1995 a 2003, periodo

³⁴ Una descripción más detallada de este tema se encuentra en el documento “Régimen de Política Monetaria (‘el corto’)” en www.banxico.org.mx / Política monetaria e inflación / Material Didáctico.

durante el cual la inflación pasó de 52% a 4%. Por último, el “corto” es un instrumento eficaz para permitir una distribución de las perturbaciones externas e internas entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Esta característica es especialmente importante cuando una economía está expuesta a una alta volatilidad de la inflación.

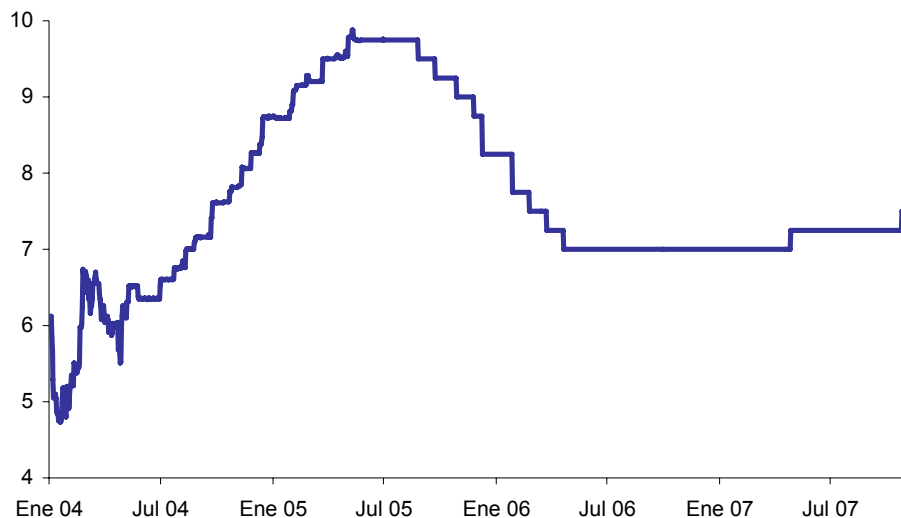
Una vez lograda la estabilidad de los mercados financieros y la consolidación de las tasas de inflación en niveles bajos, transmitir las señales de política monetaria exclusivamente a través del “corto” es menos apropiado. Con una inflación estable, es necesario ser más específico sobre el nivel deseado de la tasa de interés. Por tal motivo, y con el fin de reforzar la instrumentación de su política monetaria, el Banco de México llevó a cabo una serie de medidas encaminadas a adoptar un objetivo operacional de tasas de interés.

Transición a un Objetivo Operacional de Tasas de Interés

A partir de 2003 el Banco de México realizó algunas modificaciones encaminadas a la instrumentación de su política monetaria. En primer lugar, el objetivo sobre las cuentas corrientes de la banca dejó de fijarse sobre los saldos acumulados y comenzó a determinarse sobre el saldo final diario. Adicionalmente, el Banco decidió anunciar su postura de política monetaria en fechas predeterminadas en lugar de hacerlo en cualquier momento.³⁵

La necesidad de restringir la política monetaria llevó al Banco de México, en abril de 2004, a complementar el anuncio del nivel del “corto” con señalamientos más precisos sobre el nivel deseado de las “condiciones monetarias” o tasas de interés. Específicamente, a través de sus comunicados, el Banco logró que las tasas de interés de fondeo interbancario a un día se ajustaran en movimientos puntuales y estables (Gráfica 41).

Gráfica 41
Fondeo Bancario^{1/}



1/ A partir de julio de 2005 se muestra el nivel mínimo anunciado para las condiciones monetarias.

³⁵ No obstante, la preferencia por anunciar cambios en la postura de política monetaria en las fechas preestablecidas, el Banco de México, al igual que cualquier otro banco central, se reserva la facultad de hacerlo en cualquier momento.

