

Informe sobre la Inflación

Enero – Marzo 2007



BANCO^{DE}MEXICO

ABRIL, 2007

JUNTA DE GOBIERNO

Gobernador

GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ

Subgobernadores

EVERARDO ELIZONDO ALMAGUER

GUILLERMO GÜÉMEZ GARCÍA

JOSÉ JULIÁN SIDAQUI DIB

ADVERTENCIA

A menos que se especifique lo contrario, este documento está elaborado con información disponible al 27 de abril de 2007. Las cifras son de carácter preliminar y están sujetas a revisiones.

CONTENIDO

Informe sobre la Inflación Enero-Marzo 2007

1. Introducción	1
2. Evolución Reciente de la Inflación	3
2.1. Índice Nacional de Precios Productor	9
3. Principales Determinantes de la Inflación	10
3.1. Entorno Externo	10
3.1.1. Actividad Económica Global	10
3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación	11
3.1.3. Mercados Financieros	14
3.1.4. Perspectivas	16
3.2. Demanda y Oferta Agregadas en México	16
3.2.1. Indicadores de Demanda y Oferta Agregadas	16
3.2.2. Empleo	21
3.2.3. Sector Externo	23
3.3. Costos y Precios	26
3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra	26
3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados	28
3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales	29
3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios	31
3.4.1. Agregados Monetarios y Financiamiento	32
4. La Política Monetaria durante el Primer Trimestre de 2007	37
5. Balance de Riesgos y Conclusiones	43

1. Introducción

La actividad económica mundial mantuvo un crecimiento elevado en 2006. Para el presente año se anticipa que su ritmo de expansión se reduzca gradualmente, pero que continúe siendo favorable. En Estados Unidos, la información más reciente sugiere que la economía podría desacelerarse más de lo previsto por los analistas a principios del año. En particular, el deterioro del mercado inmobiliario, incluyendo el aumento en la morosidad de la cartera hipotecaria de mayor riesgo, parecería haber empeorado marginalmente el balance de riesgos para el crecimiento de dicha economía.

Por otra parte, es previsible que las presiones inflacionarias a nivel global disminuyan en 2007 como resultado de la fase del ciclo por la que atraviesa la economía mundial y ante la perspectiva de menores precios de los energéticos respecto del año anterior. Esto ha contribuido a que las expectativas de inflación en los principales países industrializados se hayan mantenido ancladas. No obstante, los precios de los energéticos presentaron un ligero repunte en las últimas semanas, como resultado del recrudecimiento de algunos riesgos geopolíticos, al tiempo que los precios de otras materias primas se han visto presionados al alza y han mostrado volatilidad.

La combinación de mayores riesgos a la baja para el ritmo de expansión de la economía estadounidense con riesgos inflacionarios que no se han modificado de manera sustantiva, ha coadyuvado a que los mercados financieros internacionales continúen mostrando abundante liquidez. De esta forma, los precios de diversos activos y las divisas de las economías emergentes han registrado una evolución favorable.

Durante el primer trimestre de 2007 la economía mexicana continuó mostrando signos de desaceleración en su tasa de crecimiento, en concurrencia con la fase del ciclo económico por la que atraviesa Estados Unidos. En particular, los indicadores de producción mostraron un debilitamiento, en gran parte como reflejo del menor dinamismo de la demanda externa. Por lo que se refiere al comportamiento de la demanda interna, continúa la expansión del gasto en consumo e inversión, aunque en ambos casos se ha atenuado su ritmo de crecimiento.

La evolución reciente de la inflación se ha visto afectada desde mediados de 2006 por una serie consecutiva de choques de oferta, propiciando un repunte tanto de la inflación general anual, como de la inflación anual subyacente. Como lo ha mencionado el Banco de México, los choques referidos se han concentrado en un número reducido de productos y sus principales implicaciones deberían de ser cambios en precios relativos. No obstante, su magnitud, el hecho de que se han materializado en un periodo de tiempo corto, así como la elevada ponderación que los precios de los productos afectados tienen en el Índice Nacional de Precios al Consumidor, han conducido a que la inflación general anual se sitúe por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad establecido alrededor de la meta de inflación de 3 por ciento.

En particular, destacan los incrementos en los precios del azúcar y de la tortilla, que han afectado al componente de mercancías de la inflación

subyacente. En el caso de la tortilla, a pesar de que los incrementos de precios tuvieron su origen en el alza que han presentado las cotizaciones internacionales del maíz, éstos se vieron exacerbados por diversas distorsiones que caracterizan la cadena de producción maíz-tortilla. En este contexto, durante el primer trimestre de 2007 el Gobierno Federal puso en marcha diversas acciones encaminadas a propiciar un abasto adecuado de maíz y una dinámica de precios más ordenada. Cabe mencionar que el pasado 25 de abril se extendió la vigencia del Acuerdo para Estabilizar el Precio de la Tortilla hasta el 15 de agosto de 2007.

Las perturbaciones a las que se ha hecho mención dieron lugar a que en los primeros meses del año aumentaran las previsiones de inflación del Instituto Central para 2007. En particular, se anticipa que la inflación general anual se ubique entre 4 y 4.5 por ciento hasta el tercer trimestre del año, y en niveles entre 3.5 y 4 por ciento al cierre de 2007. En el caso de la inflación subyacente anual, se espera una tendencia decreciente y que también cierre el año entre 3.5 y 4 por ciento.

Hasta ahora, la evolución de la inflación general y de la subyacente se ha mantenido, en términos generales, en línea con lo anticipado.¹ Aunque no existe evidencia significativa de contaminación en el proceso de formación de precios, algunos de ellos, relacionados con productos alimenticios, ya se han visto afectados. Además, conviene destacar los siguientes riesgos:

- i) Se ha incrementado la incertidumbre asociada a la determinación de los precios de algunos productos, particularmente de la tortilla y de otros alimentos que utilizan diversos granos como insumo.
- ii) La expectativa de que la inflación se sitúe por encima del intervalo de variabilidad por un periodo prolongado, acrecienta el peligro de que se contamine el proceso de formación de precios y salarios.
- iii) Los precios internacionales de los granos y de ciertas materias primas se han mantenido presionados y han incrementado su volatilidad. Las cotizaciones de los energéticos han mostrado fluctuaciones abruptas.
- iv) El ritmo de crecimiento de los precios de los servicios continúa elevado.
- v) Las expectativas de inflación se mantienen por encima de la meta de 3 por ciento.

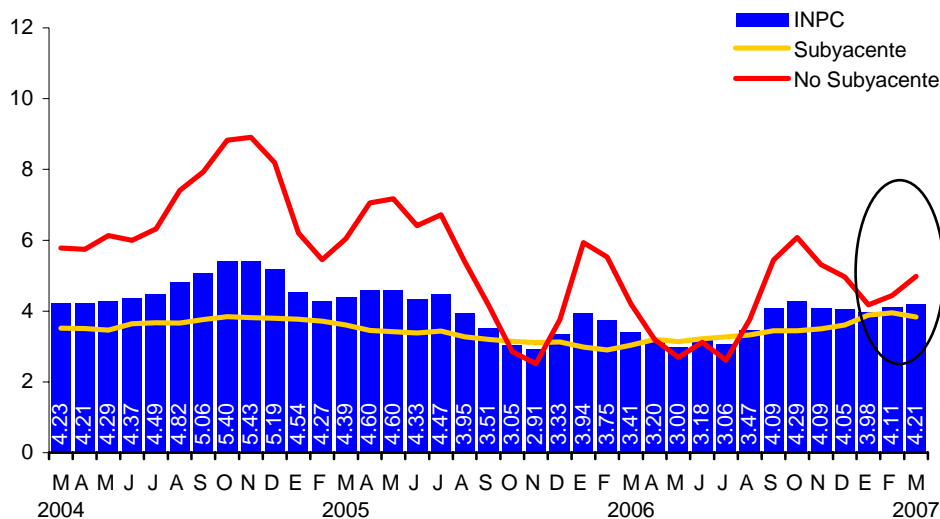
Por tanto, si bien la desaceleración de la actividad económica es un factor que podría contribuir a mitigar los riesgos antes descritos, la Junta de Gobierno consideró conveniente reforzar de manera preventiva la postura monetaria. Así, después de haber mantenido las condiciones monetarias sin cambio en el primer trimestre del año, la Junta decidió en abril restringirlas en 25 puntos base. El propósito es alcanzar un mejor balance en cuanto a los riesgos de inflación y evitar que el proceso de formación de precios y salarios en la economía se vea afectado por los choques de oferta que se han presentado. Ello subraya el compromiso del Banco de México con la estabilidad de los precios.

¹ Ver nota al pie número 2, en la sección 2.

2. Evolución Reciente de la Inflación

En el primer trimestre de 2007 la inflación general anual registró niveles elevados. En lo principal, ello fue consecuencia de perturbaciones de oferta que se presentaron desde mediados de 2006 y cuyos efectos aún no se disipan. Al igual que el trimestre anterior, las presiones inflacionarias continuaron concentrándose en un número reducido de productos, destacando la tortilla de maíz, el azúcar, los cigarros y la cebolla. Así, la inflación general anual alcanzó 4.21 por ciento en marzo de 2007 (la cifra correspondiente fue 4.05 por ciento en diciembre de 2006, Gráfica 1).²

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



Las perturbaciones de oferta referidas incidieron en gran medida sobre la trayectoria que presentó la inflación subyacente. En particular, las variaciones anuales de los precios de algunos genéricos del grupo de los alimentos, bebidas y tabaco repuntaron significativamente, dando lugar a que en febrero de 2007 la inflación subyacente anual alcanzase el nivel más elevado desde hace casi cinco años, al situarse en 3.95 por ciento. Al respecto, a partir de marzo este indicador comenzó a descender, colocándose en 3.83 por ciento en dicho mes. Cabe

² Durante la primera quincena de abril la variación del Índice Nacional de Precios al Consumidor resultó de -0.21 por ciento y de 3.96 por ciento a tasa anual. Este resultado se explica, en lo principal, por una inflación no subyacente de -0.70 por ciento en la referida quincena, que se originó en una disminución, mayor a la estacionalmente observada en los últimos años, de las tarifas eléctricas correspondiente al inicio de la temporada cálida. A este respecto, vale la pena señalar que las tarifas eléctricas de temporada cálida hasta el año 2006 habían iniciado en Tapachula en febrero, 13 ciudades del centro-sur del país en abril y 13 ciudades de la región norte en mayo. No obstante, con base en los niveles de temperatura observados, la CFE reclasificó las ciudades del INPC ubicadas en Coahuila y Nuevo León para que iniciaran con las referidas tarifas en abril cuando, como se mencionó, tradicionalmente lo habían hecho en mayo. Ello ocasionó una baja de 0.16 puntos porcentuales en la inflación de la quincena y en la tasa anual correspondiente. Para el detalle de las tarifas eléctricas de la CFE y su fecha de aplicación puede consultarse su página en Internet <http://www.cfe.gob.mx>.

señalar que al excluir de la canasta de precios subyacente a los genéricos afectados por choques de oferta (tortilla de maíz, azúcar y cigarros), y normalizando las ponderaciones del resto de los genéricos de dicha canasta para que sumen cien, su variación anual en marzo hubiera sido de 3.45 por ciento (Cuadro 1, Gráfica 2).³

Cuadro 1
Incidencia a la Inflación General Anual de los Componentes del INPC*
Puntos porcentuales

	Variación anual por ciento				Incidencias puntos porcentuales				Diferencia (d-a)
	Dic-2006	Ene-2007	Feb-2007	Mar-2007	Dic-2006 (a)	Ene-2007 (b)	Feb-2007 (c)	Mar-2007 (d)	
INPC	4.05	3.98	4.11	4.21	4.05	3.98	4.11	4.21	0.15
Subyacente	3.61	3.89	3.95	3.83	2.43	2.60	2.65	2.58	0.15
Mercancías	3.38	3.80	3.83	3.78	1.19	1.33	1.34	1.33	0.14
Alimentos	5.10	6.17	6.05	5.92	0.76	0.92	0.90	0.88	0.12
Cigarros	1.37	6.05	9.35	9.66	0.01	0.05	0.07	0.07	0.06
Tortilla de maíz	13.82	19.13	15.49	14.31	0.19	0.26	0.22	0.20	0.01
Azúcar	31.93	30.84	30.18	28.95	0.07	0.07	0.07	0.06	-0.01
Resto de mercancías	2.12	2.06	2.20	2.20	0.43	0.42	0.44	0.45	0.02
Servicios	3.87	3.98	4.09	3.89	1.24	1.27	1.31	1.25	0.01
Vivienda	3.73	3.78	3.81	3.59	0.65	0.66	0.63	0.63	-0.02
Vivienda Propia	3.45	3.45	3.38	3.17	0.40	0.40	0.39	0.37	-0.03
Resto de servicios	4.02	4.21	4.41	4.25	0.59	0.62	0.65	0.63	0.03
Servicios turísticos en paquete	3.70	4.81	5.89	7.10	0.03	0.04	0.05	0.06	0.03
No Subyacente	4.96	4.17	4.44	4.98	1.62	1.38	1.46	1.63	0.00
Agropecuarios	8.30	5.55	5.83	8.67	0.71	0.48	0.50	0.73	0.02
Frutas y Verduras	15.46	7.04	6.77	13.59	0.52	0.25	0.24	0.45	-0.07
Jitomate	10.18	-26.77	-39.38	-37.02	0.06	-0.19	-0.26	-0.17	-0.23
Cebolla	186.09	237.18	236.99	269.36	0.22	0.29	0.28	0.33	0.10
Limón	-5.99	-12.16	23.73	74.96	-0.01	-0.02	0.03	0.09	0.10
Pecuarios	3.69	4.53	5.19	5.53	0.19	0.23	0.27	0.28	0.09
Huevo	15.79	21.19	23.38	22.67	0.09	0.12	0.14	0.13	0.04
Carne de res	-0.40	-0.08	1.05	1.37	-0.01	0.00	0.03	0.03	0.04
Carne de ave	8.39	9.81	8.81	9.81	0.10	0.11	0.10	0.11	0.02
Administrados y Concertados	3.14	3.03	3.39	3.07	0.57	0.55	0.62	0.56	-0.01
Administrados	4.42	3.55	3.99	3.43	0.41	0.33	0.37	0.32	-0.09
Gasolina bajo octanaje	5.59	4.21	3.83	4.46	0.17	0.13	0.12	0.14	-0.03
Gasolina alto octanaje	8.46	8.50	8.32	8.73	0.04	0.04	0.04	0.04	0.00
Electricidad	5.07	4.52	3.98	3.87	0.15	0.14	0.12	0.12	-0.04
Gas doméstico	1.53	0.81	3.41	0.71	0.04	0.02	0.09	0.02	-0.02
Concertados	1.83	2.49	2.77	2.69	0.16	0.22	0.25	0.24	0.08
Autobús urbano	5.87	8.43	9.26	7.78	0.08	0.11	0.12	0.11	0.03
Educación	5.71	5.64	5.61	5.60	0.35	0.34	0.34	0.34	-0.01

* La incidencia se refiere a la contribución en puntos porcentuales de cada componente del INPC a la inflación general. Ésta se calcula utilizando los ponderadores de cada subíndice, así como los precios relativos y sus respectivas variaciones. En ciertos casos, la suma de los componentes de algún grupo de subíndices puede tener alguna discrepancia por efectos de redondeo.

La tasa de variación anual del subíndice de las mercancías pasó de 3.38 a 3.78 por ciento entre diciembre de 2006 y marzo de 2007 (Cuadro 1 y Gráfica 2). La evolución reciente de este subíndice ha sido determinada, en gran medida, por el desempeño de los precios de la tortilla de maíz, de los cigarros y del azúcar. Con relación al primero de estos genéricos, la variación anual que registró su índice al cierre del primer trimestre de 2007 fue de 14.31 por ciento, aunque en enero ésta fue aún mayor (19.13 por ciento). Debido a la importancia que este producto tiene en el gasto de las familias, el alza referida incidió significativamente sobre la inflación (Cuadro 1).⁴

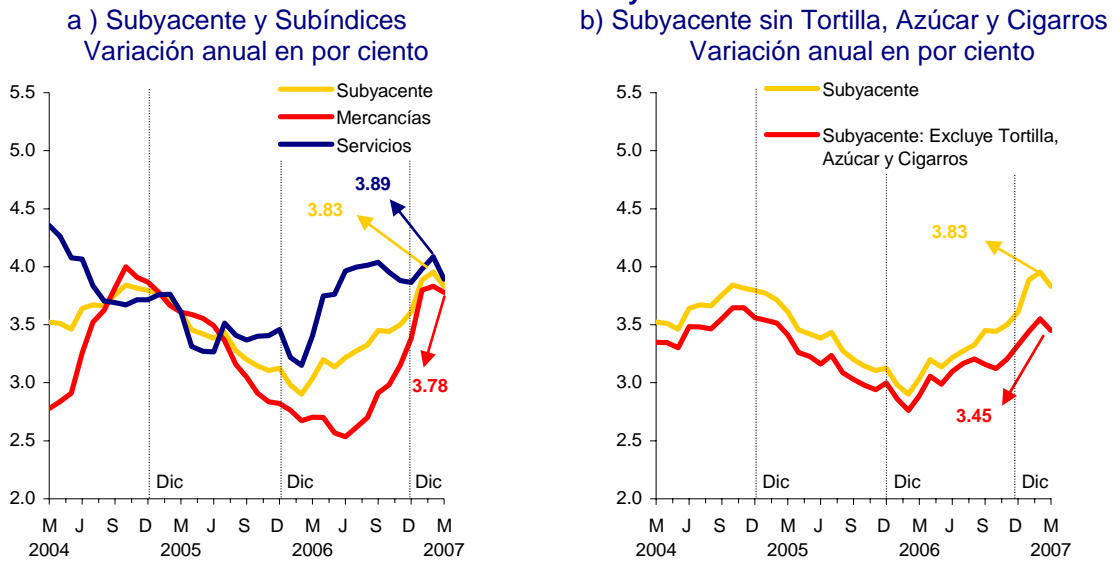
La trayectoria ascendente que se observó en los precios de la tortilla de maíz entre septiembre de 2006 y la primera quincena de enero de 2007 tuvo su origen en el alza que se ha presentado en las cotizaciones internacionales del maíz. No obstante, estos aumentos se vieron exacerbados por diversas distorsiones presentes en la cadena de producción maíz-tortilla. Dicha tendencia alcista fue interrumpida con el Acuerdo para Estabilizar el Precio de la Tortilla que

³ El INPC se integra por 315 genéricos, y el índice de precios subyacente se compone de un subconjunto de 232 genéricos.

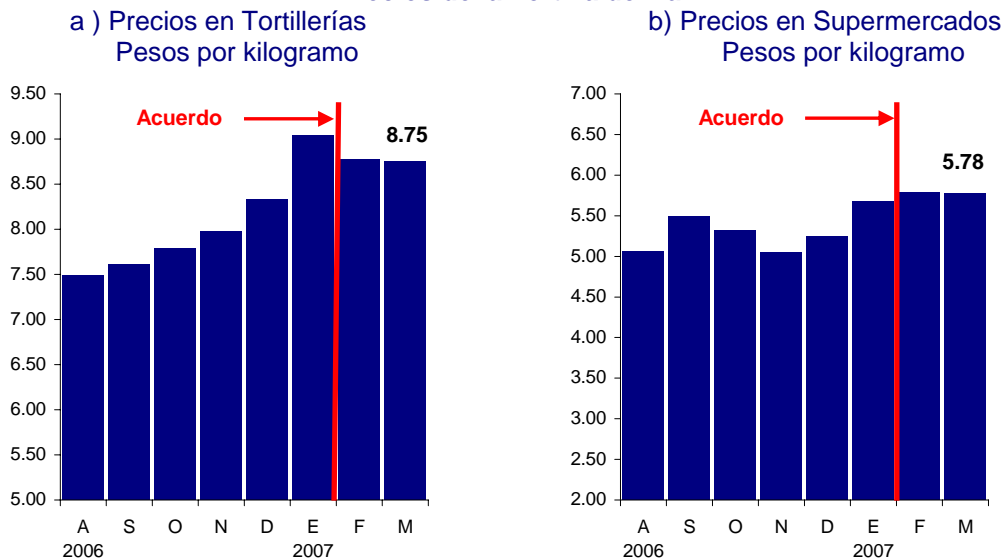
⁴ Al interior del índice de precios subyacente los ponderadores de la tortilla de maíz, azúcar y cigarros son 1.76, 0.30 y 0.86 por ciento (en el INPC dichas ponderaciones son 1.23, 0.21 y 0.60 por ciento, respectivamente).

llevó a cabo el Gobierno Federal con diversos participantes del sector (Gráfica 3). El Acuerdo, con vigencia del 18 de enero al 30 de abril de 2007, determinó precios de venta máximos para la tortilla y sus insumos (maíz y harina).⁵ Asimismo, se autorizó la importación adicional de maíz, libre de arancel. Al respecto, cabe mencionar que el pasado 25 de abril el Gobierno Federal y los representantes de la industria del maíz, de la harina y de la tortilla renovaron dicho Acuerdo hasta el 15 de agosto del año en curso.

Gráfica 2
Índice de Precios Subyacente



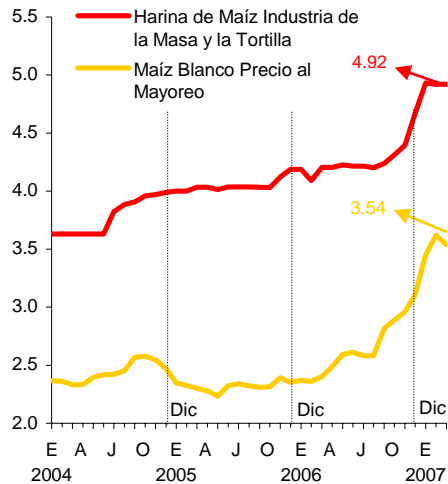
Gráfica 3
Precios de la Tortilla de Maíz



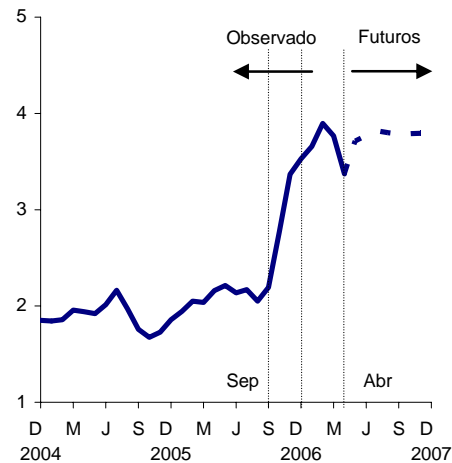
A pesar de las diversas medidas que se establecieron en el ámbito nacional para limitar el alza en los precios de la tortilla de maíz y de sus insumos, las cotizaciones del maíz blanco y de su harina mantuvieron un nivel elevado. Ello

⁵ Una descripción detallada de los precios máximos acordados se encuentra en el Informe sobre la Inflación Octubre – Diciembre 2006, p.6.

ha sido resultado, en gran medida, de las presiones que han presentado estos granos en los mercados internacionales, ante su mayor demanda para uso en la producción de bioenergéticos y alimento para animales (Gráfica 4).⁶ Ante la magnitud de esa perturbación, es previsible que incida considerablemente sobre el cálculo de la inflación anual, al menos durante los primeros ocho meses del año en curso.

Gráfica 4
Precios de Insumos para la Tortilla
a) Precios de los Insumos de la Tortilla
 Pesos por kilogramo


Fuente: Banco de México.

b) Precio Internacional del Maíz Amarillo
 Dólares por bushel


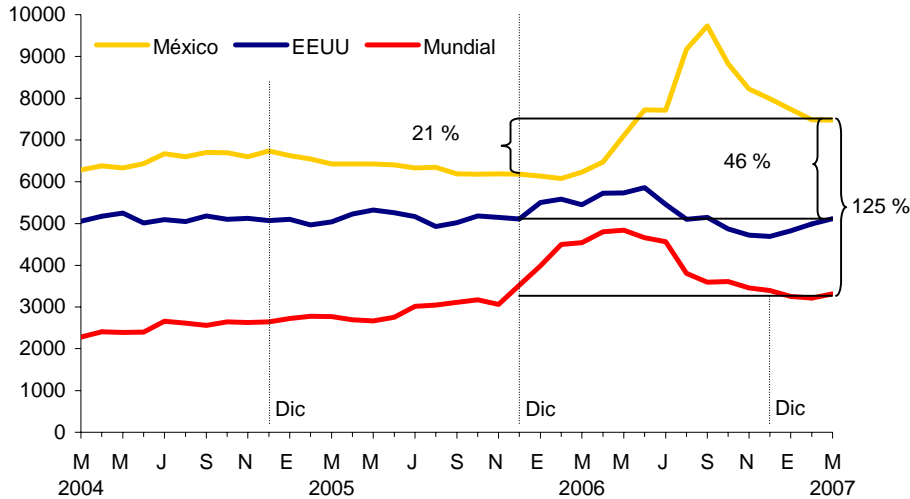
Fuente: Departamento de Agricultura de EEUU y Chicago Board of Trade. Las cotizaciones de los futuros corresponden al 26 de abril de 2007.

Durante el trimestre referido, los cigarros destacaron como el genérico que influyó en mayor grado en el aumento que registró la inflación subyacente anual, con una contribución de 41 por ciento del incremento observado. En marzo de 2007 la variación anual del precio de los cigarros alcanzó 9.66 por ciento. Ello obedeció, en gran medida, al alza que se decretó en el Impuesto Especial sobre Producción y Servicios (IEPS), y que grava el consumo de dicho producto. El referido gravamen se fijó en 140 por ciento para 2007 (el año anterior la tasa comparable fue de 110 por ciento) y se determinó que para 2008 y 2009 ésta se elevase a 150 y 160 por ciento, respectivamente.

Por su parte, en marzo de 2007 el precio del azúcar presentó un incremento anual de 28.95 por ciento, lo que mantuvo en un nivel elevado la contribución de este genérico a la inflación subyacente (Cuadro 1). Las cotizaciones internas del endulzante tuvieron una evolución distinta a la observada en los mercados internacionales. Al finalizar el primer trimestre de 2007, los precios externos del azúcar se ubicaron en un nivel similar al observado en diciembre de 2005, revirtiendo completamente el alza de precios que se presentó durante el primer trimestre de 2006. En contraste, al comparar las cotizaciones internas al mayoreo, se observa que en marzo de 2007 éstas se situaron 21 por ciento por arriba de lo que registraron en diciembre de 2005, a la vez que rebasan en 125 por ciento a los precios que rigen en el mercado mundial (Gráfica 5).

⁶ En la Sección 3.3.3 se comenta con mayor detalle la evolución de los precios internacionales de los granos.

Gráfica 5
Precios Internos y Externos del Azúcar
Pesos por tonelada

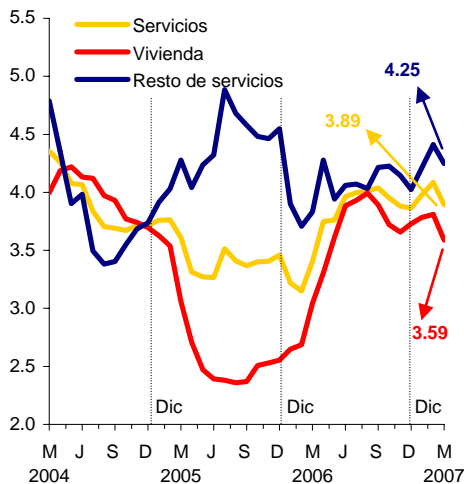


Fuente: Sistema Nacional de Información e Integración de Mercados (México).
Departamento de Agricultura de Estados Unidos (EEUU y Mundial).

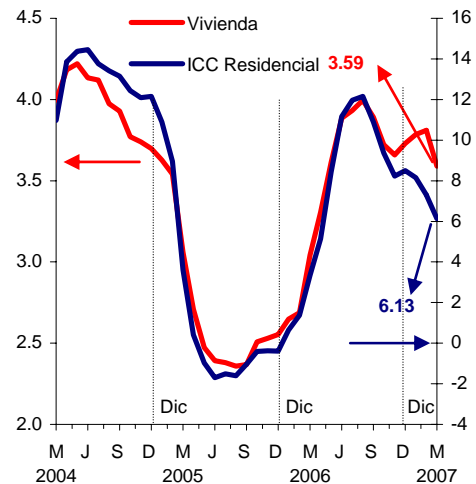
La variación anual del subíndice de los servicios se modificó marginalmente al alza, al pasar de 3.87 a 3.89 por ciento entre diciembre de 2006 y marzo de 2007. Ello fue producto de dos influencias que se compensaron entre sí. En primer lugar, se observó una mayor contribución de los servicios tanto de los correspondientes a la alimentación, como a los de los paquetes turísticos (en el caso de estos últimos debido al cambio en la semana en la que ocurrió el periodo vacacional de Semana Santa respecto al año anterior). En segundo término, se registró una reducción en la variación anual del grupo de la vivienda, al comenzar a disiparse los efectos de los choques que el año pasado afectaron a los precios de los materiales para la construcción derivados del acero y del cobre (Gráfica 6).

Gráfica 6
Subíndice Subyacente de los Servicios

a) Servicios y Componentes
Variación anual en por ciento

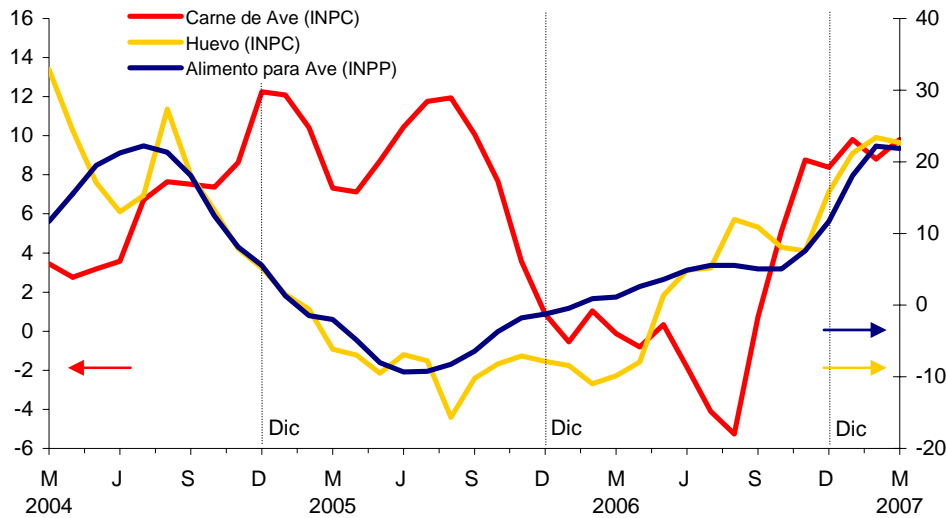


b) Vivienda e Índice de Costos de la Construcción Residencial
Variación anual en por ciento

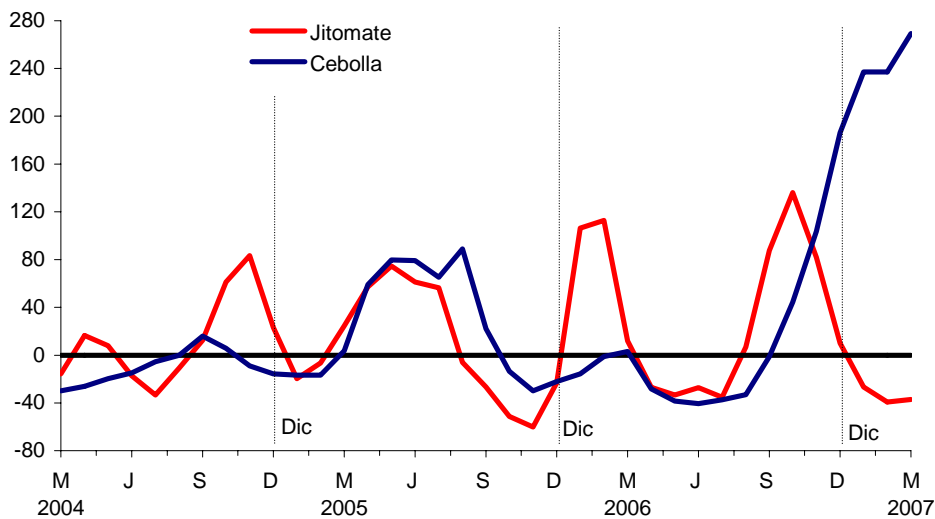


En marzo de 2007 la inflación no subyacente anual alcanzó 4.98 por ciento, cifra similar a la que se observó al cierre del trimestre anterior (4.96 por ciento). En lo principal, este resultado fue producto de la elevada variación de las cotizaciones del subíndice de los productos agropecuarios (8.67 por ciento). A su vez, ello obedeció a la menor oferta de limón y cebolla por las mermas en los cultivos ocasionadas por problemas climatológicos y, en el caso de la cebolla, por la menor siembra consecuencia de los bajos precios que había alcanzado la hortaliza en años anteriores. Asimismo, las variaciones en los precios del huevo y la carne de ave también se vieron presionadas al alza por los mayores costos derivados de los alimentos preparados para la engorda de los animales (Gráfica 7 y Cuadro 1). Cabe destacar que un factor que limitó los impactos alcistas antes descritos fue la significativa reducción en las cotizaciones del jitomate (Gráfica 8).

Gráfica 7
Índice de Precios del Huevo y de la Carne de Ave
 Variación anual en por ciento



Gráfica 8
Índice de Precios del Jitomate y la Cebolla
 Variación anual en por ciento

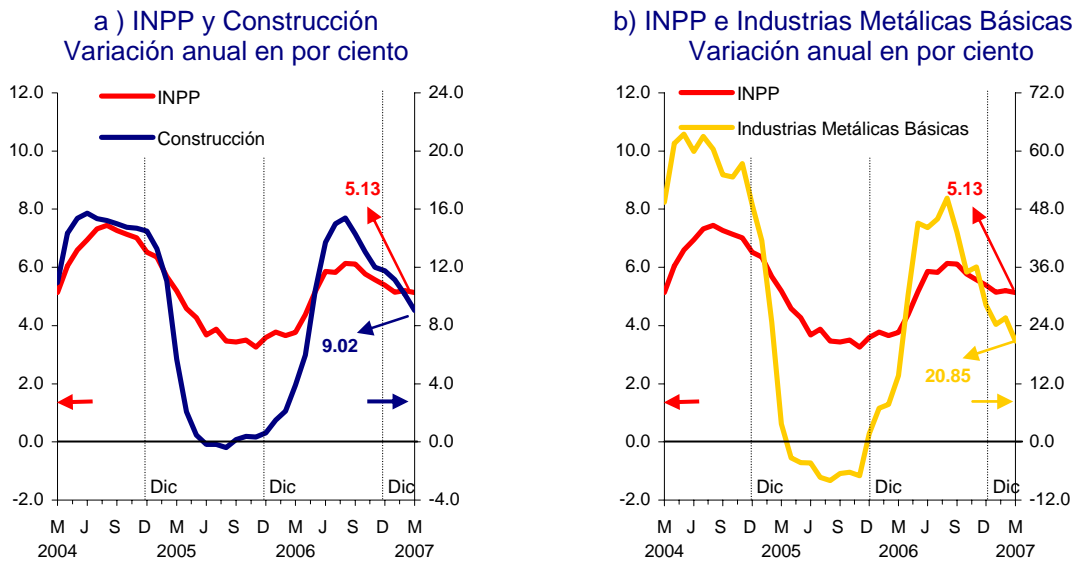


A continuación se describen las variaciones anuales del resto de los componentes del índice no subyacente, entre diciembre de 2006 y marzo de 2007: i) el subíndice de precios administrados disminuyó de 4.42 a 3.43 por ciento, ello fue producto de la trayectoria de los precios de los bienes y servicios que cuentan con referentes externos o reglas asociadas a ellos (gasolina en las ciudades fronterizas, gas natural y tarifas eléctricas de alto consumo); ii) el subíndice de precios concertados aumentó de 1.83 a 2.69 por ciento, debido principalmente a revisiones en las tarifas de transporte público en algunas ciudades (Monterrey, Guadalajara, Torreón y Hermosillo, entre otras); y, iii) el subíndice de la educación pasó de 5.71 a 5.60 por ciento. En la Sección 3.3.2 se comenta con mayor detalle la trayectoria de los primeros dos subíndices mencionados.

2.1. Índice Nacional de Precios Productor

En marzo de 2007 el Índice Nacional de Precios Productor (INPP), excluyendo petróleo, registró una variación anual de 5.13 por ciento. Ello significó un decremento de 0.26 puntos porcentuales con relación a la cifra que se observó al cierre del trimestre anterior. Este resultado fue influido, en lo principal, por la desaceleración en las variaciones anuales de los subíndices de la construcción y de las industrias metálicas básicas (Gráfica 9). Cabe señalar que la menor inflación del sector de la construcción se debió, en su mayor parte, a que se han venido disipando los efectos del alza que se observó el año pasado en los precios de los materiales para la construcción derivados del cobre y del acero.

Gráfica 9
Índice Nacional de Precios Productor Excluyendo Petróleo: Mercancías y Servicios Finales



3. Principales Determinantes de la Inflación

3.1. Entorno Externo

La economía mundial mostró un ritmo de expansión significativo a principios de 2007, si bien parece haberse registrado cierta pérdida de vigor respecto de lo observado en el último trimestre de 2006. Las principales economías mostraron un comportamiento diferenciado. En Estados Unidos, la actividad económica continuó siendo afectada, entre otros factores, por la debilidad de la inversión, especialmente la residencial. La información reciente sugiere que esta evolución se vio acompañada de un crecimiento dinámico - aunque más moderado que en el trimestre previo- de la producción en otros países avanzados y de una expansión robusta de las economías emergentes. Por otra parte, la continuación de presiones salariales moderadas y la desaceleración de la actividad económica global permitieron contener las presiones inflacionarias y mantener ancladas las expectativas de inflación, a pesar de la volatilidad de los precios del petróleo. En este contexto, las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales continuaron siendo favorables para los emisores de las economías emergentes, no obstante un breve episodio de volatilidad financiera a mediados del trimestre.

3.1.1. Actividad Económica Global

En Estados Unidos, el PIB continuó registrando en el cuarto trimestre de 2006 tasas de crecimiento (3.1 por ciento a tasa anual y 2.5 por ciento a tasa trimestral anualizada) inferiores a las observadas en el primer semestre del año, a pesar de la expansión del consumo y del aumento de las exportaciones netas. De hecho, estos últimos factores atenuaron el impacto tanto de la contracción (en el cuarto trimestre respecto al tercer trimestre) de la inversión residencial y del gasto de capital de las empresas, como de un ciclo de ajuste de inventarios. El menor ritmo de acumulación de inventarios se reflejó de forma particularmente aguda en el sector manufacturero, cuyos índices de actividad apenas superaron en diciembre en 0.1 por ciento su nivel de agosto pasado. El ritmo de expansión del PIB resintió un debilitamiento adicional durante el primer trimestre de 2007 (2.1 por ciento a tasa anual y 1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada), al experimentar la demanda interna una expansión a tasa anual de 1.9 por ciento -la más baja en 16 trimestres- y registrarse un aumento en el déficit en la balanza comercial. La debilidad del gasto en inversión continuó a principios de 2007. Si bien la inversión no residencial mostró una ligera expansión, la inversión residencial disminuyó otra vez fuertemente (16.7 por ciento a tasa anual y 17 por ciento a tasa trimestral anualizada) en el contexto de un aumento en los atrasos en pagos sobre hipotecas otorgadas a acreedores de menor calidad crediticia. Por su parte, el consumo mantuvo un ritmo sólido de crecimiento (3.4 por ciento a tasa anual y 3.8 por ciento a tasa trimestral anualizada).

En la zona del euro y en Japón se mantuvieron condiciones favorables para el crecimiento al inicio de 2007. En la primera, si bien se estima una desaceleración en el periodo enero-marzo respecto del elevado ritmo de expansión alcanzado en el último trimestre de 2006 (3.3 por ciento a tasa anual), la región continuó beneficiándose del crecimiento de la demanda interna - impulsado por la expansión del empleo y el repunte de la inversión-, así como de

la significativa fortaleza del sector externo. En Japón, el ritmo de expansión del PIB repuntó en el cuarto trimestre de 2006 (variación a tasa anual de 2.5 por ciento), al recuperarse el consumo de la debilidad observada en el periodo julio-septiembre y al recobrar vigor la inversión no residencial. La información oportuna apunta a una continuación de dichas tendencias durante el primer trimestre de 2007.

Las economías emergentes en general han mantenido un ritmo de crecimiento elevado, apoyadas por condiciones financieras favorables, el dinamismo de la expansión manufacturera en Asia y los elevados precios de los productos primarios. En China, la inversión fija se desaceleró en el segundo semestre de 2006, al parecer en respuesta a las medidas adoptadas para evitar una expansión excesiva de la economía. Sin embargo, el fuerte ritmo de crecimiento de la demanda a principios de 2007 generó preocupación por un sobrecalentamiento, lo que impulsó al banco central a aumentar el encaje legal en enero, febrero y abril. En el resto de las economías emergentes de Asia la actividad económica ha continuado mostrando dinamismo.