Objetivo Operacional de Tasas de Interés

Una vez alcanzada la consolidación de la estabilidad macroeconómica y el mayor desarrollo de los mercados financieros, establecer un objetivo operacional sobre las tasas de interés es un paso natural. De esta manera, la adopción de la tasa de fondeo interbancario a un día como objetivo operacional en sustitución del “corto” concluye la transición iniciada en 2003. Los anuncios de política monetaria a partir de abril de 2004 han establecido tasas de interés mínimas, por lo que el mercado ha operado “de facto” siguiendo una tasa señalada por el Banco de México. Vale la pena destacar que el último movimiento de las tasas de fondeo interbancario relacionado con un cambio en el “corto” fue en febrero de 2005. En este sentido, la migración formal a un objetivo operacional de tasas de interés se instrumentará sin alterar la forma en que el Banco de México lleva a cabo sus operaciones. Adicionalmente, el cambio facilitará la comprensión de las acciones de política monetaria y homologará su instrumentación con la que siguen varios bancos centrales del mundo (Cuadro 12).

Cuadro 12
Objetivos Operacionales en Distintos Países

	Tasa Objetivo	Instrumentos Operativos más comunes de OMAs ¹	Tasa de OMAs ¹	Facilidad de crédito	Facilidad de depósito
Estados Unidos	Fondeo interbancario a 1 día	Reportos	Resultado de una subasta	50 p.b. por encima de la tasa objetivo	No remunerados
Unión Europea	Tasa Mínima de Refinanciamiento de créditos a una semana	Reportos	El Banco fija un piso en las subastas a tasa variable	100 p.b. por encima de la tasa mínima de refinanciamiento	100 p.b. por debajo de la tasa mínima de refinanciamiento
Canadá	Fondeo interbancario a 1 día	Reportos	Resultado de una subasta	25 p.b. por encima de la tasa objetivo	25 p.b. por debajo de la tasa objetivo
Chile	Fondeo interbancario a 1 día	Reportos y subastas de pagarés emitidos por el banco central	Resultado de una subasta	Por tramos; de 0 a 400 p.b. por encima de la tasa objetivo	100 p.b. por debajo de la tasa objetivo

1. OMA: Operación de Mercado Abierto.

Fuente: bancos centrales de los países respectivos.

Para llevar a cabo el cambio hacia un objetivo operacional de tasas de interés se implementarán las adecuaciones siguientes a partir del 21 de enero de 2008.

- Se eliminará el objetivo operacional sobre el saldo diario (“corto”) de las cuentas corrientes de los bancos con el Banco de México y se sustituirá por una tasa objetivo para las operaciones de fondeo bancario a plazo de un día.
- Las operaciones de mercado abierto tendrán como objetivo llevar a cero el saldo agregado de las cuentas corrientes de los bancos al final del día. El Banco de México continuará inyectando o retirando toda la liquidez faltante o sobrante del sistema a través de estas operaciones.

- Las tasas a las que se remuneraran excedentes en las cuentas corrientes o se cobran los sobregiros seguirán siendo de cero y de dos veces la tasa de fondeo bancario a plazo de un día, respectivamente.

Es muy importante destacar que estos cambios no tienen ninguna implicación sobre la postura de política monetaria del Banco de México. Como se destacó anteriormente, el Banco no ha utilizado movimientos en el “corto” para señalar su postura de política monetaria desde principios de 2005.

El Cuadro 13 resume las principales características de la instrumentación actual de la política monetaria y los cambios que entrarán en vigor a partir del 21 de enero de 2008.

Cuadro 13
Objetivos Operacionales en México

	Tasa Objetivo	Instrumentos Operativos más comunes de OMAs ¹	Tasa de OMAs ¹	Facilidad de crédito	Facilidad de depósito
Actual	<i>No aplica. La postura de política monetaria se anuncia a través de cambios en el saldo diario de las cuentas corrientes de las instituciones de crédito y en las condiciones monetarias.</i>	Subastas de créditos, depósitos y reportos	Resultado de una subasta	Dos veces la tasa de fondeo interbancario	No remunerados
A partir de enero 2008	Fondeo interbancario a 1 día	Subastas de créditos, depósitos y reportos	Resultado de una subasta	Dos veces la tasa de fondeo interbancario	No remunerados

1. OMA: Operación de Mercado Abierto.