Por su parte, América Latina registró una elevada tasa de crecimiento económico en 2006, apoyada en el fortalecimiento de la demanda interna, una demanda externa robusta y una mejora adicional de los términos de intercambio. En particular, la balanza en cuenta corriente mostró una posición superavitaria por quinto año consecutivo. Se espera que la región continúe registrando un sólido ritmo de expansión en 2007, si bien menor al alcanzado en 2006.

3.1.2. Tendencias Generales de la Inflación

Las expectativas de inflación a nivel global se mantuvieron, en términos generales, contenidas a principios de 2007, como resultado de presiones salariales moderadas y de la desaceleración de la actividad económica en diversas economías.

Los precios del petróleo continuaron disminuyendo a principios de 2007, situándose a mediados del mes de enero en alrededor de 50 dólares por barril en el caso del WTI. No obstante, los precios se recuperaron a partir de entonces, promediando 58.1 dólares por barril (47 dólares para la mezcla mexicana de exportación) durante el primer trimestre, esto es, poco más de 1.7 dólares por debajo de su promedio en el trimestre previo (Gráfica 10).⁷ Cabe destacar que al finalizar el primer trimestre el precio del barril de crudo WTI se situó en 65.9 dólares, manteniéndose en abril en niveles por encima de los observados en promedio en el periodo enero-marzo.⁸ De esta forma, los precios de la energía presionaron nuevamente a los índices generales de inflación al alza. Por otra parte, el crecimiento del índice de precios de los productos primarios no

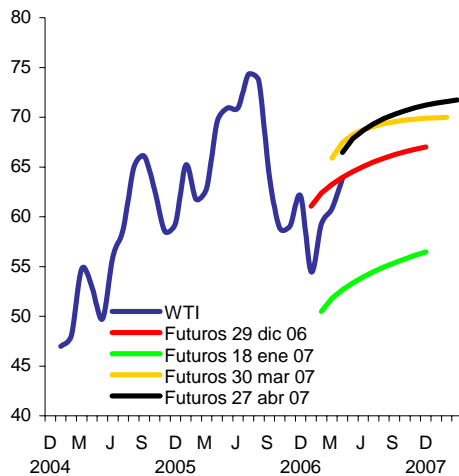
⁷ El incremento en los precios de otros crudos ligeros fue aun mayor. Así por ejemplo, a partir de la segunda semana de marzo, el diferencial entre el WTI y otros crudos de referencia como el Brent del Mar del Norte se tornó negativo y llegó hasta 4 dólares por barril. Esto se debió, en parte, a una disminución de la demanda de WTI como resultado de trabajos de mantenimiento en refinerías de la costa del Golfo de México y del medio oeste de Estados Unidos. Además, el nivel de inventarios en el principal punto de entrega física del WTI (Cushing, Oklahoma) se ubicó en ese lapso en niveles elevados.

⁸ Los factores que apoyaron la recuperación de los precios a partir de su mínimo de mediados de enero incluyeron: el anuncio de los planes para reabastecer la Reserva Estratégica de Petróleo de Estados Unidos; nuevas tensiones geopolíticas, particularmente en Irán; las bajas temperaturas en el noreste de Estados Unidos; las dificultades en la actividad de refinación; y, el cumplimiento parcial de los compromisos de recortes de producción por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo.

petroleros publicado por el FMI registró una desaceleración en el primer bimestre, en respuesta fundamentalmente a un debilitamiento del ritmo de expansión de los precios de los metales.⁹ Cabe señalar que la tasa de crecimiento de estos últimos mostró volatilidad en marzo y abril.

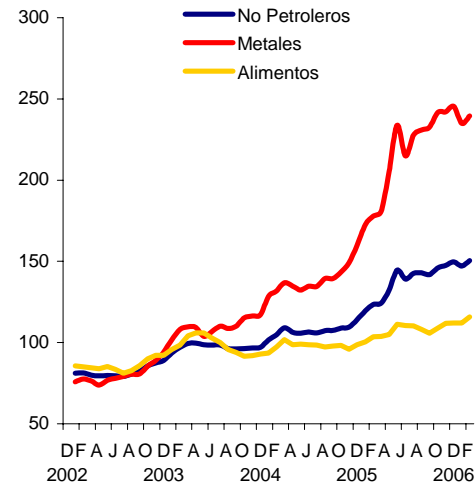
Gráfica 10
Precios de Productos Primarios

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



Fuente: Bloomberg.

b) Precio de Productos Primarios
Índices 1995=100



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

En Estados Unidos, el aumento en los precios de los alimentos y de la energía impulsaron al alza la inflación general, no obstante la relativa estabilidad de la inflación subyacente en meses recientes (Gráfica 11). La inflación general a tasa anual pasó de 2.5 por ciento en diciembre, a 2.8 por ciento en marzo. Por su parte, la inflación subyacente registró en marzo una cifra de 2.5 por ciento a tasa anual, apenas por debajo de la observada al cierre del año anterior (2.6 por ciento). Si bien la inflación subyacente se mantuvo relativamente estable en los primeros meses de 2007, es importante subrayar que la cifra de marzo es significativamente mayor a la observada hace un año (2.1 por ciento) y que su nivel actual es considerado relativamente elevado por la Reserva Federal.

La continuación de aumentos salariales moderados ha contribuido a atenuar las presiones sobre los precios y a mantener bien ancladas las expectativas inflacionarias. Ello, a pesar de que el índice de costos laborales unitarios mostró un ligero repunte a finales de 2006, alcanzando un crecimiento anual de 3.4 por ciento en el cuarto trimestre. Al respecto, cabe señalar que la información usada para calcular dichos costos es relativamente volátil y otros indicadores de la evolución de los salarios, como el índice del costo del empleo,

⁹ En enero-febrero de 2007, el índice de precios calculado por el Fondo Monetario Internacional para los productos primarios no petroleros aumentó a tasas anuales ligeramente mayores a 20 por ciento, que se comparan con tasas superiores a 30 por ciento en el cuarto trimestre de 2006. El ritmo de crecimiento de los precios de los metales se desaceleró notablemente (34.6 por ciento a tasa anual en febrero, contra 61.2 por ciento en promedio en el cuarto trimestre). Los precios de los alimentos aumentaron 11.9 por ciento en febrero, contra 13.6 por ciento en el cuarto trimestre. El aumento anual de los precios de las materias primas se ubicó en 13.9 por ciento en febrero (11 por ciento en el cuarto trimestre).

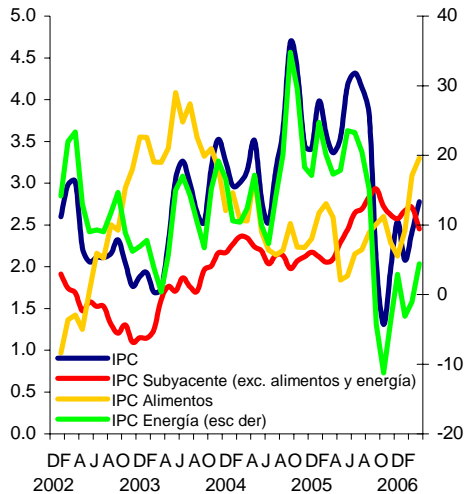
sugieren una presión salarial menor. Además de la aceleración de los salarios, también ha contribuido al aumento de los costos laborales unitarios el menor ritmo de crecimiento de la productividad. Sin embargo, no es claro si esto último constituye un cambio de tendencia o únicamente la evolución cíclica normal de dicho indicador.

Gráfica 11
EUA: Índices de Precios y Expectativas de Inflación

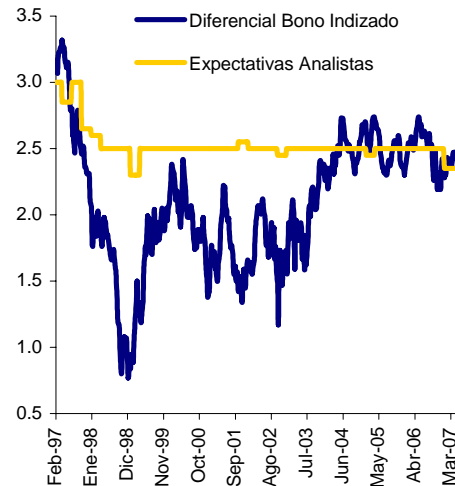
Variación anual en por ciento

a) Precios al Consumidor

b) Expectativas de Inflación de Largo Plazo



Fuente: BLS.



Nota: El diferencial se refiere a la resta del rendimiento del bono nominal del Tesoro a 10 años y el bono indizado a 10 años. Las expectativas de analistas provienen de los pronósticos de inflación de largo plazo del *Survey of Professional Forecasters, Philadelphia Fed*.

Fuente: Federal Reserve y Philadelphia y St. Louis Fed.

En la zona del euro, la inflación general se mantuvo por debajo de 2 por ciento a tasa anual durante el primer trimestre de 2007, de conformidad con la meta fijada por el Banco Central Europeo (BCE), a pesar del repunte en los precios del petróleo al final del período. El BCE estima que, de permanecer los precios de la energía en la trayectoria marcada por las cotizaciones a futuro, la inflación general descenderá en los próximos meses, para posteriormente repuntar a niveles alrededor de 2 por ciento hacia finales del año. El BCE ha advertido que dicho escenario está sujeto a riesgos al alza. En Japón, el índice general de precios al consumidor interrumpió el alza que venía observando desde principios del 2006, para registrar nuevamente variaciones negativas a tasa anual en febrero y marzo. El crecimiento anual del índice de precios al consumidor disminuyó de 0.9 por ciento en agosto de 2006, a -0.1 por ciento en marzo de 2007, fundamentalmente como resultado de la baja en los precios de la energía. Por su parte, el índice de precios al consumidor excluyendo alimentos y energía continuó mostrando variaciones anuales negativas en el primer trimestre de 2007.

La inflación en las economías emergentes se ha mantenido, en general, en niveles relativamente bajos, aunque la presencia de presiones inflacionarias se ha hecho patente en algunos casos. La inflación de China ha mostrado cierto repunte a partir de fines de 2006, como reflejo de precios más elevados de los alimentos y de la vivienda, ubicándose en marzo en 3.3 por ciento anual. En

América Latina, la inflación mostró una tendencia a la baja en 2006. Lo anterior se vio influido en varios países por la apreciación de sus monedas. La moderación de las presiones inflacionarias continuó en diversas economías latinoamericanas en el primer trimestre de 2007, aunque en algunas de ellas, como Venezuela, el ritmo de crecimiento de los precios repuntó.

3.1.3. Mercados Financieros

El entorno de baja volatilidad en los mercados financieros internacionales se interrumpió brevemente a finales de febrero, al observarse un periodo de turbulencia que se prolongó hasta principios de marzo. Además, algunos de los principales bancos centrales han adoptado una posición de mayor cautela ante los riesgos de presiones inflacionarias. No obstante, en general continuaron prevaleciendo condiciones financieras de abundante liquidez. De esta forma, los diferenciales de tasas de interés asociados a la deuda soberana en las economías emergentes se ubicaron a principios de abril en mínimos históricos.

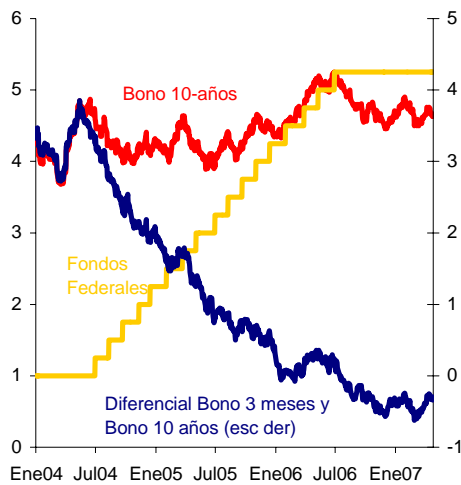
En sus dos reuniones del primer trimestre de 2007, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo inalterada su tasa de política, la cual ha permanecido en 5.25 por ciento desde el pasado mes de junio. Los comunicados del Comité continuaron señalando a la inflación como la principal preocupación. Diversos factores, entre ellos el entorno de incertidumbre generado por la corrección en el segmento del mercado crediticio hipotecario de menor calidad, generaron la percepción de mayores riesgos a la baja para la trayectoria de la actividad económica en Estados Unidos. Ante el entorno antes descrito, y considerando que los riesgos inflacionarios se han mantenido relativamente estables, la curva de futuros de la tasa de fondos federales asignó una mayor probabilidad a un relajamiento de la política monetaria en la segunda mitad del presente año. Al darse a conocer posteriormente cifras más favorables para la trayectoria de la actividad económica, se moderó la expectativa de una disminución de la tasa de fondos federales (Gráfica 12). Por su parte, las tasas de interés de largo plazo, que habían mostrado cierta tendencia ascendente durante enero, registraron descensos durante el episodio de volatilidad de febrero y principios de marzo, los cuales se revirtieron durante el resto del trimestre. En balance, durante el periodo enero-marzo estas tasas de interés se ubicaron por debajo de la tasa de fondos federales. La tasa de los bonos del Tesoro a 10 años registró un nivel de 4.70 por ciento el 26 de abril, que se compara con cifras de 4.63 y 4.65 por ciento a finales de diciembre de 2006 y marzo de 2007, respectivamente.

El Banco Central Europeo continuó durante el primer trimestre de 2007 con el proceso gradual de retiro del estímulo monetario, estimando que éste sigue siendo sustancial y que existen riesgos significativos a mediano plazo para la estabilidad de precios. Las tasas de referencia aumentaron en 25 puntos base en ese lapso y permanecieron sin cambios en la reunión del Consejo del BCE de mediados de abril. El Banco de Japón también subió en un cuarto de punto porcentual su tasa de política en su reunión de febrero. En las minutas de dicha reunión, las autoridades explican que ello contribuirá a asegurar el crecimiento sostenido al evitar grandes fluctuaciones en la economía y una asignación inadecuada de recursos. En sus reuniones del 10 y el 27 de abril, el Banco de Japón dejó inalterada su tasa de interés de referencia.

El dólar continuó su declive durante el primer trimestre de 2007. El índice de tipo de cambio efectivo contra las principales monedas se depreció 1.2 por ciento, mientras que el índice de la canasta amplia de monedas declinó en 0.9 por ciento.¹⁰ Por su parte, los mercados accionarios cayeron de manera generalizada durante el episodio de turbulencia registrado a fines de febrero y principios de marzo. Este episodio se caracterizó por una reducción del apetito por riesgo, lo cual se atribuyó a diversos factores, incluyendo un continuo deterioro en el mercado hipotecario de calidad inferior en Estados Unidos y cierta preocupación acerca de las perspectivas de crecimiento de ese país. Sin embargo, para fines de marzo los mercados se tranquilizaron y hacia finales de abril los mercados accionarios alcanzaron nuevos máximos, con algunas salvedades, particularmente en Asia.

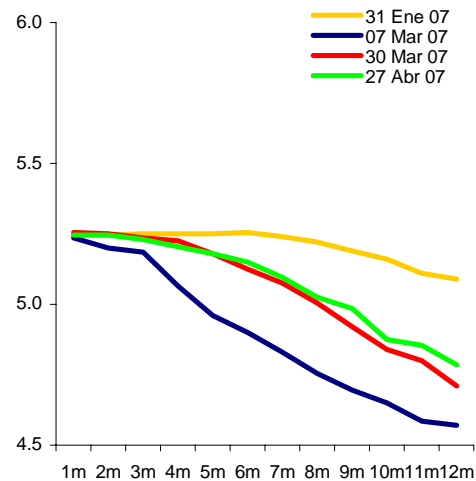
Gráfica 12
EUA: Tasas de Interés
Por ciento anual

a) Rendimiento del Bono a 10 años del Tesoro de EUA, Tasa de Fondos Federales y Diferencial del Bono a 10 años y el Bono a 3 meses



Fuente: Reserva Federal.

b) Futuros de Fondos Federales



Fuente: Bloomberg.

El episodio de turbulencia también afectó a los índices de deuda soberana. Desde fines de noviembre y hasta fines de febrero, los precios de los activos de los mercados emergentes repuntaron y los márgenes de riesgo soberano de los países emergentes alcanzaron mínimos históricos en los dos primeros meses de 2007.¹¹ El periodo de nerviosismo de los últimos días de febrero y principios de marzo se tradujo en aumentos en los diferenciales de riesgo para las colocaciones soberanas. No obstante, al tranquilizarse los mercados, dicha tendencia se revirtió. De esta forma, los diferenciales cayeron a

¹⁰ El índice de tipo de cambio real efectivo del dólar respecto de las principales monedas elaborado por la Reserva Federal, es un promedio de sus cotizaciones frente al euro, el yen, el dólar canadiense, la libra esterlina, el franco suizo, el dólar australiano y la corona sueca, ponderadas por la importancia del comercio del país correspondiente con los Estados Unidos. En el índice amplio, se incluyen las monedas de 26 países.

¹¹ El EMBI Global registró un mínimo histórico de 167 puntos base el 25 de enero. Al finalizar el primer trimestre, dicho indicador se ubicó en un nivel de 170 puntos base.

nuevos mínimos históricos a principios de abril, manteniéndose en niveles muy reducidos durante el resto del mes.

3.1.4. Perspectivas

Se espera que durante el presente año y el siguiente la economía mundial siga expandiéndose a un ritmo favorable, aunque con cierta pérdida de vigor respecto de lo observado en 2006, y con una menor contribución relativa por parte de la economía de Estados Unidos. Además, se espera que la inflación descienda en las economías avanzadas y que las expectativas correspondientes de largo plazo permanezcan ancladas en niveles moderados.

Este escenario favorable enfrenta diversos riesgos. Por una parte, no puede descartarse un nuevo episodio de aumentos en los precios de la energía. Por otra parte, las presiones sobre la inflación subyacente podrían incrementarse por efecto de los elevados niveles de utilización de la capacidad utilizada y la tendencia incierta de la productividad en algunas economías. Ello podría presionar a los costos laborales unitarios, lo cual podría requerir de un apretamiento adicional de la política monetaria.

Aunque el breve período de volatilidad financiera registrado a principios del año no parece haber tenido un impacto duradero, la posibilidad de un ahondamiento de las dificultades en el mercado de hipotecas de menor calidad en Estados Unidos continúa vigente. Ello podría agravar la difícil situación del mercado inmobiliario. De observarse un debilitamiento adicional de dicho mercado, se podría afectar de manera importante al consumo, además del efecto adverso sobre la inversión residencial en ese país.

Finalmente, el riesgo de un ajuste desordenado de los desequilibrios globales en cuenta corriente no se ha disipado. Si bien la probabilidad de que esto ocurra parece pequeña en la actualidad, los costos asociados serían elevados. Cabe señalar, por otra parte, que la depreciación del dólar y la recomposición del balance de crecimiento global observados hasta ahora, están contribuyendo a que la corrección de los desequilibrios se lleve a cabo de manera gradual.

3.2. Demanda y Oferta Agregadas en México

3.2.1. Indicadores de Demanda y Oferta Agregadas

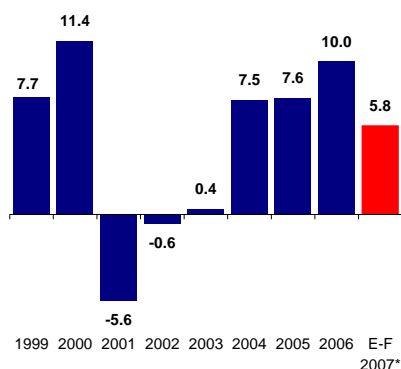
Durante el primer trimestre de 2007 la actividad económica registró un crecimiento moderado. Así, los signos incipientes de desaceleración que mostraron el producto y la demanda agregada en el segundo semestre del año pasado se hicieron más notorios en los primeros meses del presente año, al abarcar a sus distintos componentes. En general, en la evolución de la demanda agregada en el primer trimestre de 2007 destacan los siguientes aspectos: i) la expansión de los dos componentes de la demanda agregada –la demanda interna y la externa– se atenuó a tasa anual; ii) en la demanda interna la moderación que presentó el gasto de consumo en el cuarto trimestre de 2006,

persistió a principios del año en curso (Gráfica 13c);¹² iii) el crecimiento de la inversión siguió siendo significativo, pero resultó menor que el alcanzado en el cuarto trimestre del año pasado, que, a su vez, había sido el más bajo observado en los cuatro trimestres de 2006 (Gráfica 13a y 13b);¹³ y, iv) las exportaciones de bienes y servicios atenuaron su variación anual. Esto último como reflejo de una mayor desaceleración de la demanda externa con relación a lo registrado en la segunda mitad de 2006.

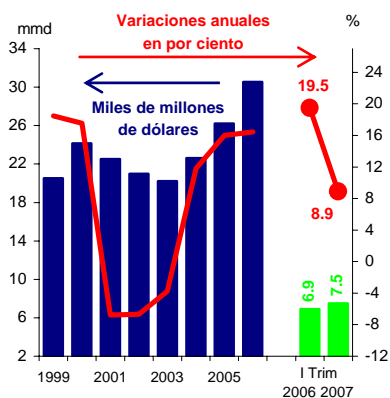
Gráfica 13

Indicadores de Demanda Interna

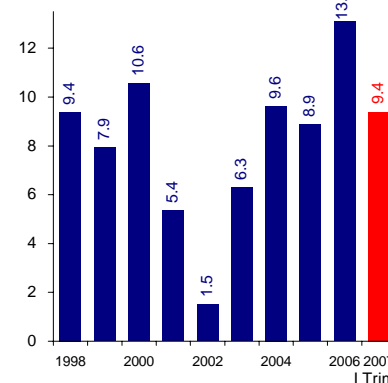
a) Formación Bruta de Capital Fijo
Variaciones anuales en por ciento



b) Importaciones de Bienes de Capital



c) Ventas de la ANTAD
Variaciones anuales en por ciento



*Estimado
Fuente: INEGI.

Fuente: Banco de México.

Fuente: ANTAD.

En los primeros meses de 2007, a diferencia de lo que había ocurrido de 2004 a 2006, hubo aspectos del entorno externo que no favorecieron como lo venían haciendo la expansión del gasto interno y de la producción nacional. Primero, como ya se mencionó, la desaceleración de la demanda externa, particularmente la proveniente de Estados Unidos, se acentuó en los primeros meses del año, lo que afectó a las exportaciones de México (Gráfica 14c). Segundo, la producción de la industria automotriz dedicada al mercado externo disminuyó a tasa anual. Ello, a diferencia de 2006 en su conjunto, año en que dicha producción registró un notable repunte, que contribuyó de manera significativa al crecimiento del producto. Cabe reconocer que ese rubro de exportaciones fue perdiendo fortaleza desde los últimos meses del año pasado. Tercero, el superávit de la balanza comercial de productos petroleros se redujo de manera significativa comparado con el registrado en igual período del año pasado. Por último, otro factor que previamente había sido propicio para impulsar el gasto de consumo privado fue el dinamismo mostrado por las remesas

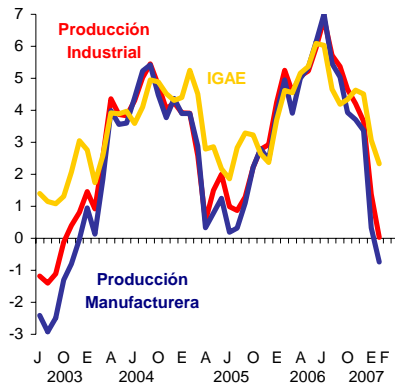
¹² En los indicadores de consumo privado destaca que las ventas de la ANTAD en el primer trimestre de 2007 registraron un crecimiento anual de 9.4 por ciento en términos reales, mientras que en el cuarto trimestre de 2006 su incremento había sido de 12.7 por ciento y de 13.1 por ciento en todo ese año. Otro indicador de gasto de consumo son las ventas internas de vehículos al menudeo, mismas que en el primer trimestre del año descendieron ligeramente en 0.7 por ciento a tasa anual, lo que se compara con aumentos de 0.7 por ciento, tanto en el cuarto trimestre de 2006 como en todo ese año. Esa débil evolución reflejó, en parte, un elevado número de unidades importadas usadas en ese período (311,323 vehículos en el primer trimestre), lo que afectó a las ventas de los vehículos denominados "subcompactos".

¹³ Se estima que en el primer bimestre del presente año el gasto de inversión haya crecido 5.8 por ciento a tasa anual (7.4 por ciento en el cuarto trimestre de 2006 y en 10 por ciento en todo ese año). Por otra parte, en el primer trimestre el incremento anual de las importaciones de bienes de capital, medidas en dólares corrientes, fue de 8.9 por ciento, tasa que se compara con 16.4 por ciento en todo 2006.

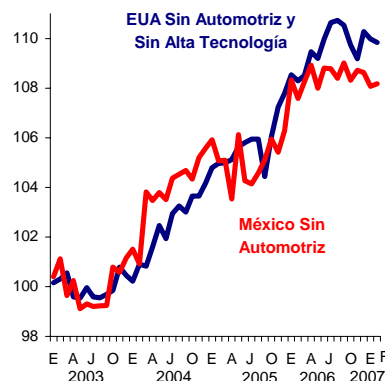
familiares. Dicha fuente de recursos si bien presentó nuevamente un incremento en el primer trimestre de 2007, éste resultó modesto comparado con los observados en los años previos.

Gráfica 14
Indicadores de Producción
b) Producción Manufacturera en México y Estados Unidos
Datos desestacionalizados
2003=100

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

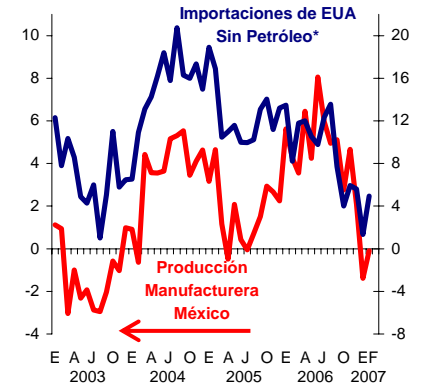


Fuente: INEGI.



Fuente: INEGI y para Estados Unidos el Banco de la Reserva Federal. La desestacionalización de la serie de México Sin Automotriz es elaboración del Banco de México.

c) Producción Manufacturera en México e Importaciones de Estados Unidos
Variaciones anuales en por ciento de datos desestacionalizados



* Variaciones de dólares corrientes.
Fuente: Banco de México y Buró del Censo del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

Hay otros factores que posiblemente también contribuyeron a que durante el primer trimestre del año se moderara la expansión tanto del consumo como de la inversión privada. Por un lado, los indicadores sobre confianza y clima de los negocios (los índices de confianza del consumidor y de confianza y de clima de negocios de los analistas económicos del sector privado) perdieron fortaleza en los últimos meses de 2006, y dicha tendencia se mantuvo en el primer bimestre de 2007. Sin embargo, en el mes de marzo tales indicadores mostraron una mejoría a tasa mensual. Por otro lado, en el trimestre de referencia el financiamiento al gasto privado presentó una cierta desaceleración, luego del importante dinamismo que había registrado previamente. Asimismo, el gasto de consumo privado pudo haberse visto afectado por un menor ritmo de generación de empleos en el sector formal.

En cuanto al gasto público, cabe recordar que en 2006 fue favorecido por los mayores ingresos públicos derivados, en parte, de los elevados precios del petróleo que prevalecieron en ese año. No obstante, en el primer trimestre de 2007 el valor de las exportaciones de crudo registró una caída significativa (de 19.7 por ciento en dólares). Por otra parte, la información disponible sobre el gasto público efectuado en el primer bimestre de 2007, sugiere que éste pudiera haber registrado un crecimiento anual más moderado que el observado en igual periodo del año pasado. Ello implicaría que ese componente de la demanda agregada hubiese generado, en el margen, un impulso menor al crecimiento del producto, que en igual lapso de 2006.

La evolución que tuvo la oferta agregada en el primer trimestre de 2007 se caracterizó por crecimientos del PIB y de las importaciones de bienes y servicios más moderados que los observados en el cuarto trimestre de 2006 y en

todo ese año.¹⁴ En el caso de las importaciones de mercancías destacan las expansiones que registraron las de bienes intermedios –insumos vinculados a la producción– y las de capital, pero que resultaron menores que las alcanzadas en la segunda mitad del año pasado. Cabe señalar que en el primer trimestre del presente año el crecimiento anual del producto no contó, como ocurrió en el cuarto trimestre de 2006, con un efecto positivo proveniente del sector agropecuario. Ello fue principalmente atribuible a que en el período que se reporta en este Informe, disminuyó la superficie sembrada en términos anuales, dado que condiciones climáticas favorables propiciaron que tales labores se adelantaran parcialmente hacia finales del año pasado.

Un aspecto sobresaliente en la evolución del PIB en el primer trimestre del año fue la modesta evolución que registró la producción industrial, hecho que se originó principalmente en su sector más importante, que es la industria manufacturera (Gráfica 14a).¹⁵ La desaceleración de dicha industria ocurrió luego de, haber alcanzado en 2006 su mayor expansión de los últimos seis años. La pérdida de dinamismo que resintió el sector manufacturero fue reflejo, en lo principal, de una contracción anual de la industria automotriz, aunque también la producción manufacturera no automotriz se desaceleró de manera significativa. En general, ello se explica en buena medida por el comportamiento de la demanda externa (Gráfica 14b y 14c).

La producción de la industria automotriz terminal logró una fuerte expansión en 2006 en su conjunto, pero a lo largo de ese año fue perdiendo dinamismo y la tendencia se acentuó en el primer trimestre de 2007 (Gráfica 15a). De hecho, en diciembre de 2006 y en el primer trimestre del año en curso el número de vehículos producidos en el país registró caídas anuales significativas (Gráfica 15b), al disminuir las unidades fabricadas para el mercado de exportación.¹⁶ Esa reducción fue reflejo parcialmente de paros técnicos en varias de las empresas ensambladoras, con la finalidad de realizar trabajos de mantenimiento y ajustes a las líneas de producción para fabricar nuevos modelos. No obstante, las suspensiones también respondieron a ajustes de los niveles de producción, ante el debilitamiento de la demanda externa.

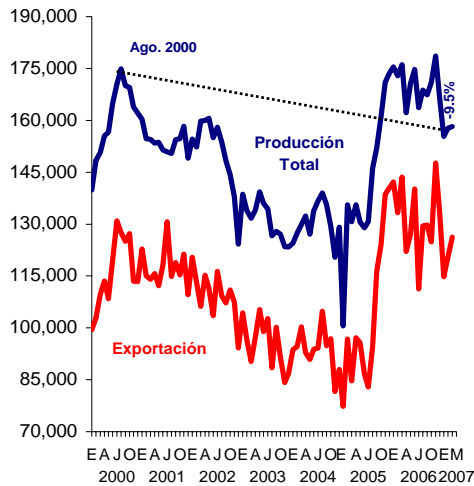
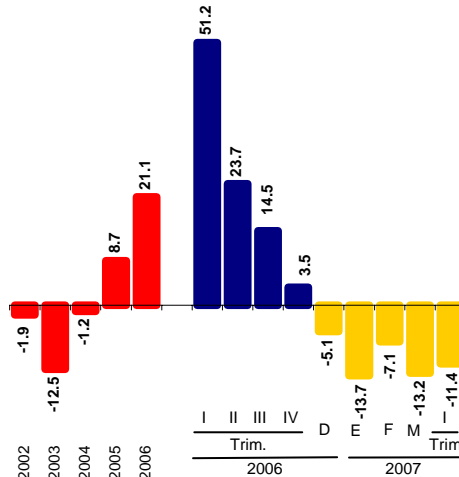
La evolución descrita, así como una amplia gama de indicadores relativos a la actividad económica, permiten estimar que el crecimiento anual del PIB en el primer trimestre de 2007 haya resultado cercano a 3 por ciento, luego de que en el cuarto trimestre de 2006 y en todo ese año había sido, respectivamente, de 4.3 y 4.8 por ciento.

¹⁴ En los indicadores del producto destaca que el Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE) registró en el primer bimestre de 2007 un crecimiento a tasa anual de 2.8 por ciento. Dicha tasa fue influida a la baja por aumentos modestos de sus componentes agropecuario e industrial de 0.7 y 0.8 por ciento, respectivamente, mientras que los servicios se incrementaron 3.9 por ciento.

¹⁵ En el primer bimestre de 2007 la producción industrial registró un crecimiento anual de solo 0.8 por ciento (5 por ciento en 2006), que se derivó de alzas en tres de los cuatro sectores que integran a tal actividad. En el bimestre la Construcción y la Electricidad alcanzaron crecimientos de 2.4 y 5.4 por ciento, respectivamente (6.9 y 5 por ciento en 2006), mientras que la Minería cayó 0.1 por ciento a tasa anual (crecimiento de 2.2 por ciento en 2006). Por otra parte, la producción Manufacturera aumentó solo 0.1 por ciento (4.7 por ciento en 2006), en respuesta a una caída anual de 5 por ciento de la producción de la industria automotriz (alza de 16.1 por ciento en 2006) y un incremento de 1.1 por ciento de la producción manufacturera no automotriz (2.8 por ciento en 2006).

¹⁶ En diciembre de 2006 y en el primer trimestre de 2007 el número de vehículos producidos en el país registró respectivas caídas anuales de 5.1 y 11.4 por ciento, luego de que en todo 2006 había aumentado 21.1 por ciento.

Gráfica 15
Indicadores de la Industria Automotriz

 a) Producción y Exportación
 Unidades por mes y datos
 desestacionalizados

 b) Producción Total
 Variación anual en por ciento del
 número de unidades


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

La moderación que mostraron en el primer trimestre de 2007 el crecimiento económico y la demanda agregada dio lugar a menores presiones sobre el uso de la capacidad de producción en la economía. En este contexto también cabe comentar los siguientes aspectos:

- i) la moderación del crecimiento de la actividad económica en el trimestre de referencia comprendió tanto al producto como al gasto interno, lo que implicó que la brecha en el ritmo de expansión de esos dos rubros continuara reduciéndose;
- ii) en los años recientes la capacidad de producción de la economía se ha venido fortaleciendo, debido a la importante recuperación que ha registrado el gasto de inversión, lo que ha propiciado no sólo que se incremente el acervo de capital del país, sino que también éste sea más moderno y productivo. De hecho, en el primer trimestre de 2007, en un contexto de desaceleración económica, el ritmo de crecimiento de la inversión se mantuvo por encima del que presentó el producto. Otro indicador relativo al fortalecimiento de la capacidad de producción de la economía es el porcentaje de empresas que, durante los últimos años, han ampliado su capacidad de planta. Así, de acuerdo con la Encuesta Semestral de Coyuntura que recaba el Banco de México en el sector manufacturero, en 2006 el 37 por ciento de las firmas encuestadas indicó que su capacidad de producción fue superior a la del año previo, en tanto que la cifra correspondiente había resultado de 33, 31, 29 y 26 por ciento en 2005, 2004, 2003 y 2002;
- iii) un indicador de la intensidad del proceso de inversión que ha tenido lugar en el país y de su impacto sobre la capacidad de producción de la economía es el elevado incremento que ha alcanzado el valor de las importaciones de bienes de capital. Así, del primer trimestre de

2003 a igual trimestre de 2007, dichas adquisiciones, medidas en dólares corrientes, aumentaron 62 por ciento; y,

Gráfica 16
Indicadores de Escasez de Mano de Obra en el Sector Manufacturero:
 Promedio móvil de dos meses de los balances de respuestas



Fuente: Resultados recabados por el Banco de México con su Encuesta Mensual de Coyuntura en el Sector Manufacturero. Los balances de respuesta se refieren al porcentaje (ponderado) de empresas que señalaron haber enfrentado mayor dificultad para contratar mano de obra (o en su caso al de empresas que indicó que aumentó el número de personas que renunció para contratarse en otras firmas), menos el de aquellas que expresó menor dificultad. En el caso de la gráfica de la derecha los balances de respuestas se refieren al porcentaje (ponderado) de empresas que señaló haber enfrentado una mayor competencia de otras firmas para contratar personal calificado, menos el de aquellas que precisó haber encarado una menor competencia en dicha contratación.

- iv) la moderada expansión que tuvo la actividad económica en el primer trimestre de 2007 y el aumento del empleo a que dio lugar, no se reflejaron en una mayor escasez de recursos humanos calificados. Los indicadores mensuales que elabora el Banco de México muestran que durante el primer trimestre del año las empresas manufactureras no enfrentaron dificultades para reclutar y contratar mano de obra calificada en las áreas de producción, ventas y administración (Gráfica 16).¹⁷ Asimismo, los resultados de la encuesta que mes a mes recaba el Banco de México entre los grupos de analistas económicos del sector privado, confirman que en el periodo de referencia la escasez de mano de obra calificada y los costos laborales prácticamente no resultaron significativos como factores que podrían restringir, en el margen, a la actividad económica del país.¹⁸

3.2.2. Empleo

La expansión más moderada que registró la actividad económica en el primer trimestre del presente año propició que se atenuara el avance de la demanda de trabajo y, en general, de los indicadores de empleo. En dicho trimestre la generación de empleo en el sector formal de la economía, medida a través de los indicadores de trabajadores afiliados en el IMSS, continuó a un ritmo anual significativo, pero ligeramente menor que el observado en los últimos

¹⁷ Tales indicadores mensuales muestran que en el primer trimestre, las empresas manufactureras no enfrentaron dificultades significativas para reclutar y contratar mano de obra calificada en las áreas de producción, ventas y administración. Tampoco se observó que en el año tuviera lugar una competencia creciente entre tales firmas para conseguir recursos humanos calificados.

¹⁸ En su conjunto el "aumento en los costos salariales" y "la escasez de mano de obra calificada" absorbieron durante el primer trimestre sólo el 3 por ciento de las respuestas sobre los factores que podrían limitar a la actividad económica en los próximos seis meses. Véanse los resultados de la Encuesta sobre las Expectativas de los Especialistas en Economía del Sector Privado, del Banco de México.

meses del año pasado. Por su parte, el alza que había mostrado la tasa de desocupación nacional en la segunda mitad de 2006 continuó en los primeros meses de 2007. Cabe señalar también que, normalmente, en períodos de desaceleración de la actividad económica, la moderación del crecimiento de la producción antecede por un tiempo a la pérdida de fortaleza de los indicadores de empleo.

La evolución del mercado laboral durante el primer trimestre de 2007 se caracterizó por los siguientes aspectos: i) un ritmo más moderado de crecimiento del empleo en el sector formal, medido por el número de trabajadores afiliados al IMSS; ii) un incremento en nuevas plazas de trabajo formal que continuó siendo más intenso para los empleos eventuales urbanos que para los permanentes, aunque la brecha correspondiente entre ellos se redujo; y, iii) un alza en la tasa de desocupación a nivel nacional durante los primeros meses del presente año, que prolongó lo ocurrido en la segunda parte de 2006.

El número de trabajadores afiliados al IMSS se situó, al cierre del primer trimestre, en 14,221,835 personas, con un incremento anual de 869,011 trabajadores (6.51 por ciento, Gráfica 17a). Dicha variación resultó un poco más moderada que las alcanzadas en septiembre y diciembre del año anterior de 900,872 y 879,533 trabajadores, respectivamente (de 6.92 y 6.72 por ciento). El referido aumento al cierre del primer trimestre se integró de 414,473 trabajadores permanentes (crecimiento anual de 3.7 por ciento) y 454,538 eventuales urbanos (alza de 20.6 por ciento).¹⁹ En cuanto al empleo formal con datos ajustados por efectos estacionales, destaca que al mes de marzo este indicador registró cuarenta y dos incrementos mensuales en los últimos cuarenta y cuatro meses, lo que implicó que superara en 1,668,362 empleos a su nivel máximo alcanzado hacia finales de 2000.

El avance que mostró el empleo formal en el primer trimestre de 2007 comprendió a casi la totalidad de los sectores económicos. El aumento resultó particularmente significativo en la industria de la construcción (de 143,149 trabajadores y 13.3 por ciento), en el sector terciario, especialmente en las actividades de comercio (173,725 trabajadores y 6.7 por ciento) y otros servicios (362,550 personas y 8.1 por ciento) y en la industria manufacturera (de 150,850 trabajadores y 3.9 por ciento, Gráfica 17b).²⁰ Lo anterior confirma que en los primeros meses de 2007 continuó la mejoría del empleo en el sector manufacturero que se inició en 2004, luego de tres años seguidos de contracción. No obstante lo anterior, con datos desestacionalizados el número total de trabajadores afiliados de ese sector todavía registró al cierre de marzo de 2007 una caída de 429 mil personas (9.6 por ciento) con relación al nivel alcanzado en octubre de 2000. Por otra parte, el alza de la ocupación formal en el período que cubre este informe comprendió a la totalidad de las entidades federativas del país, si bien se aprecian amplias diferencias entre los avances de algunas de ellas. Así, el incremento anual del empleo formal fue reducido en Oaxaca (de 2,305 ocupaciones y de 1.6 por ciento), mientras que tuvo lugar una importante generación de plazas en el Distrito Federal (155,705 ocupaciones y alza de 6.6 por ciento), Estado de México (87,687 empleos y 8.1 por ciento) y Nuevo León (80,560 ocupaciones y 7.8 por ciento).

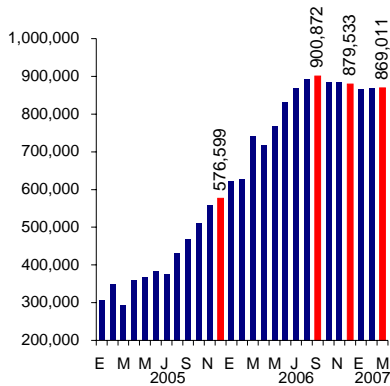
¹⁹ Como se ha mencionado en anteriores Informes sobre la Inflación, es posible que el alza en el número de trabajadores asegurados también esté reflejando los resultados de un mayor esfuerzo de fiscalización por parte del IMSS. Ello considerando que el crecimiento anual de ese indicador de empleo formal ha superado de manera significativa al que ha registrado el producto.

²⁰ El sector de Otros Servicios incluye a los servicios para empresas y personas, así como a los servicios sociales y comunales.

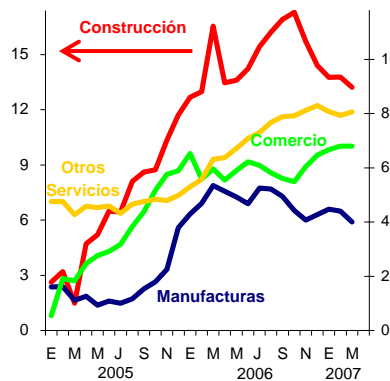
Gráfica 17
Indicadores del Mercado Laboral

Número de Trabajadores Afiliados al IMSS:
Permanentes y Eventuales Urbanos

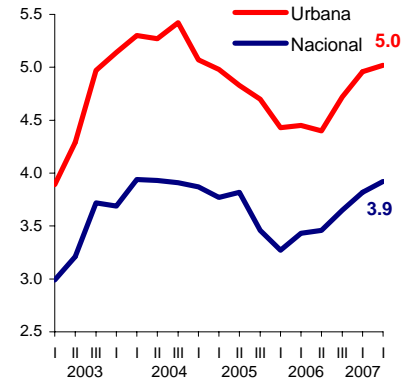
a) Variación Anual de datos originales



b) Variación anual de datos desestacionalizados



c) Tasa de Desocupación Nacional y en Áreas Urbanas
Porcentaje con respecto a la población económicamente activa y datos desestacionalizados



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

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

La mejoría que registró el empleo formal en el primer trimestre del presente año no condujo a una disminución de la tasa de desocupación a nivel nacional. Los resultados de la Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE) que recaba el INEGI, muestran que en el primer trimestre de 2007 dicha tasa medida con datos desestacionalizados se ubicó en 3.92 por ciento (Gráfica 17c), luego de que había sido de 3.82 por ciento en el cuarto trimestre de 2006. En este contexto, cabe señalar que nuevamente aumentó la “tasa de participación” (porcentaje que representa la población económicamente activa en la población con edad de 14 o más años), hecho que ha contribuido a elevar la tasa de desocupación a nivel nacional. Así, la referida “tasa de participación” se situó en el primer trimestre de 2007 en 58.4 por ciento, nivel superior al observado en ese mismo periodo en 2006 (58.2 por ciento). Tal incremento se derivó de la combinación de una alza anual en la tasa correspondiente de mujeres (de 0.68 puntos porcentuales al pasar de 40.51 por ciento en el primer trimestre de 2006 a 41.19 por ciento en igual trimestre de 2007) y una reducción de la de los hombres (-0.27 puntos porcentuales al pasar de 78.27 por ciento a 78 por ciento en el periodo de referencia).

3.2.3. Sector Externo

Al cierre del primer trimestre de 2007 la balanza comercial y la cuenta corriente arrojaron saldos deficitarios, que contrastan con los superávits en ambas cuentas registrados en igual periodo de 2006. Tales resultados implican que el saldo de tales cuentas no fue impactado de manera importante por el ritmo más moderado que presentó en ese lapso la actividad económica, a pesar de que dio lugar a que se atenuara el crecimiento de las importaciones. En efecto, esto último fue contrarrestado por la reducción que experimentaron tanto el saldo superavitario de la balanza comercial de productos petroleros, como el valor de las exportaciones de la industria automotriz.

En general, en la evolución que presentó el sector externo de la economía mexicana en el primer trimestre de 2007, sobresalieron los siguientes aspectos:

- a) Las exportaciones no petroleras mostraron un crecimiento a tasa anual significativamente menor (5.7 por ciento, Gráfica 18a), que el registrado durante 2006 (15.7 por ciento).²¹ Lo anterior es atribuible a la desaceleración que presentó la demanda externa, misma que inició desde el segundo semestre del año pasado.
- b) Las exportaciones de la industria automotriz terminal disminuyeron en el primer trimestre del año (Gráfica 18b). Ello respondió tanto a ciertos factores temporales (“paros técnicos” para labores de mantenimiento y adecuaciones en las líneas de producción para fabricar nuevos modelos), como a una debilidad de las ventas internas de vehículos en los Estados Unidos, el principal mercado de exportación para las unidades producidas en México.²²
- c) El valor de las exportaciones petroleras registró una importante disminución anual (de 14.9 por ciento en el primer trimestre), como resultado de reducciones tanto del volumen de crudo exportado, como del precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación (Gráfica 18a).
- d) El ritmo de expansión anual de las importaciones de mercancías se atenuó con relación al observado en 2006.²³ Tal evolución respondió a la desaceleración que registraron el producto y la demanda agregada. El crecimiento más moderado de las importaciones comprendió a las de bienes intermedios y de capital (Gráfica 18c).
- e) El saldo de la balanza comercial presentó un cambio significativo en su comparación anual (Gráfica 19a). Así, mientras que en el primer trimestre de 2007 dicha cuenta registró un déficit de 2,640 millones de dólares, en igual lapso del año anterior había arrojado un superávit de 733 millones. Tal evolución estuvo determinada en buena medida por disminuciones en el superávit de la balanza comercial de productos petroleros y en el valor de las exportaciones de la industria automotriz.

Durante el primer bimestre del presente año las exportaciones totales de productos mexicanos redujeron su participación en las importaciones de los Estados Unidos, lo que contrasta con el significativo avance que alcanzaron a lo largo de 2006. En dicho bimestre las exportaciones mexicanas en ese mercado registraron un incremento anual moderado de 1.31 por ciento, tasa menor que la correspondiente a las adquisiciones totales de ese país en el exterior, que resultó de 3.16 por ciento (Cuadro 2). Ello implicó que la referida participación de las exportaciones de productos mexicanos cayera de 10.69 por ciento en los

²¹ Durante el primer trimestre de 2007 las exportaciones totales registraron un crecimiento anual de solo 2.2 por ciento.

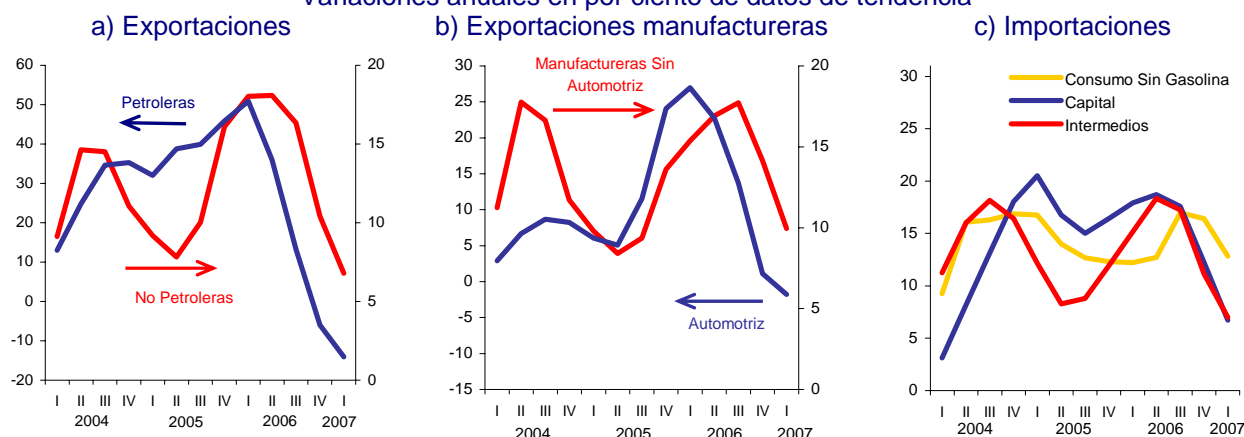
²² En los primeros tres meses del presente año las exportaciones del sector automotriz disminuyeron 5.8 por ciento a tasa anual, mientras que en 2006 aumentaron 16 por ciento, aunque dicha expansión se fue desacelerando a lo largo de ese año.

²³ En el primer trimestre del año las importaciones de mercancías mostraron un incremento a tasa anual de 8 por ciento, que se derivó de alzas respectivas de 7.3, 11.1 y 8.9 por ciento de las importaciones de bienes intermedios, de consumo y de capital.

primeros dos meses de 2006, a 10.5 por ciento en igual periodo de 2007. Esta disminución es atribuible tanto a un descenso de las exportaciones petroleras, como a un débil desempeño de las del sector automotriz. Así, si se excluyen esos dos renglones del total, el resto de las exportaciones mexicanas creció en el periodo analizado a una tasa de 13.08 por ciento, superior a la de 6.1 por ciento referente a las importaciones estadounidenses totales de ese tipo de productos. Lo anterior implicó que en las importaciones de Estados Unidos la participación de las exportaciones mexicanas sin petróleo y sin productos automotrices avanzara de 8.35 a 8.9 por ciento en su comparación anual.

Gráfica 18
Exportaciones e Importaciones de Mercancías

Variaciones anuales en por ciento de datos de tendencia



Fuente: Banco de México.

Cuadro 2
Importaciones de Estados Unidos
Por ciento

	Participación				Variaciones Porcentuales Anuales: 2007				
	Enero-Diciembre		Enero - Febrero		Enero - Febrero				
	2005	2006	2006	2007	Total	Petróleo	Total Sin Petróleo	Automotriz	Total Sin Petróleo y Sin Automotriz
Total	100.00	100.00	100.00	100.00	3.16	-5.79	4.28	-5.26	6.10
Total s/México	89.14	89.16	89.31	89.50	3.38	-2.29	4.05	-4.38	5.47
Total s/México y s/China	75.98	72.64	75.32	72.71	-0.41	-1.93	-0.20	-4.38	0.68
1. Canadá	17.35	16.36	18.16	16.41	-6.76	7.34	-8.22	-10.72	-7.37
2. China	14.55	15.51	13.99	16.79	23.82	-79.11	24.14	--	24.14
3. México	10.17	10.69	10.69	10.50	1.31	-24.82	6.37	-8.97	13.08
4. Japón	8.25	7.98	8.00	8.05	3.78	--	3.78	3.51	3.96
5. Alemania	5.06	4.80	4.85	4.82	2.59	--	2.59	-13.58	9.61
Suma de 5 países	55.38	55.34	55.69	56.57	4.80	-9.78	5.77	-6.76	9.33

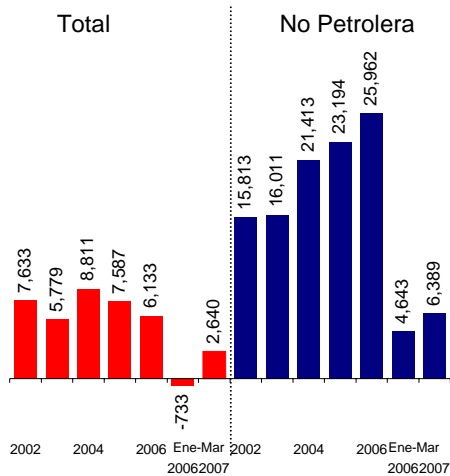
Fuente: Elaborado por el Banco de México con información del Buró del Censo del Departamento de Comercio de Estados Unidos.

En el primer trimestre de 2007 la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un saldo deficitario, que fue influido por las disminuciones que presentaron los superávits de la balanza comercial de productos petroleros y del sector automotriz. En el primer caso, el superávit descendió de 5,376 millones de dólares en el primer trimestre de 2006, a 3,750 millones en igual lapso de 2007. Por su parte, en el período considerado el saldo superavitario de la balanza del sector automotriz se redujo de 5,830 millones de dólares, a 4,295 millones. Un tercer factor que afectó al resultado de la cuenta corriente fue un crecimiento más

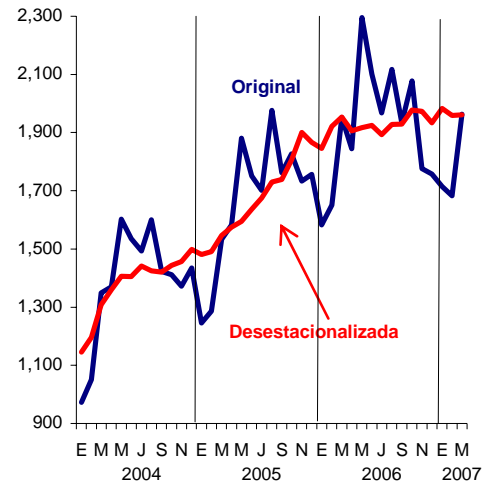
moderado del ingreso por remesas familiares (Gráfica 19b). Así, en el primer trimestre de 2007 la correspondiente entrada de recursos ascendió a 5,360 millones de dólares, lo que implicó un incremento anual de 3.4 por ciento, luego de que el aumento había sido de 23.1 y 8.1 por ciento en el primero y segundo semestres de 2006.

Gráfica 19
Indicadores del Sector Externo

a) Déficit de la Balanza Comercial Total y No Petrolera
Millones de dólares



b) Remesas Familiares
Millones de dólares por mes, datos originales y desestacionalizados



Fuente: Banco de México

La información presentada en los párrafos anteriores, aunada a la disponible sobre otros renglones de las cuentas externas, permiten estimar que en el primer trimestre de 2007 la cuenta corriente de la balanza de pagos haya registrado un saldo deficitario de aproximadamente 1.9 miles de millones de dólares, monto que anualizado resulta ligeramente inferior a un punto porcentual del PIB. Dicho déficit contrasta con el superávit de 723 millones que se observó en igual período de 2006. Por otra parte, se estima que en el trimestre que se reporta la cuenta de capital haya arrojado un superávit de alrededor de 3.4 miles de millones de dólares (incluyendo errores y omisiones). Dicho saldo sería resultado neto de la evolución de los siguientes renglones: entrada de recursos por concepto de inversión extranjera directa y de financiamiento externo dirigido a proyectos Pidiregas; y, salidas derivadas de desendeudamiento externo del sector público. Finalmente, en el primer trimestre de 2007 la reserva internacional neta del Banco de México aumentó en 1,516 millones de dólares. Ello implicó que el monto de dicho acervo al cierre de marzo se haya ubicado en 69,196 millones de dólares.

3.3. Costos y Precios

3.3.1. Salarios y Costo Unitario de la Mano de Obra

El incremento promedio de los salarios contractuales que otorgaron las empresas de jurisdicción federal a sus trabajadores durante el primer trimestre de 2007 fue de 4.2 por ciento, mientras que en el mismo periodo del año previo dicha cifra fue 4.3 por ciento (Cuadro 3). Las revisiones salariales en empresas

del sector privado representaron el 81 por ciento del total y el aumento promedio que éstas concedieron se situó en 4.3 por ciento (en el mismo trimestre del 2006 el aumento fue de 4.4 por ciento). En las empresas públicas, el incremento promedio al salario alcanzó 3.9 por ciento, dato que resulta ligeramente menor con respecto al del primer trimestre del año pasado. Ello parece confirmar que, hasta ahora, las negociaciones salariales no parecen haber sido afectadas de manera significativa por el comportamiento reciente de la inflación.

Cuadro 3
Incremento Promedio al Salario Contractual^{1/} y Trabajadores Beneficiados según Tipo de Empresa

	2006					2007			
	I	II	III	IV	Ene-Dic	Ene	Feb	Mar	Ene-Mar
Incremento Promedio al Salario Contractual (por ciento)^{1/}									
Total	4.3	4.4	4.3	3.7	4.1	4.0	4.3	4.3	4.2
Empresas Públicas	4.0	4.0	4.1	3.6	3.8	3.8	3.8	4.0	3.9
Empresas Privadas	4.4	4.5	4.4	4.2	4.4	4.1	4.4	4.4	4.3
Trabajadores Beneficiados (participación porcentual)									
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Empresas Públicas	19	27	48	77	44	17	11	30	19
Empresas Privadas	81	73	52	23	56	83	89	70	81

1/ Promedio ponderado por el número de trabajadores beneficiados en el periodo.

Fuente: Elaborado por el Banco de México con datos de la Secretaría del Trabajo y Previsión Social.

Durante el cuarto trimestre de 2006 la productividad laboral en la industria manufacturera no maquiladora comenzó a desacelerarse e, inclusive, en enero de 2007 registró una contracción (Cuadro 4). Ello se debe, en gran medida, a un menor crecimiento de la producción de automóviles.²⁴ El costo unitario de la mano de obra (CUMO) en dicha industria disminuyó en el cuarto trimestre de 2006 y, en enero de 2007, registró una variación positiva. En lo que concierne a la industria maquiladora, en el cuarto trimestre de 2006 la productividad laboral disminuyó a la vez que el CUMO aumentó.²⁵

Cuadro 4
Remuneraciones, Productividad Laboral y CUMO por Sector de Actividad Económica^{1/}
Variación anual en por ciento

	2005	2006					2007
	Ene-Dic	I	II	III	IV	Ene-Dic	Ene ^{2/}
Industria Manufacturera no Maquiladora							
Productividad Laboral	2.1	6.8	2.6	3.0	1.6	3.5	-1.4
Remuneraciones Medias Reales	-0.2	0.9	0.8	1.1	-0.8	0.5	0.2
CUMO	-2.2	-5.5	-1.6	-1.9	-2.3	-2.8	1.6
Industria Maquiladora							
Productividad Laboral	-1.1	1.3	0.1	-0.2	-0.3	0.2	N.D.
Remuneraciones Medias Reales	0.3	2.2	2.3	0.4	1.9	1.7	N.D.
CUMO	1.4	0.9	2.2	0.6	2.2	1.5	N.D.

1/ El cálculo de la producción en la industria maquiladora se basa en el número de horas trabajadas. Así, la productividad media laboral por persona ocupada refleja la intensidad de la mano de obra en el proceso productivo.

2/ El cálculo de la productividad laboral en la industria manufacturera no maquiladora, correspondiente a enero de 2007, se realizó con base en el Índice de Volumen Físico de la Producción Manufacturera (IVFPM). Ello debido a que el INEGI interrumpió la publicación de la estadística referente al IVFPM para la industria de la transformación.

N.D. No disponible.

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

²⁴ En la Sección 3.2.1 se describe con mayor detalle la evolución de la producción de la industria manufacturera.

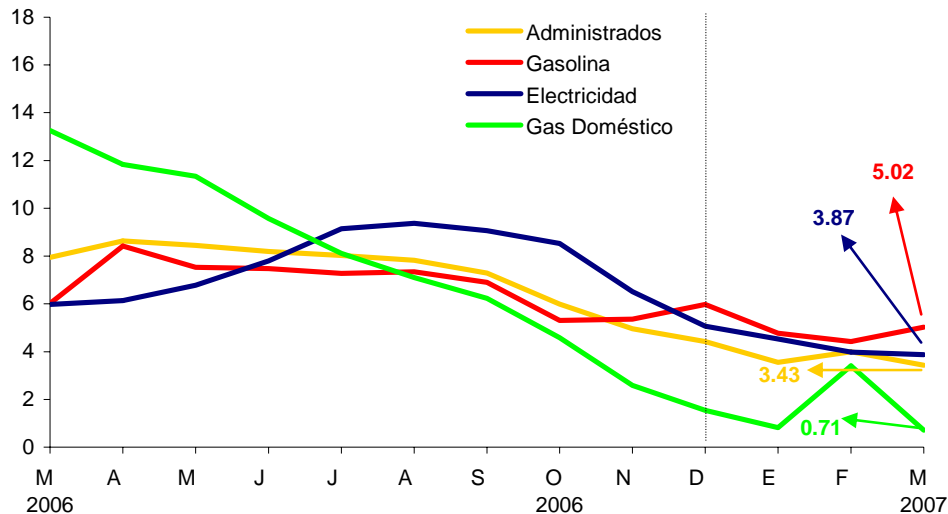
²⁵ En el caso de la Industria maquiladora a partir de enero de 2007 no se cuenta con información. Ello debido a que el INEGI interrumpió su publicación.

3.3.2. Bienes y Servicios Administrados y Concertados

Al cierre del primer trimestre de 2007 la variación anual del subíndice de precios de los bienes y servicios administrados fue 3.43 por ciento; en contraste, dicha cifra se situó en 4.42 por ciento en diciembre de 2006 (Gráfica 20). Esta reducción fue producto de la evolución de los precios de los bienes y servicios que no se fijan conforme a un desliz predeterminado. En particular, destacan las bajas en las siguientes cotizaciones: gasolinas en las ciudades fronterizas, gas natural (ligado a su referencia internacional) y tarifas eléctricas de alto consumo (DAC). En este último caso, se acentuó la disminución de las DAC debido a otros factores que inciden en su fórmula de cálculo, siendo especialmente relevante la baja en los precios del combustóleo y la disminución en la inflación de los productos metálicos.²⁶

Las políticas para la determinación de las cotizaciones del gas licuado y de las tarifas eléctricas de bajo consumo se mantuvieron sin cambio con respecto a las vigentes en 2006, durante el trimestre que se analiza, aplicándose a ellas un desliz mensual de 0.33 y 0.32 por ciento, respectivamente. En contraste, los precios de las gasolinas en las ciudades del interior del país han registrado mayores aumentos a los que exhibieron durante el mismo periodo del año previo.

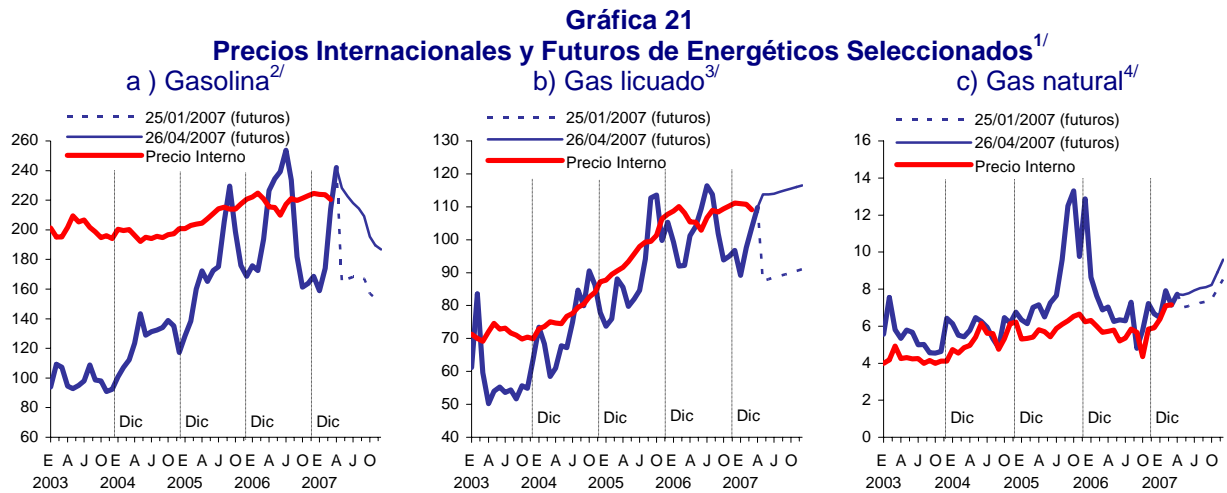
Gráfica 20
Subíndice de Precios Administrados
 Variación anual en por ciento



Durante el primer trimestre de 2007, los precios internacionales de la gasolina y del gas licuado se ubicaron en un nivel promedio muy similar al que registraron durante el mismo periodo del año anterior. En el caso del gas natural, estas cotizaciones alcanzaron un nivel significativamente menor. Por otra parte, los futuros sugieren que los precios externos de la gasolina podrían disminuir en

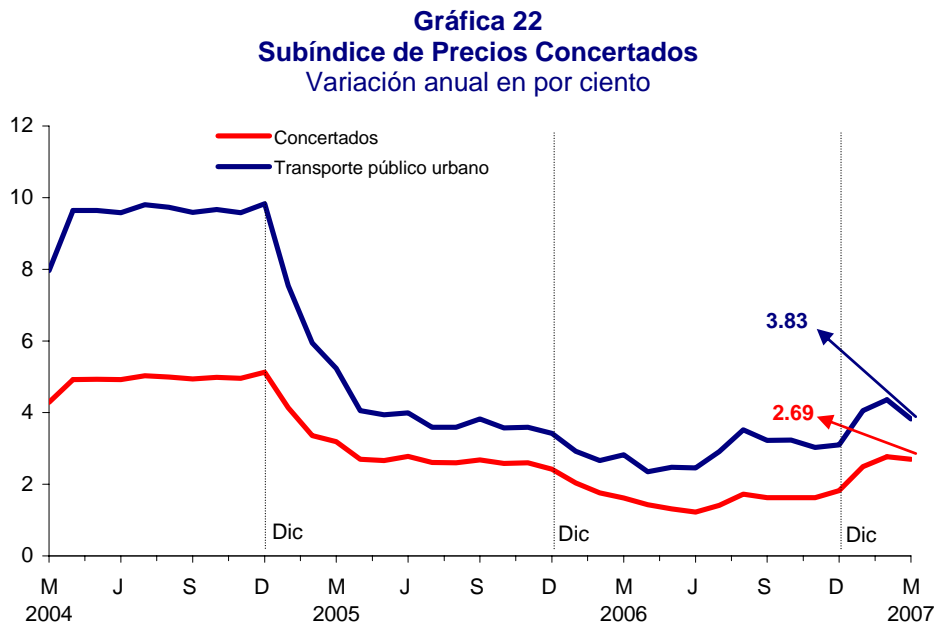
²⁶ Las tarifas eléctricas residenciales de alto consumo se actualizan mensualmente de acuerdo al siguiente factor: $F = 0.8 \cdot \text{TIP} + 0.2 \cdot \text{TCC}$. El primer término de la ecuación (TIP), se compone de tres subíndices del Índice Nacional de Precios al Productor (INPP) rezagados dos periodos los que se promedian aritméticamente, y 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.

lo que resta del año. Por el contrario, la expectativa sobre las cotizaciones del gas licuado y del gas natural es que exhiban una trayectoria ascendente (Gráfica 21).



1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al New York Mercantile Exchange y a las fechas del 25 de enero y del 26 de abril de 2007.
 2/ Texas. Centavos de dólar por galón.
 3/ Mont Belvieu, Tex. Centavos de dólar.
 4/ Tetco, Tex. Dólares por MMBtu.

La variación anual del subíndice de precios concertados fue 2.69 por ciento en marzo de 2007, lo que significó un incremento de 0.86 puntos porcentuales con relación a la cifra observada en diciembre de 2006. El aumento referido fue consecuencia, principalmente, de revisiones que se registraron en las tarifas de transporte público urbano de algunas ciudades del país como Monterrey, Guadalajara, Torreón y Hermosillo, entre otras (Gráfica 22).



3.3.3. Materias Primas Alimenticias y Metales

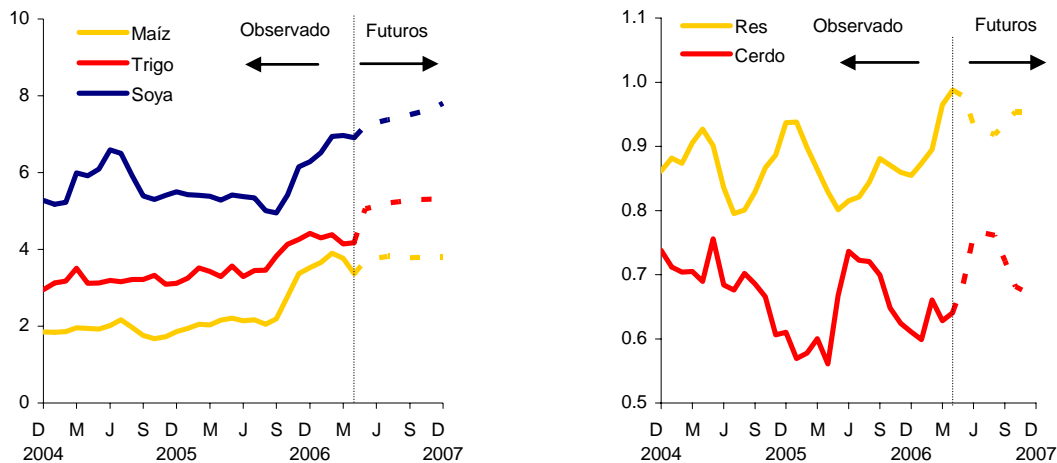
En el periodo que se analiza, los precios internacionales de los granos moderaron el ritmo de crecimiento que exhibieron durante el último trimestre de

2006. En particular, las cotizaciones externas del maíz aumentaron 6.8 por ciento durante los primeros tres meses de 2007, mientras que en el trimestre anterior lo hicieron en 60.8 por ciento. Al momento de escribir este Informe, los precios a futuro del maíz, trigo y soya se ubican en niveles más elevados que los actuales, siendo mayor el alza esperada para las cotizaciones de los últimos dos granos (Gráfica 23a).

El alza reciente de los precios internacionales de los granos se asocia con una elevación de la demanda, que deriva de los mayores requerimientos de gramíneas para producir tanto bioenergéticos como alimento para consumo animal. Esto último debido a los mayores niveles de ingreso que han venido alcanzando algunas economías emergentes, cuya población ha modificado su dieta, incorporando en ella una proporción más alta de carne.

Por otra parte, durante el primer trimestre de 2007, las cotizaciones internacionales de la carne de res se ubicaron en un nivel más alto con relación al que registraron al final del 2006. En el mismo lapso, los precios externos de la carne de cerdo presentaron un ligero repunte. Los futuros sugieren que los precios de la carne de res se mantendrán en niveles relativamente elevados por lo que resta del año, y que los de la carne de porcino podrían aumentar en los próximos meses, revirtiéndose esta última trayectoria hacia el final del año (Gráfica 23b).

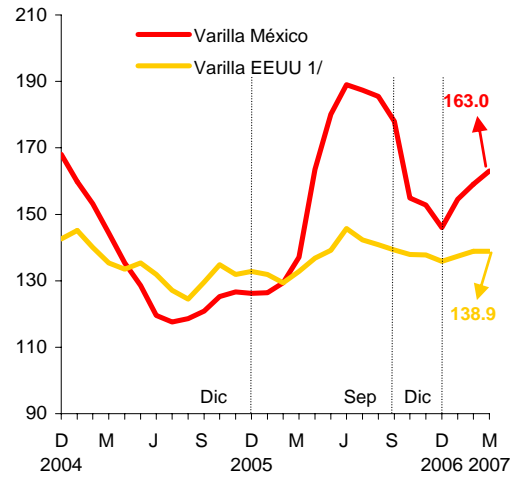
Gráfica 23
Cotizaciones Internacionales de Materias Primas Alimenticias^{1/}
 a) Granos
 Dólares por bushel
 b) Carnes
 Dólares por libra



1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al 26 de abril de 2007. En el caso de los granos los valores corresponden al Chicago Board of Trade, mientras que en el de los cárnicos al Chicago Mercantile Exchange.

En el primer trimestre de 2007 los precios internacionales del cobre alcanzaron niveles más bajos que los observados durante el trimestre anterior. Lo contrario ocurrió con las cotizaciones externas de la varilla de acero, que se ubicaron en un nivel ligeramente superior, si bien éste fue mayor en los precios internos de este metal (Gráfica 24).

Gráfica 24
Evolución de los Precios Externos del Cobre y del Acero
 a) Cobre ^{1/} Centavos de dólar por libra
 b) Varilla de Acero Índices, base diciembre 2003=100



1/ Las cotizaciones de los futuros corresponden al Commodity Exchange Inc.(CMX) a la fecha del 26 de abril de 2007. Los precios observados, al Metal Bulletin.

Fuente: Banco de México y Bureau of Labor Statistics (EEUU).
 1/ El índice de EEUU incluye todo tipo de barras de acero.

3.4. Evolución de los Agregados Monetarios y Crediticios

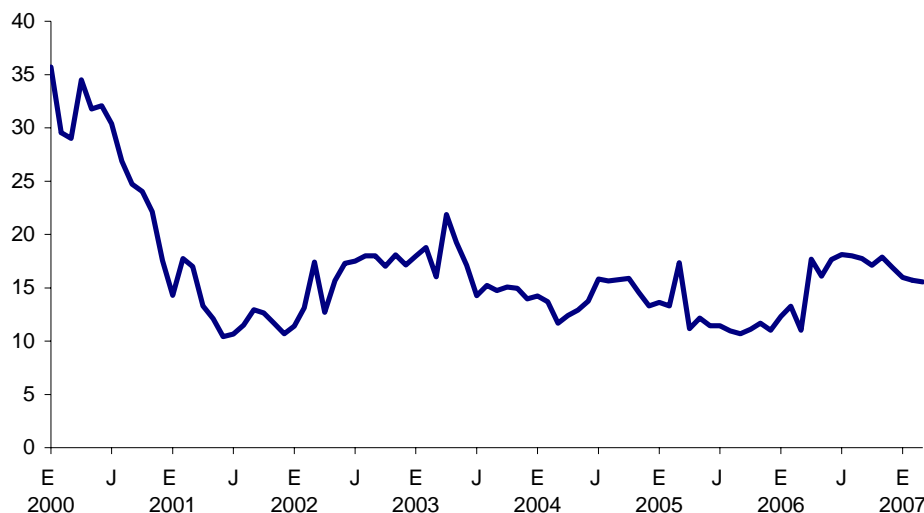
En informes anteriores se ha hecho referencia al proceso de remonetización que en los últimos años se ha observado en la economía mexicana, en donde los agregados monetarios estrechos, entre ellos la base monetaria, han crecido de manera importante. En este contexto, durante 2006 la base monetaria creció en promedio 16.2 por ciento, tasa superior a la observada en 2005 (12.1 por ciento). Como se mencionó en el último informe, si bien una parte importante del crecimiento observado durante 2006 se puede explicar por una aceleración del ritmo de actividad económica y una reducción de las tasas de interés durante el año, es posible que también haya reflejado el efecto de factores temporales como el mayor uso de efectivo que por lo general se asocia con los procesos electorales federales. Hacia finales de 2006, la base monetaria comenzó a mostrar una disminución en sus tasas de crecimiento. Esta tendencia continuó durante los primeros meses de 2007. En particular, durante el primer trimestre del presente año este agregado creció, en promedio, 15.7 por ciento con respecto al mismo periodo del año anterior, siendo que durante el cuarto trimestre de 2006 lo había hecho a 17.3 por ciento (Gráfica 25).²⁷

En el primer trimestre de 2007, los activos internacionales netos disminuyeron 421 millones de dólares, para ubicarse en 75,882 millones de dólares.²⁸ Por su parte, la base monetaria se redujo en 40,007 millones de pesos en dicho periodo. Como resultado de lo anterior, el crédito interno neto del Banco de México disminuyó en 34,918 millones de pesos en el periodo. (Cuadro 5).

²⁷ Variaciones calculadas con base en el promedio trimestral de los saldos diarios.

²⁸ 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).

Gráfica 25
Base Monetaria
 Variación nominal anual en por ciento ^{1/}



1/ Con base en el promedio mensual de los saldos diarios.

Cuadro 5
Base Monetaria, Activos Internacionales y Crédito Interno Neto
 Millones

	Saldos		Variación % anual	Flujos en 2007
	Al 31 Dic. 2006	Al 31 Mar. 2007	Al 31 Mar. 2007	Acumulados al 31 Mar. 2007
(A) Base Monetaria (Pesos)	449,821	409,814	16.1	-40,007
(B) Activos Internacionales Netos (Pesos) ^{1/ 2/}	824,967	837,150	1.1	-5,090
Activos Internacionales Netos (Dólares) ^{2/}	76,304	75,882	-0.2	-421
(C) Crédito Interno Neto (Pesos) [(A)-(B)] ^{1/}	-375,145	-427,336	-10.1	-34,918
(D) Reserva Internacional (Dólares) [(E)-(F)] ^{3/}	67,680	69,196	2.5	1,516
(E) Reserva Bruta (Dólares)	76,330	75,851	-0.2	-479
Pemex				2,573
Gobierno Federal				-2,132
Venta de dólares a la banca ^{4/}				-1,996
Otros ^{5/}				1,076
(F) Pasivos a menos de seis meses (Dólares)	8,650	6,655	-22.0	-1,995

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).

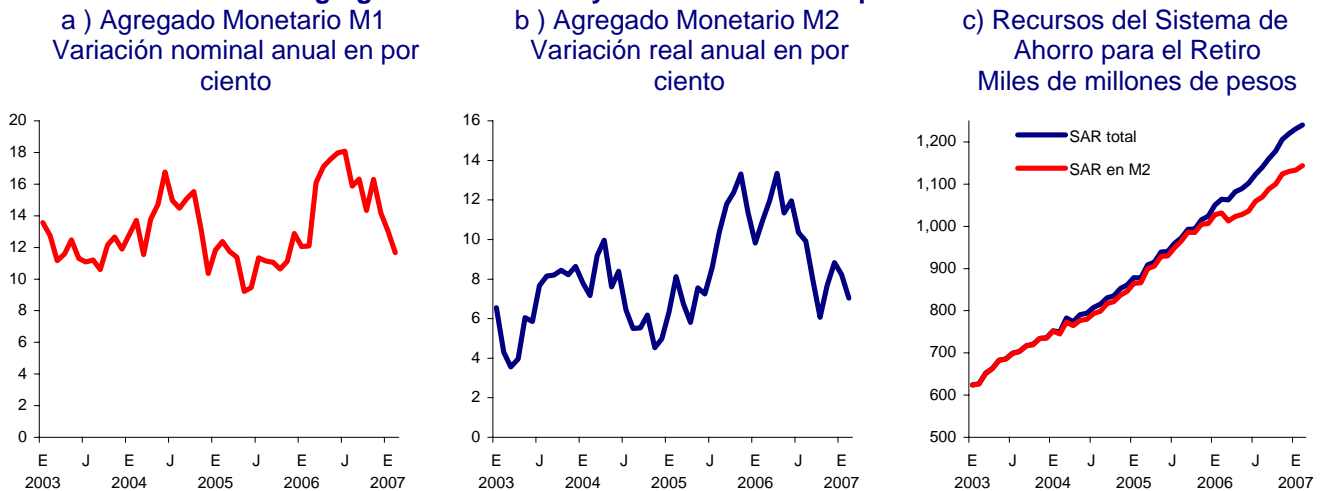
5/ Incluye los rendimientos de los activos internacionales netos y otras operaciones.

3.4.1. Agregados Monetarios y Financiamiento

En los primeros meses del año, se mantuvo la trayectoria descendente en las tasas de crecimiento anual de los agregados monetarios. En febrero de 2007, el agregado monetario M1 observó una variación anual de 11.7 por ciento, mientras que 2006 este agregado creció en promedio a una tasa anual 15.7 por ciento (Gráfica 26a). Por su parte, el saldo del agregado monetario M2 mostró un incremento real anual de 7 por ciento, tasa inferior en 3 puntos porcentuales a su

crecimiento promedio en 2006 (Gráfica 26b). El comportamiento de M2 fue resultado de un incremento real anual de 7.2 por ciento del ahorro voluntario y de 6.4 por ciento del ahorro forzoso, definido este último como los recursos del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR) invertidos en instrumentos financieros internos. A este respecto, es importante destacar que el crecimiento del ahorro forzoso se ha visto afectado por el hecho de que, en el último año, se han incrementado los recursos del SAR invertidos por las Siefores en instrumentos que no se incluyen dentro del agregado monetario M2, en particular, instrumentos de renta variable, valores gubernamentales emitidos en el exterior (Bonos UMS) y valores extranjeros de deuda (Gráfica 26c).

Gráfica 26
Agregados Monetarios y Sistema de Ahorro para el Retiro



En 2006, el flujo anual de las fuentes de financiamiento de la economía representó 5.2 por ciento del PIB, cifra inferior en 2.9 puntos porcentuales con relación a la observada el año previo (Cuadro 6). La reducción en las fuentes totales de financiamiento se explica, principalmente, por un flujo negativo de financiamiento externo de 1.6 por ciento del producto. Este resultado obedeció, a su vez, a las operaciones que el Gobierno Federal realizó para sustituir deuda externa por deuda interna.²⁹ Por su parte, las fuentes de financiamiento provenientes del ahorro en activos financieros internos (flujo de M4) ascendieron a 6.8 por ciento del PIB, cifra que si bien fue inferior a la registrada en 2005 (7.5 por ciento del PIB), resultó superior al promedio de 2003 a 2005 (6.2 por ciento del PIB).

En lo que respecta a los usos de recursos de la economía en 2006, el sector público utilizó 0.9 por ciento del producto, monto inferior en 0.5 puntos del

²⁹ El 14 de agosto de 2006 el Gobierno Federal adquirió 12,451 millones de dólares de las reservas internacionales de Banco de México para hacer pagos anticipados de deuda externa. Con estos recursos, el gobierno amortizó anticipadamente bonos soberanos emitidos en los mercados internacionales y créditos contratados con el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial. Los recursos para dicha operación provinieron de la colocación de BONDES D del Gobierno Federal por un monto de 135,051 millones de pesos. Cabe destacar que mediante una operación simultánea, el Banco de México retiró BREMS por un monto equivalente. Por otra parte, una operación de sustitución de deuda adicional se realizó a través de la emisión, por parte del Gobierno Federal, de *warrants* de intercambio de deuda externa por interna por un monto total de 2,706 millones de dólares. Los vencimientos de dichos *warrants* tuvieron lugar el 1 de septiembre, el 10 de octubre, el 9 de noviembre y el 22 de noviembre de 2006. Esta operación implicó el intercambio de Bonos UMS por Bonos M.

PIB con relación a 2005. Ello permitió liberar recursos adicionales para financiar al sector privado, cuyo uso de recursos se incrementó de 2.8 por ciento del producto en 2005, a 4.6 por ciento en 2006. El cambio más significativo se observó en el incremento del flujo de recursos a favor de las empresas, de 0.8 por ciento del PIB en 2005, a 2 por ciento en 2006.

Cuadro 6
Fuentes y Usos de Recursos de la Economía
Porcentaje del PIB

	Flujo Anual				Saldo en 2006
	2003	2004	2005	2006	% PIB
Total de fuentes	5.4	5.9	8.1	5.2	72.1
M4	5.5	5.4	7.5	6.8	54.9
Financiamiento externo	-0.1	0.5	0.6	-1.6	17.1
Total de usos	5.4	5.9	8.1	5.2	72.1
Reserva internacional ^{1/}	1.5	0.6	0.9	-0.1	7.8
Sector público (SHRFSP) ^{2/}	2.6	1.7	1.4	0.9	35.8
Estados y municipios	0.3	0.2	0.1	0.0	1.4
Sector privado	0.9	2.0	2.8	4.6	29.5
Hogares	1.2	1.9	2.0	2.6	13.7
Consumo	0.5	0.9	1.2	1.3	4.7
Vivienda ^{3/}	0.7	1.0	0.7	1.3	9.0
Empresas	-0.3	0.1	0.8	2.0	15.8
Crédito de intermediarios financieros ^{4/}	-0.3	0.2	0.3	1.3	7.2
Emisión de instrumentos de deuda	0.5	0.2	0.0	0.1	1.9
Externo	-0.5	-0.4	0.6	0.6	6.7
Otros conceptos ^{5/}	0.1	1.4	2.8	-0.2	-2.5

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. Incluye programas de reestructura.

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

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

El crédito de la banca comercial al sector privado no financiero continúa creciendo a tasas elevadas. En febrero de 2007, el crédito vigente directo de la banca comercial al sector privado no financiero registró una variación real anual de 29.1 por ciento. Por lo que se refiere al crédito otorgado a las empresas, en febrero de este año éste se incrementó 24.7 por ciento real anual. En lo que respecta al destino del crédito por sectores destaca el dinamismo del otorgado a los servicios y a la construcción (Gráfica 27b). Asimismo, continúa la recuperación del crédito al sector manufacturero.

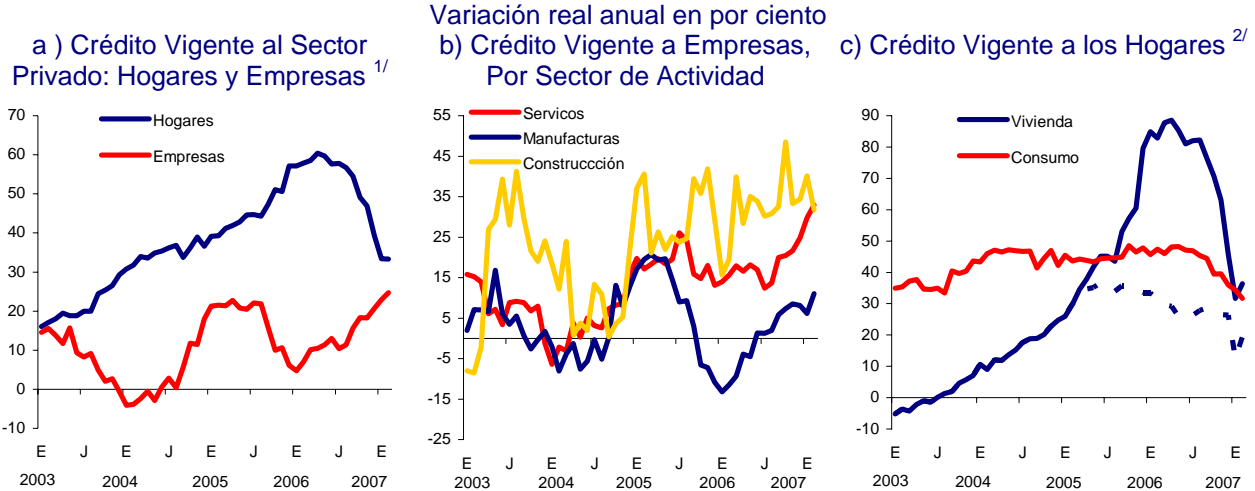
Cabe señalar que si bien el crédito bancario a los hogares continúa expandiéndose vigorosamente, desde mediados de 2006 ha comenzado a mostrar una reducción en su tasa de crecimiento (Gráfica 27a). En febrero de 2007, el saldo del crédito vigente directo de la banca comercial al consumo presentó una variación real anual de 31.7 por ciento (Gráfica 27c). Por su parte, el crédito vigente directo de la banca comercial a la vivienda se expandió a una tasa real anual de 36.4 por ciento (Gráfica 27c).³⁰

Es importante destacar que el crecimiento del crédito al consumo ha permitido que el acceso al crédito bancario se haya extendido más ampliamente entre la población. Sin embargo, el crédito a sectores que representan un mayor

³⁰ La tasa de crecimiento real anual del crédito vigente directo de la banca comercial a la vivienda sin incluir la compra de cartera de crédito a las Sofoles fue de 19.2 por ciento en febrero de 2007.

riesgo crediticio, así como a otros sin un historial previo de crédito ha dado lugar a un aumento en la morosidad de estos créditos. En febrero de 2007, el índice de morosidad del crédito de la banca comercial al consumo fue de 4.6 por ciento, mientras que en el mismo mes del año anterior se había ubicado en 3.1 por ciento.³¹

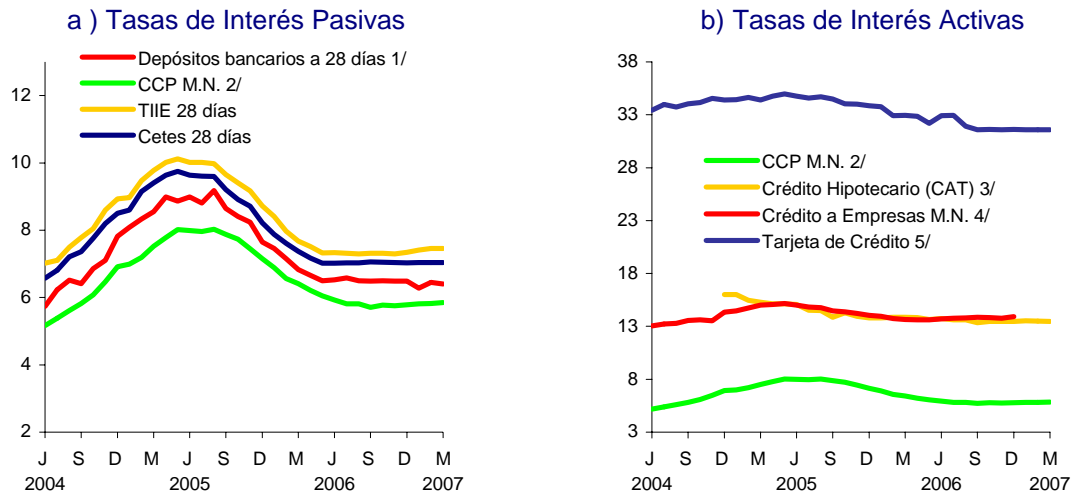
Gráfica 27
Crédito Vigente de la Banca Comercial al Sector Privado



En la Gráfica 28 se observa que las tasas de interés activas del crédito a los hogares, ya sea al consumo o bien para la adquisición de vivienda, se han mantenido estables en el último año. Los diferenciales de dichas tasas respecto a las tasas de interés pasivas que pagan los bancos aún son elevados, aunque se deben, en parte, al mayor riesgo crediticio.

³¹ En lo que se refiere al índice de morosidad del crédito de la banca comercial a las empresas, se observa una disminución de 1.6 por ciento en febrero de 2006 a 1.2 por ciento en febrero de 2007. En lo que respecta al crédito de la banca comercial a la vivienda, el índice de morosidad fue 2.4 por ciento en febrero de 2007, cifra similar a la observada un año antes. El índice de morosidad se define como la razón de la cartera directa vencida a la cartera directa total.

Gráfica 28
Tasas de Interés Pasivas y Activas de la Banca Comercial en Moneda Nacional
 Por ciento anual



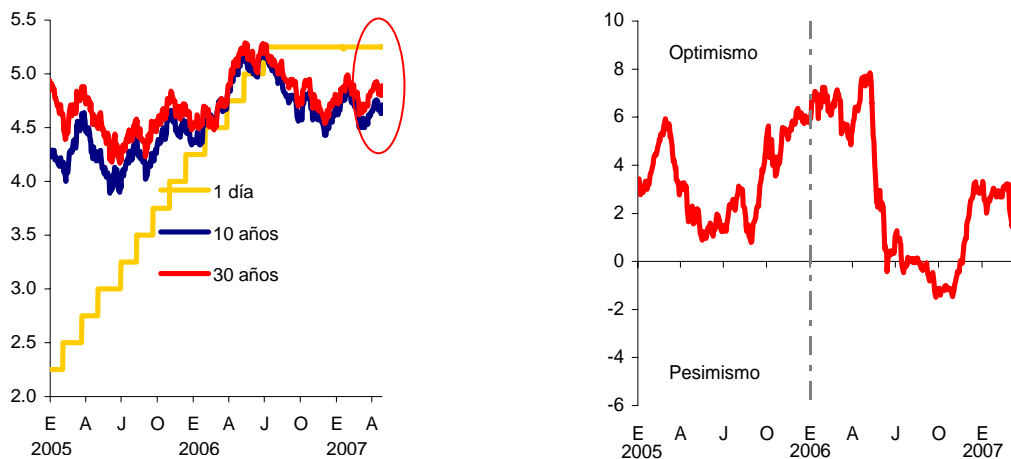
- 1/ Promedio ponderado mensual de tasas brutas pactadas en operaciones realizadas durante el mes tanto en ventanilla como en mesas de dinero, pagaderas a personas físicas y morales.
- 2/ Incluye los pasivos a plazo en moneda nacional a cargo de la banca múltiple, excepto los pasivos que se derivan de obligaciones subordinadas susceptibles de conversión a capital, del otorgamiento de avales y de la celebración de operaciones entre instituciones de crédito.
- 3/ Promedio 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 Primer Trimestre de 2007

Después del elevado crecimiento que durante 2006 observó la economía mundial, para el presente año se anticipa que su ritmo de expansión se reduzca, aunque continúe siendo favorable. A su vez, son previsibles menores presiones inflacionarias a nivel global, como resultado de la fase cíclica por la que atraviesa la economía mundial y ante la expectativa de menores precios de los energéticos respecto del año anterior.

Este entorno ha contribuido a que se hayan mantenido condiciones holgadas de liquidez en los mercados financieros internacionales. No obstante, debe mencionarse que durante los primeros tres meses de 2007 se presentaron algunos episodios de volatilidad financiera internacional, principalmente asociados a un aumento en la incertidumbre respecto de la evolución de la actividad económica en los Estados Unidos. Sin embargo, estos episodios fueron de corta duración y no han afectado de manera considerable la demanda por activos y divisas de países emergentes (Gráfica 29).

Gráfica 29
Tasas de Interés en los Estados Unidos e Índice Global de Apetito por Riesgo
 a) 2005-2007 Por ciento anual
 b) 2005-2007^{1/} Índice



1/ Fuente: Credit Suisse. El índice compara los rendimientos ajustados por riesgo de 64 activos. Para cada activo se calculan por una parte los rendimientos en seis meses sobre el efectivo y por otra la volatilidad a 12 meses. Después se estima una regresión lineal de corte transversal con la volatilidad como variable independiente y el rendimiento sobre el efectivo como variable dependiente. La pendiente de la regresión es el valor del índice de apetito por riesgo en ese punto del tiempo. Durante periodos de alto apetito por riesgo, los activos riesgosos como acciones de economías desarrolladas y mercados emergentes presentan altos rendimientos, mientras que los bonos gubernamentales de los países desarrollados tienden a presentar rendimientos bajos e incluso negativos. Lo opuesto ocurre durante periodos de bajo apetito por riesgo.

El entorno inflacionario en México se ha visto afectado en los últimos meses por diversas perturbaciones de oferta, las cuales han impactado tanto a la inflación general anual, como a la inflación anual subyacente. En particular, el que las perturbaciones referidas se hayan materializado en un periodo reducido de tiempo, su magnitud, así como la importancia en términos de ponderación en el Índice Nacional de Precios al Consumidor de los precios de los productos

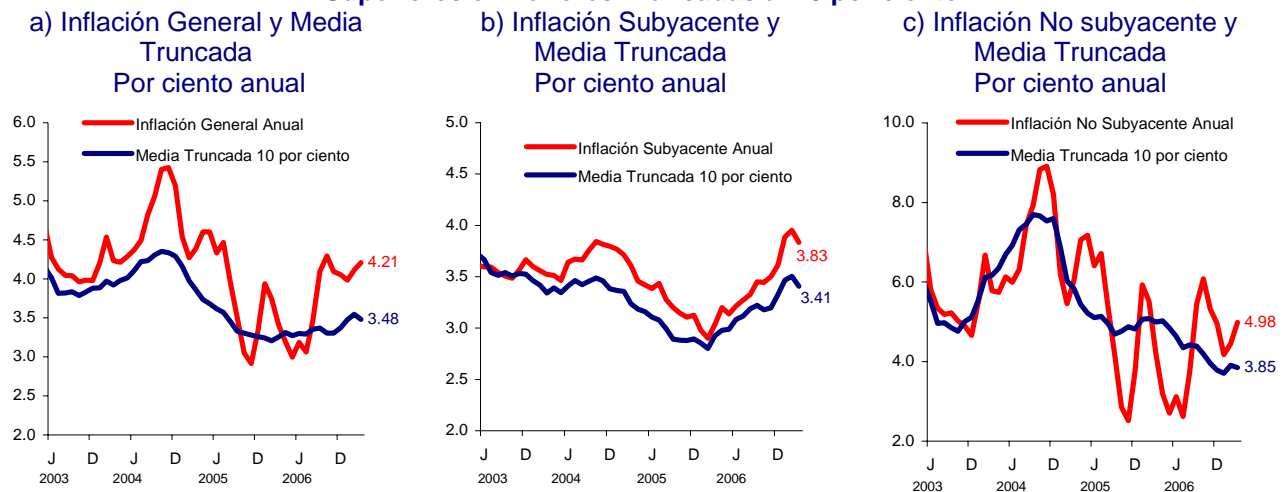
afectados, han propiciado que la inflación general anual se haya venido situando en los últimos meses por arriba del límite superior del intervalo de variabilidad establecido alrededor de la meta de inflación de 3 por ciento.

En este contexto, resulta de importancia analizar si el repunte en la inflación ha afectado, en general, la formación de precios en la economía. Para tal fin, entre otros, el Banco de México evalúa un amplio espectro de indicadores. A continuación se describen algunos de ellos.

En primer lugar, y como lo ha venido señalando el Instituto, los efectos de los choques de oferta a los que se ha hecho alusión se han concentrado en un número relativamente reducido de productos. Esto se puede apreciar del comportamiento de diversos indicadores de inflación, como aquéllos que excluyen el efecto de los genéricos cuyos precios han presentado variaciones extremas (tanto las mayores, como las menores), conocidos como medias truncadas de inflación. Estas, por construcción, reflejan la tendencia de la inflación.

En la Gráfica 30b se observa que la media truncada al 10 por ciento de la inflación subyacente anual se sitúa por debajo de ésta, como lo ha venido haciendo durante los últimos tres años. No obstante, también se aprecia que durante el último año este indicador ha venido aumentando, hasta alcanzar niveles cercanos a 3.5 por ciento. Por su parte, la media truncada al 10 por ciento de la inflación anual no subyacente se ha ubicado por debajo de ésta durante los últimos seis meses (Gráfica 30). En este caso, a pesar de que este indicador ha venido mostrando una tendencia a la baja en los últimos años, aún se encuentra en niveles elevados, alrededor de 3.85 por ciento.

Gráfica 30
Inflación General e Indicadores de Inflación sin la Contribución de Variaciones Extremas Superiores e Inferiores Truncadas al 10 por ciento^{1/}



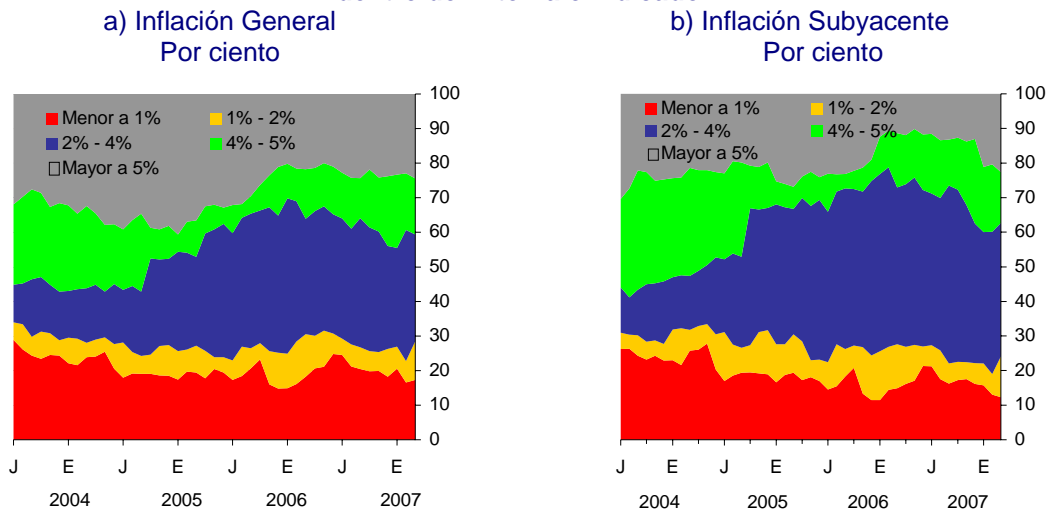
1/ La media truncada es un indicador que elimina la contribución de las variaciones extremas en los precios de algunos genéricos a la inflación general. Para eliminar estas variaciones se realiza lo siguiente: i) las variaciones mensuales desestacionalizadas de los genéricos del índice de precios se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

Otro conjunto de indicadores que ofrece información acerca del proceso de formación de precios en la economía es el que se construye a partir de la

proporción de la canasta del INPC que corresponde a genéricos cuyos precios han presentado variaciones anuales en un rango específico. Para este fin, se eligieron cinco rangos: uno central, que comprende crecimientos entre 2 y 4 por ciento; dos rangos superiores, que corresponden a crecimientos entre 4 y 5 por ciento y a mayores a 5 por ciento; y, dos rangos inferiores, asociados a crecimientos entre 1 y 2 por ciento y a menores a 1 por ciento. Para calcular estos indicadores se seleccionan aquellos genéricos del INPC cuyos precios presentan crecimientos anuales dentro de cierto rango, por ejemplo entre 2 y 4 por ciento y, para cada rango, se suma la participación que cada uno de éstos genéricos tiene en el INPC.

En la Gráfica 31a se presentan estos indicadores para el caso de la inflación general. Por su parte, en la Gráfica 31b se presentan los indicadores correspondientes a la inflación subyacente. Lo primero que resalta de ambas gráficas es que la proporción de la canasta, tanto general como subyacente, que presenta variaciones anuales entre 2 y 4 por ciento, se ha venido incrementando de manera importante en los últimos años. Sin embargo, en los últimos meses se ha observado un incremento en la participación de los genéricos cuyos precios han venido aumentando por arriba de 4 por ciento en términos anuales. Estas alzas se han concentrado, principalmente, en productos o servicios que utilizan algunos granos o sus productos derivados como insumos.

Gráfica 31
Participación de Genéricos en el INPC con Variación Anual en su Precio dentro del Intervalo Indicado¹



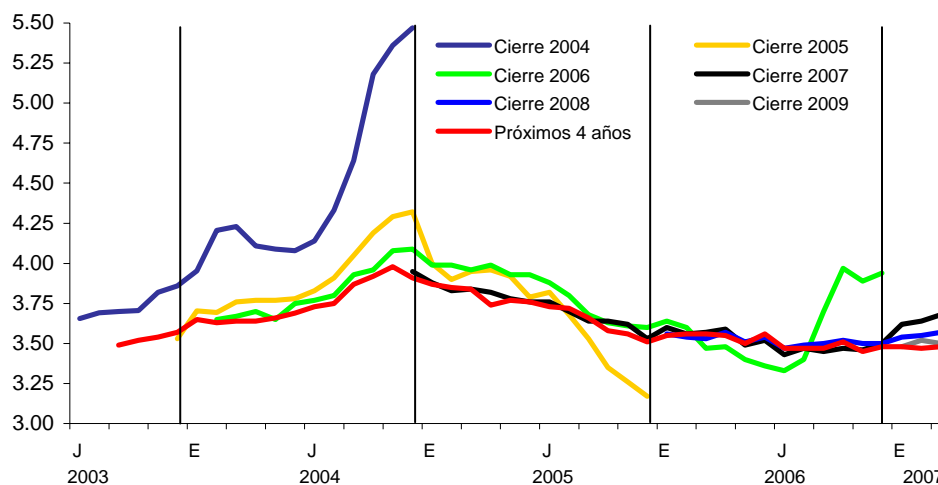
1/ La proporción de la canasta de un índice de precios cuyas variaciones anuales en precios se han encontrado dentro un determinado rango se calcula de la siguiente forma: i) se definen los rangos de interés; ii) se calcula la inflación anual de cada uno de los genéricos del índice de precios en cuestión;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

Como resultado de los efectos de las perturbaciones de oferta sobre la inflación general y subyacente, las expectativas de inflación de corto plazo (cierre de 2007) recabadas por el Banco de México presentaron un incremento: de 3.50 por ciento en la encuesta de diciembre, a 3.68 por ciento en la encuesta de marzo en el caso de la inflación general, y de 3.30 a 3.57 por ciento en el caso de la inflación subyacente. Por otra parte, si bien las expectativas de inflación para horizontes de mediano y largo plazo se mantuvieron relativamente estables

durante el trimestre, éstas se encuentran por arriba de la meta de 3 por ciento y en niveles relativamente altos. En el caso de la inflación general, las expectativas para los cierres de 2008, 2009 y en promedio para los siguientes 4 años, se han mantenido alrededor de 3.5 por ciento. Por su parte, las expectativas de inflación subyacente para el cierre de 2008 se han mantenido cerca de 3.3 por ciento.³²

Lo anterior sugiere que si bien las perturbaciones de oferta han afectado tanto a la inflación general como a la inflación subyacente, hasta ahora, sus efectos sobre las expectativas de inflación de los analistas se han concentrado en los horizontes inferiores a doce meses. En efecto, las expectativas de inflación correspondientes a plazos mayores se han mantenido relativamente estables, si bien en niveles alrededor de medio punto por arriba de la meta de 3 por ciento establecida para la inflación general anual. Como se puede apreciar en la Gráfica 32, ello contrasta con el episodio de perturbaciones de oferta registradas en 2004 y 2005, cuando las expectativas de inflación de mediano y largo plazo sí se vieron afectadas.

Gráfica 32
Expectativas de Inflación General: Encuesta Banco de México
 Por ciento anual

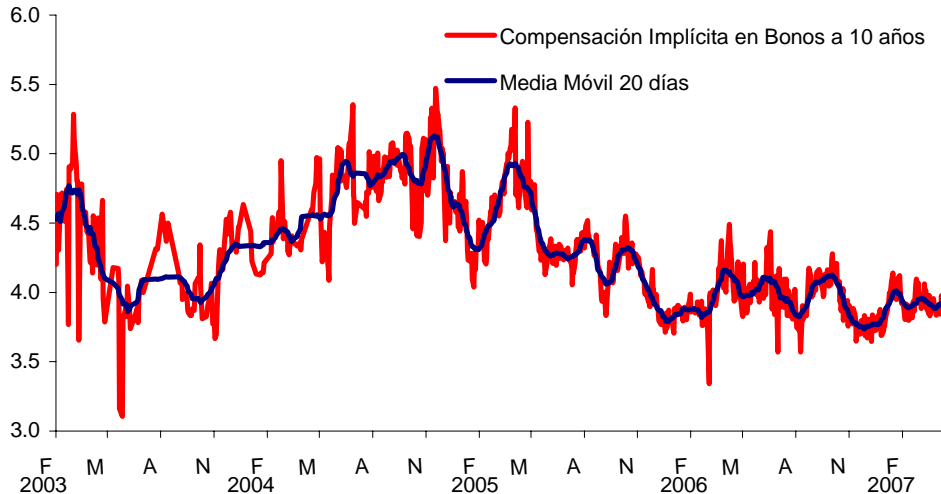


Un indicador adicional que contiene información acerca de las perspectivas inflacionarias de largo plazo es la compensación por inflación (expectativas de inflación más una prima de riesgo) que los inversionistas demandan por mantener bonos de largo plazo denominados en pesos. Este indicador se obtiene de sustraer del rendimiento de los bonos a diez años, el rendimiento real asociado a los instrumentos de deuda indexados de igual plazo (Udibonos). En la Gráfica 33 se observa que, después de haber alcanzado sus niveles mínimos hacia finales del cuarto trimestre de 2006, este indicador se incrementó ligeramente en las primeras semanas de 2007. A partir de ahí, ha

³² En el caso de las expectativas de inflación recabadas por Infosel se encuentra un comportamiento similar. Las expectativas de inflación para el cierre de 2007 presentaron un incremento de 3.53 por ciento el 22 de diciembre a 3.61 por ciento el 27 de abril y de 3.29 a 3.48 por ciento en el caso de la inflación subyacente. Por su parte, las expectativas de inflación para el cierre de 2008, 2009 y siguientes 4 años se han mantenido ligeramente por debajo de 3.5 por ciento. Finalmente, en el caso de la inflación subyacente para el cierre de 2008, sus expectativas se han mantenido alrededor de 3.4 por ciento.

mantenido una tendencia lateral. Es importante contrastar la evolución reciente de este indicador con la que tuvo en 2004. Como se puede apreciar, en aquel episodio de perturbaciones de oferta, la compensación por inflación se incrementó de manera significativa. Lo anterior sugiere que, a pesar de los niveles que ha registrado recientemente la inflación general anual, hasta ahora las perspectivas inflacionarias de largo plazo han permanecido relativamente ancladas.

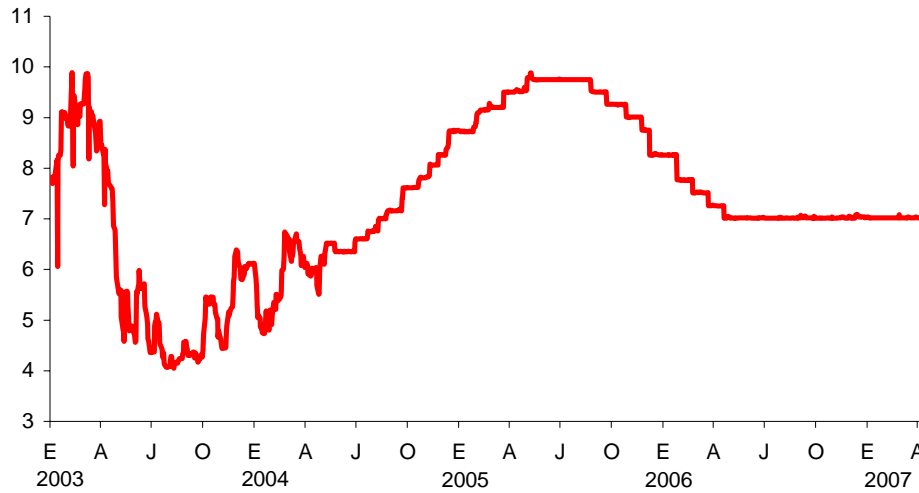
Gráfica 33
Compensación por Inflación y Riesgo Inflacionario en Bonos de Largo Plazo
 Por ciento anual



Aunque hasta el momento no parece haber evidencia significativa de contaminación en el proceso de formación de precios, algunos de éstos, relacionados con productos alimenticios, ya se han visto afectados. Además, algunos elementos que se han venido incluyendo en el balance de riesgos para la inflación han cobrado mayor relevancia. En particular, destaca el aumento en la incertidumbre asociada a la determinación de los precios de algunos productos, particularmente de la tortilla y de otros alimentos que utilizan diversos granos como insumo, en un contexto en donde se ha incrementado la volatilidad de sus precios internacionales. A su vez, la previsión de que la inflación general anual se sitúe por encima del intervalo de variabilidad por un periodo prolongado, ha incrementado el peligro de que se contamine el proceso de formación de precios y salarios.

Al respecto, la Junta de Gobierno consideró conveniente reforzar de manera preventiva la postura monetaria. Así, después de haber mantenido las condiciones monetarias sin cambio en enero, febrero y marzo, la Junta decidió en abril restringir en 25 puntos base las condiciones monetarias. Esto llevó a la tasa de fondeo bancario a niveles de 7.25 por ciento a finales de abril (Gráfica 34). El propósito de adoptar una postura monetaria más restrictiva es contar con un mejor balance con relación a los riesgos de inflación y evitar que las expectativas de inflación, los precios y los salarios se vean afectados por los choques de oferta que se han presentado. Con esta medida el Banco de México confirma su intención de alcanzar la meta de inflación de 3 por ciento.

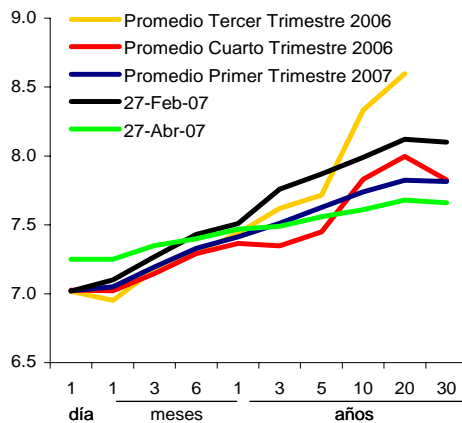
Gráfica 34
Tasas de Interés de Fondeo Bancario
 Por ciento anual



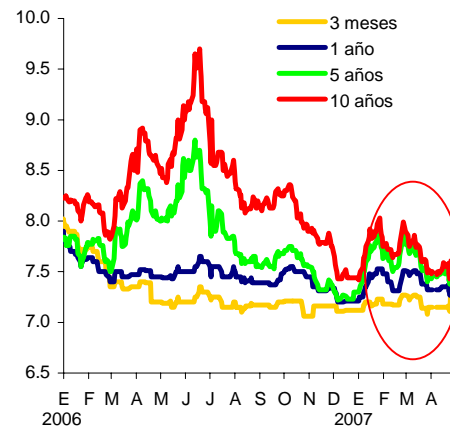
En los últimos meses los mercados financieros internacionales han continuado mostrando condiciones de holgura. No obstante, hacia finales de febrero se registró un episodio de cierta volatilidad financiera internacional, como resultado principalmente de la percepción de un deterioro en las perspectivas de crecimiento de la economía de los Estados Unidos. Ello condujo a que se observaran incrementos importantes en las tasas de interés de mayor plazo en México en las primeras semanas de marzo, derivando en un empinamiento de la curva de rendimientos (Gráfica 35). Posteriormente, al disiparse la volatilidad referida, dichos incrementos en los réditos para plazos mayores en moneda nacional fueron revirtiéndose gradualmente.

Gráfica 35
Tasas de Interés

a) Curva de Rendimientos en México
 Por ciento



b) Tasas de Interés en México
 Por ciento



5. Balance de Riesgos y Conclusiones

El escenario económico que el Banco de México prevé para el 2007 se sustenta en lo siguiente:

- a) Se anticipa que el ritmo de expansión de la actividad económica mundial se reducirá gradualmente en 2007. Por lo que se refiere a la economía estadounidense, el promedio actual de las proyecciones de los principales analistas para el crecimiento del PIB en el presente año se ubica alrededor de 2.3 por ciento, siendo que en 2006 dicha economía creció 3.3 por ciento. Durante el primer trimestre de 2007 el crecimiento del PIB fue reducido, 1.3 por ciento a tasa trimestral anualizada (2.1 por ciento a tasa anual). Cabe destacar que la proyección para el crecimiento del PIB en los Estados Unidos para 2007 considera una desaceleración mayor en el ritmo de crecimiento de la actividad industrial, la cual pasaría de 4 por ciento en promedio en 2006, a alrededor de 2 por ciento en 2007. Este escenario implica una menor expansión de la demanda por nuestras exportaciones y, por tanto, del crecimiento económico en México.
- b) Se anticipa una reducción de los ingresos petroleros con respecto a 2006. Ello se debe a la previsión de menores precios internacionales de petróleo, así como a una reducción de la plataforma de exportación de crudo. Por su parte, también es previsible un menor ritmo de crecimiento de los ingresos por remesas familiares con respecto al año anterior. En consecuencia, se anticipa una ampliación en el déficit en cuenta corriente para el presente año. No obstante, siendo que ambos rubros de ingreso se mantendrán en niveles elevados en términos históricos, se estima que el déficit en dicha cuenta en 2007 se mantenga reducido en términos del producto.
- c) En general, se prevén condiciones favorables de acceso a financiamiento en los mercados internacionales. Sin embargo, se podría incrementar la volatilidad en dichos mercados en la medida en la que se perciba mayor incertidumbre respecto de las perspectivas de crecimiento para la economía estadounidense.

Con base en las consideraciones anteriores y en la información analizada en este Informe, el ejercicio de pronóstico arroja el siguiente escenario base para la economía de México en el 2007:

Crecimiento: Se estima que el crecimiento económico se sitúe entre 3 y 3.5 por ciento. Esta proyección implica una reducción a la baja de la publicada en el Informe de Inflación del trimestre anterior, la cual situaba al crecimiento esperado para 2007 entre 3.25 y 3.75 por ciento.

Empleo: Se anticipa que la generación de empleos en el sector formal sea de alrededor de 660 mil plazas (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 un punto porcentual del PIB.

Inflación: Desde mediados de 2006 la economía se ha visto afectada por una secuencia de choques adversos de oferta. Los choques referidos reflejan principalmente cambios en precios relativos. Por tanto, se espera que no contaminen la determinación de precios y salarios en la economía. No obstante, siendo que algunos de los choques parecerían ser duraderos, ello implica que su efecto sobre la inflación anual se mantendrá por doce meses a partir del momento en que se registraron. En este contexto, se prevé que la inflación general se mantenga entre 4 y 4.5 por ciento hasta el tercer trimestre del año, para posteriormente descender a niveles entre 3.5 y 4 por ciento al cierre del año. A su vez, se anticipa que la inflación subyacente presente una tendencia descendente, ubicándose al final del año también entre 3.5 y 4.0 por ciento. En particular, destaca lo siguiente:

- a) La evolución reciente del subíndice de las mercancías ha sido determinada principalmente por los choques que incidieron sobre las cotizaciones de un número reducido de productos, destacando la tortilla de maíz, el azúcar y los cigarros. En ausencia de perturbaciones adicionales, estos efectos comenzarán a desvanecerse del cálculo de la inflación anual de este subíndice a partir de septiembre. En gran medida, este resultado es contingente a que se mantengan relativamente estables los precios de la tortilla. Al respecto, cabe mencionar que el pasado 25 de abril se extendió la vigencia del Acuerdo para Estabilizar el Precio de la Tortilla hasta el 15 de agosto del año en curso.
- b) El ritmo de crecimiento de los precios de las mercancías distintas de los alimentos ha sido relativamente estable desde 2002, fluctuando ligeramente por arriba de 2 por ciento. Se estima que esta evolución se mantenga hacia adelante.
- c) El subíndice de servicios de vivienda experimentó una presión alcista en 2006 debido a los incrementos que registraron las cotizaciones de los materiales para la construcción derivados del cobre y del acero. Se considera que el efecto de este choque sobre la variación anual de dicho subíndice ha comenzado a disiparse, constituyéndose en un factor determinante para el descenso de la inflación subyacente hasta agosto.
- d) En lo que concierne a los servicios distintos de los de la vivienda, se anticipa que la variación anual de este grupo podría continuar fluctuando alrededor de 4 por ciento, aunque con cierta volatilidad.

En suma, la tendencia decreciente que se anticipa para la inflación anual subyacente dependerá, en gran parte, de la evolución de los precios de la tortilla, de que cesen las presiones inflacionarias provenientes de los precios internacionales de los granos y de la reducción de las variaciones anuales en el subíndice de vivienda.

- e) La dinámica del índice no subyacente continuará determinándose en gran medida por la evolución de los precios del grupo de las frutas y verduras. La incidencia de este grupo sobre la inflación general podría acrecentarse durante el segundo trimestre del año, debido a los reducidos niveles que dichos precios registraron durante el mismo periodo del año previo.

- f) Las variaciones anuales de los productos pecuarios aumentarían en lo que resta del año. Ello se debe a los bajos precios observados durante 2006 y a la presión de costos derivada de los elevados precios de los granos.
- g) Se prevé que los precios de los bienes y servicios administrados no constituirán un factor de presión significativa sobre la inflación, ya que no se esperan modificaciones importantes en los elementos que se utilizan para determinar dichos precios. Por otra parte, los precios concertados podrían acelerar su ritmo de crecimiento como consecuencia de actualizaciones a las tarifas del transporte público de algunas ciudades.

Hasta ahora, la evolución de la inflación general y de la subyacente se ha mantenido, en términos generales, en línea con lo anticipado y no existe evidencia significativa de contaminación en el proceso de formación de precios. No obstante, algunos precios, relacionados con productos alimenticios, sí se han visto afectados. Además, conviene destacar lo siguiente:

- i) Se ha incrementado la incertidumbre asociada a la determinación de los precios de algunos productos, particularmente de la tortilla y de otros alimentos que utilizan diversos granos como insumo.
- ii) La expectativa de que la inflación se sitúe por encima del intervalo de variabilidad por un periodo prolongado, acrecienta el peligro de que se contamine el proceso de formación de precios y salarios.
- iii) Los precios internacionales de los granos y de ciertas materias primas se han mantenido presionados y han incrementado su volatilidad. Las cotizaciones de los energéticos han mostrado fluctuaciones abruptas.
- iv) El ritmo de crecimiento de los precios de los servicios continúa elevado.
- v) Las expectativas de inflación se mantienen por encima de la meta de 3 por ciento.

En consecuencia, aunque la desaceleración de la actividad económica es un factor que podría contribuir a mitigar los riesgos antes descritos, la Junta de Gobierno consideró conveniente reforzar de manera preventiva la postura monetaria, restringiendo en abril en 25 puntos base las condiciones monetarias. El propósito es alcanzar un mejor balance en cuanto a los riesgos de inflación y evitar que el proceso de formación de precios y salarios en la economía se vea afectado por los choques de oferta que se han presentado. Con esta medida, el Banco de México busca reforzar la tendencia convergente de la inflación hacia su meta.

Por otro lado, existen otros factores de riesgo que pudieran incidir principalmente sobre el crecimiento económico previsto en el escenario base.

El principal factor de riesgo para la economía mundial y, en particular, para la economía mexicana, radica en la posibilidad de que el ritmo de crecimiento de la economía estadounidense se desacelere más de lo previsto actualmente. Cabe señalar que en los últimos meses la expectativa de crecimiento y el balance de riesgos para la actividad económica en dicho país se

han visto afectados por el deterioro del mercado inmobiliario, el cual se ha reflejado en un aumento de la morosidad de la cartera hipotecaria de mayor riesgo. En caso de que se presente un ajuste mayor en dicho sector, el gasto de los hogares podría verse afectado significativamente, lo cual reduciría la demanda de los Estados Unidos por productos externos, incluyendo los provenientes de México. Por otra parte, en los últimos meses se ha presentado una importante reducción en la expectativa de crecimiento de la actividad industrial en los Estados Unidos. Este proceso de ajuste a la baja en la producción podría ser más pronunciado si se recrudece la desaceleración cíclica de la demanda por bienes de consumo duradero o por una mayor debilidad del gasto en inversión de las empresas. Dicho escenario afectaría considerablemente a las exportaciones mexicanas, ya que éstas están muy ligadas a la actividad industrial en los Estados Unidos.

Dentro del balance de riesgos para el crecimiento en el corto plazo, también destaca la posibilidad de que el gasto público tenga una menor contribución a la expansión de la demanda agregada, en comparación con la registrada el año pasado, tal como se ha observado en otras ocasiones al inicio de una nueva Administración.

Finalmente, desde hace varios años, el Banco de México ha venido destacando la importancia de que la sociedad logre los acuerdos necesarios para flexibilizar el aparato productivo nacional y adecuar la estructura de incentivos que enfrenta la sociedad en una amplia gama de aspectos. Ello a fin de impulsar la competitividad y el crecimiento económico, con el objetivo de aprovechar cabalmente las oportunidades de desarrollo de nuestro país. En este sentido, es alentador que en las últimas semanas se hayan concretado las reformas a la Ley del ISSSTE. Es necesario seguir adecuando el marco legal, regulativo y de incentivos en otros ámbitos, a fin de revertir la pérdida de competitividad que ha sufrido la economía nacional en los últimos años. Sin lugar a dudas, el avanzar por esta vía mejorará las posibilidades de generar un mayor crecimiento económico y más y mejores empleos.